

067154/EU XXIV.GP  
Eingelangt am 13/12/11



EUROPÄISCHE KOMMISSION

Brüssel, den 7.12.2011  
SEK(2011) 1516 endgültig

**ARBEITSDOKUMENT DER KOMMISSIONSDIENSTSTELLEN**

**ZUSAMMENFASSUNG DER FOLGENABSCHÄTZUNG**

*Begleitunterlage zum / zur*

**Vorschlag für eine  
VERORDNUNG DES EUROPÄISCHEN PARLAMENTS UND DES RATES  
über Europäische Risikokapitalfonds**

{KOM(2011) 860 endgültig}  
{SEK(2011) 1515 endgültig}

## 1. EINLEITUNG

Risikokapitalfonds sind Fonds, die vorwiegend Eigenkapital für zumeist sehr kleine Unternehmen bereitstellen, die noch am Anfang ihrer Unternehmensentwicklung stehen. In vielen Fällen sind diese Unternehmen innovativ und verfügen über ein hohes Wachstums- und Expansionspotenzial. In der EU besteht ein großes, doch weitgehend ungenutztes Potenzial, die Entwicklung kleiner und mittlerer Unternehmen (KMU)<sup>1</sup> durch Risikokapitalfinanzierung zu fördern. KMU, die eine Risikokapitalfinanzierung nutzen, stehen besser dar als Unternehmen, die keine solche Unterstützung erhalten. Da Risikokapital die Schaffung innovativer Unternehmen fördert, die stärker wachsen als Unternehmen in traditionelleren Branchen, können risikokapitalgestützte KMU Arbeitsplätze hoher Qualität schaffen. Neueren Forschungsarbeiten zufolge hat eine Erhöhung der Risikokapitalanlagen einen Anstieg des BIP zur Folge, wobei die Auswirkungen noch ausgeprägter sind, wenn die KMU-Förderung in einem frühen Stadium erfolgt. Eine Förderung von Risikokapitalinvestitionen kann somit auch der Realwirtschaft Impulse geben.

In Europa ist die Höhe der Risikokapitalfinanzierung nach wie vor suboptimal. Die geringe Größe des durchschnittlichen europäischen Risikokapitalfonds (60 Mio. EUR) behindert eine optimale Ressourcenallokation. Die relativ geringe Größe der europäischen Risikokapitalfonds verhindert auch das Entstehen von Größenvorteilen, die eine Voraussetzung für die für einen erfolgreichen Risikokapitalfonds erforderliche Spezialisierung darstellen.

Die Folgenabschätzung beschäftigt sich hauptsächlich mit der Frage, welche Regulierungsmaßnahmen geeignet wären, um die Kapitalpools der Risikokapitalfonds zu vertiefen und europäischen Risikokapitalfonds die Möglichkeit zu geben, das von ihnen verwaltete Vermögen zu vergrößern. Das grundsätzliche Ziel besteht darin, die Bedeutung dieser Fonds für die Finanzierung innovativer Jungunternehmen zu erhöhen. Bei der Verfolgung dieses Ziels wurde in der Folgenabschätzung der Schwerpunkt auf Regeln für die „Privatplatzierung“ von Risikokapitalfonds bei potenziellen Anlegern gelegt.

## 2. PROBLEMESTELLUNG

Ursache 1: Unterschiedliche Rechtsvorschriften. Im Vergleich zu konkurrierenden Hochtechnologie- und Innovationszentren in anderen Teilen der Welt, vor allem in den Vereinigten Staaten, sind die Bestimmungen für den Vertrieb von Risikokapitalanlagen sehr uneinheitlich. Neun von 27 Mitgliedstaaten haben spezielle Vorschriften über den Betrieb von Risikokapitalfonds, die Zusammensetzung ihrer Portfolios, die qualifizierten Anlageinstrumente und Anlageobjekte, die geografische Lage der Anlageobjekte und die Arten von Anlegern, die in solche Fonds investieren dürfen, erlassen. All diese Vorschriften weichen in einigen oder allen der oben genannten Punkte grundlegend voneinander ab. Dies hat eine gemeinsame Vorstellung davon, was einen Risikokapitalfonds ausmacht, verhindert. Achtzehn Mitgliedstaaten verfügen nicht über spezielle Vorschriften, die die Kapitalbeschaffungsmaßnahmen der Risikokapitalfonds-Betreiber regeln. Sie wenden stattdessen auf Fonds, die Risikokapitalanlagen „privat platzieren“<sup>2</sup> möchten, allgemeine

---

<sup>1</sup> Im Sinne der Kommissionsempfehlung vom 6. Mai 2003 betreffend die Definition der Kleinstunternehmen sowie der kleinen und mittleren Unternehmen (ABl. L 124 vom 20.5.2003, S. 36).

<sup>2</sup> Unter einer Privatplatzierung wird in der Regel der Vertrieb/Verkauf von Investmentfondsanteilen an eine kleine oder eingeschränkte Zahl normalerweise professioneller Anleger verstanden. Sie steht damit im Gegensatz zur Kapitalbeschaffung/Ausgabe von Anteilen an öffentlichen Märkten.

gesellschaftsrechtliche Bestimmungen an und schreiben einen Prospekt vor. Die Erfüllung dieser unterschiedlichen Bestimmungen verursacht zusätzliche Kosten und Komplikationen.

**Ursache 2: Die Beschaffung von Risikokapital im Ausland erfordert mehrere Verfahrensschritte, die bei einer Kapitalbeschaffung im Inland entfallen.** Durch die unterschiedlichen rechtlichen Bestimmungen und die Notwendigkeit, verschiedene rechtliche Regelungen für den Vertrieb von Risikokapitalfonds zu erfüllen, werden die für die Beschaffung von Risikokapital erforderlichen Verfahrensschritte und Vorbereitungen (Feststellung der nationalen Bestimmungen, Inanspruchnahme von Rechtsberatung, Kosten-/Nutzen-Analyse vor Eintritt in einen Markt) mit zunehmender Zahl von Zielmärkten immer komplexer.

**Ursache 3: Die Beschaffung von Risikokapital im Ausland verursacht Kosten, die bei einer Kapitalbeschaffung im Inland entfallen.** Um die Einhaltung der unterschiedlichen rechtlichen Anforderungen an den Vertrieb von Risikokapitalfonds zu gewährleisten, müssen die Fondsverwalter angemessene Sorgfalt walten lassen, um die ordnungsgemäße Feststellung aller geltenden Bestimmungen und Anforderungen sicherzustellen. Die Kosten für die Anpassung der rechtlich vorgeschriebenen Dokumentation an die unterschiedlichen nationalen Bestimmungen für Privatplatzierungen können sich pro Land auf 500 bis 1000 EUR belaufen. Wollte der Risikokapitalfonds-Sponsor EU-weit Kapital beschaffen, würden sich diese Kosten auf 13 500 bis 27 000 erhöhen.

**Ursache 4: Mehrere Mitgliedstaaten schreiben für Risikokapitalangebote einen Prospekt vor.** Diese nationalen Prospektpflichten verursachen erhebliche Kosten. So sind die Mitgliedstaaten und ihre Regulierungsbehörden beispielsweise unterschiedlicher Auffassung darüber, ob Anteile an Kommanditgesellschaften (der für Risikokapitalfonds typischen Rechtsform) als Wertpapiere anzusehen sind und damit unter die Prospektlinie fallen oder nicht. Eine entsprechende Registrierung in einem Aufnahmemitgliedstaat allein (Deutschland) würde rund 40 000 EUR kosten. Prospekt- und Zulassungspflichten wurden für Österreich, Belgien, die Niederlande, Frankreich, Schweden und das Vereinigte Königreich ermittelt.

**Ursache 5: Mehrere Mitgliedstaaten schreiben eine Registrierung im Inland und eine inländische Vertriebsstelle vor.** Viele Mitgliedstaaten verlangen ferner, dass für den Vertrieb eines Risikokapitalfonds in ihrem Gebiet eine zugelassene inländische Vertriebsstelle (d. h. ein Finanzinstitut) in Anspruch genommen wird. Alternativ dazu muss sich der Risikokapitalfonds-Verwalter selbst eine Vertriebsstellenlizenz beschaffen. Die Kosten für eine solche Lizenz bewegen sich zwischen 20 000 EUR und 40 000 EUR.<sup>3</sup> Die Kosten, die eine vorschriftsgerechte Präsenz im Inland, beispielsweise im Vereinigten Königreich nach sich zöge, würden sich auf mindestens 25 000 EUR jährlich belaufen. Personalkosten sind in diesem Wert nicht enthalten.

In dem 2007 vorgelegten *Bericht der Expertengruppe zur Beseitigung der Hindernisse für grenzübergreifende Anlagen* von Risikokapitalfonds werden die Kosten für die Verwaltung von vier parallelen Fondsstrukturen, die für die Kapitalaufnahme in vier verschiedenen Rechtskreisen notwendig sind, auf mehr als 0,4 % des für diesen Fonds insgesamt eingesetzten Kapitals geschätzt.

### **3. SUBSIDIARITÄT**

Eine auf mitgliedstaatliche Maßnahmen gestützte Lösung wurde bereits getestet und verfehlte das angestrebte Ziel. Die Kommission hat im Jahr 2007 die gegenseitige Anerkennung von

---

<sup>3</sup>

Von einem EVCA-Rechtsberater am 25. Oktober 2011 vorgelegte Schätzung.

Risikokapitalfonds vorgeschlagen, die in einem anderen Mitgliedstaat rechtmäßig vertrieben werden. In einem Bericht vom Dezember 2009 gelangte sie jedoch zu dem Schluss, dass die gegenseitige Anerkennung allein nicht dazu beigetragen hat, die Märkte der Aufnahmemitgliedstaaten für Risikokapitalfonds-Verwalter zu öffnen, die in einem anderen Mitgliedstaat rechtmäßig niedergelassen sind. Aus diesem Grund wird nur eine gezielte Harmonisierung der grundlegenden Anforderungen, denen Risikokapitalfonds auf europäischer Ebene unterliegen, den grenzübergreifenden Vertrieb ermöglichen.

#### 4. ZIELE

##### Allgemeines Ziel – Steigerung der globalen Wettbewerbsfähigkeit europäischer KMU

Das übergeordnete Ziel besteht darin, die globale Wettbewerbsfähigkeit der europäischen KMU zu steigern. Europa mangelt es weder an Ideen noch an innovativen Köpfen. Es sind die Bereiche Anschubfinanzierung und Unternehmertum, in denen in Europa Aufholbedarf besteht.

##### Spezielles Ziel – Schaffung eines europäischen Systems für die grenzübergreifende Kapitalbeschaffung durch Risikokapitalfonds

Risikokapital ist das Instrument, für das sich Jungunternehmen entscheiden würden. Unternehmer, deren Unternehmung sich noch im Anfangsstadium befindet, benötigen die Stabilität, die eine Eigenkapitalfinanzierung im Vergleich zu Darlehen oder anderen Schuldeninstrumenten bietet. Das vorgeschlagene Vorgehen zielt deshalb in erster Linie auf die Vertiefung der Kapitalmärkte für Risikokapitalfonds ab.

##### Operative Ziele

*Genaue Bestimmung des Begriffs „qualifizierter Risikokapitalfonds“.* Um den praktischen Ablauf der grenzüberschreitenden Kapitalbeschaffung zu verbessern, muss es ein gemeinsames Verständnis von „Risikokapital“ geben. Aus diesem Grund wird vorgeschlagen, die wesentlichen Merkmale eines Risikokapitalfonds zu harmonisieren.

*Schaffung eines gemeinsamen Regulierungsansatzes für „qualifizierte Risikokapitalfonds“ und ihre Verwalter.* Sobald der Begriff „Risikokapitalfonds“ mit ausreichender Präzision definiert ist, besteht das zweite operative Ziel darin, einen einheitlichen Rahmen für den Vertrieb qualifizierter Risikokapitalfonds in der EU zu schaffen.

*Einrichtung eines Netzes für die Verwaltungszusammenarbeit zur wirksamen Einführung qualifizierter Risikokapitalfonds und zur Beaufsichtigung ihrer Verwalter.* Eine wesentliche operative Voraussetzung für die praktische Durchsetzung der grenzübergreifenden Kapitalbeschaffung ist die Schaffung eines Rahmens für die Zusammenarbeit der Verwaltungen bei der Beaufsichtigung und Durchsetzung der einheitlichen Vorschriften für Risikokapitalfonds.

#### 5. HANDLUNGSOPTIONEN

In Bezug auf die wesentlichen Handlungsoptionen wird in der Folgenabschätzung untersucht, wie die Hauptmerkmale eines Risikokapitalfonds, d. h. Anlageschwellen, Zielunternehmen und qualifizierte Anlageinstrumente, am besten festgelegt werden sollten. Bei der Einführung möglicher Anlageschwellen, d. h. dem Anteil des zugesagten Kapitals, der in qualifizierte Zielunternehmen (nicht börsennotierte KMU) investiert werden kann, rangierten die Optionen zwischen 50 %, 70 %

und bis zu 90 %. Bei den Instrumenten wurden Eigenkapital- und eigenkapitalähnliche Instrumente bewertet. Bei den in Frage kommenden Anlegern umfassten die Handlungsoptionen Fonds für professionelle Anleger (im Sinne der MiFID), Fonds, die einem größeren Kreis aus „Family Offices“, „Business Angels“, „Management Teams“ und wohlhabenden Einzelpersonen offenstehen, und Fonds, an denen sich sämtliche Kleinanleger beteiligen können.

Auch hinsichtlich der Rechtsform wurden mehrere Optionen geprüft. Diese umfassten die Aufnahme spezieller Vorschriften für Risikokapitalfonds in die Richtlinie über die Verwalter alternativer Investmentfonds (AIFMD), den Erlass solcher Vorschriften als Stufe-2-Maßnahmen bei Umsetzung der AIFMD, den Erlass eines gezielten eigenständigen Rechtsakts oder die genaue Festlegung der Bedingungen für die gegenseitige Anerkennung der nationalen Risikokapital-Bestimmungen bzw. – sollte es solche nicht geben – der Bestimmungen zu Privatplatzierungen in Form eines Rechtsinstruments.

## **6. FOLGENABSCHÄTZUNG**

In der Folgenabschätzung wurde dem Mittelweg der Vorzug gegeben. Das mittlere Ziel, wonach 70 % des zugesagten Kapitals in Eigenkapital- oder eigenkapitalähnliche Instrumente der möglichen Zielgesellschaft investiert werden müssen, dürfte am ehesten zur Entstehung eines eigenständigen europäischen Gütesiegels für Risikokapitalfonds führen, ohne dass gleichzeitig die Gefahr einer Verwässerung dieses neuen Siegels besteht. Bei den in Frage kommenden Anlegern wurde der Option der Vorzug gegeben, nur professionelle Anleger zu diesen Fonds zuzulassen, diese unter bestimmten Voraussetzungen auch für „Family Offices“, „Business Angels“, „Management Teams“ und wohlhabende Einzelpersonen zu öffnen, Kleinanleger aber auszuschließen. Damit würde das typische Risikokapital-Anlegerspektrum erfasst, müsste aber keine richtiggehende Rahmenregelung für Kleinanleger gefunden werden.

In der Frage des Rechtsinstruments wird in der Folgenabschätzung einem eigenständigen Rechtsakt der Vorzug gegeben. Hinsichtlich der Aufnahme einheitlicher Bestimmungen zu Risikokapitalfonds in die bestehende AIFMD wurde die Auffassung vertreten, dass dies innerhalb des AIFMD-Rahmens Reibungen verursachen würde, da die Richtlinie eine strenge Aufsichtsregelung für die Verwalter sehr unterschiedlicher alternativer Investmentfonds festlegen müsste. Angesichts der geringen Konvergenz der gesetzlichen Regelungen der Mitgliedstaaten wurde auch die Möglichkeit der gegenseitigen Anerkennung rechtmäßig vertriebener Risikokapitalfonds für die Erreichung des ersten operativen Ziels (gemeinsames Verständnis von Risikokapitalfonds und Schaffung einheitlicher Voraussetzungen für ihren Vertrieb) als unwirksam betrachtet.

## **7. VERGLEICH DER OPTIONEN UND ENTSCHEIDUNG**

Die abschließende vergleichende Analyse aller inhaltlichen und formalen Optionen führte zu dem Schluss, dass einem eigenständigen Harmonisierungsinstrument, das einheitliche Bedingungen für den Vertrieb qualifizierter Risikokapitalfonds in der Union festlegt, der Vorzug gegeben werden sollte.

Die gewählte Option verspricht die größte Wirkung, da sie einem Fondsverwalter, der alle in der vorgeschlagenen Verordnung festgelegten Anforderungen erfüllt, den unionsweiten Vertrieb einheitlicher Fonds ermöglichen würde, ohne dass er: i) sich für die Anwendung der Richtlinie 2011/61/EG entscheiden oder ii) die verbleibenden – sehr unterschiedlichen – nationalen

Bestimmungen zu Risikokapitalfonds, Privatplatzierungen, Prospekten oder inländischen Vertriebsstelle einhalten müsste.

## **8. KOSTEN UND NUTZEN**

Die Einhaltung der gemeinsamen Kriterien wird voraussichtlich keine signifikanten Folgekosten oder Verwaltungslasten verursachen. Die Harmonisierung der Qualitätsanforderungen an Risikokapitalfonds würde die Kosten, die mit der Einhaltung der verschiedenen, sehr unterschiedlichen und bei fehlender Harmonisierung auch weiterhin geltenden nationalen Bestimmungen verbunden sind, erheblich senken.

Auch wenn einem Risikokapitalfonds durch die Anpassung seiner Berichts- und Angabestandards an die einheitlichen Bestimmungen voraussichtlich gewisse Kosten entstehen, dürften diese nur einen Bruchteil der Betriebsausgaben ausmachen, die bei Fortbestand der aktuellen Lage, in der die Fonds eine Vielzahl nationaler Berichts- und Angabepflichten erfüllen müssen, entstünden.

Die Überwachung der Einhaltung des neuen Rahmens wird aller Voraussicht nach nicht mit erheblichen Kosten verbunden sein, da alle alternativen Investmentfonds, die nicht im Rahmen der vorgeschlagenen Verordnung registriert sind, den in Artikel 3 Absatz 3 der Richtlinie über die Verwalter alternativer Investmentfonds festgelegten allgemeinen Registrierungs- und Angabepflichten unterliegen.

Einige Anforderungen könnten die Kosten für die Zielunternehmen qualifizierter Risikokapitalfonds erhöhen. Diese Kosten könnten insbesondere aus der Pflicht der Fonds zur Vorlage von Jahresberichten resultieren. Doch ist unwahrscheinlich, dass diese Kosten wesentlich höher ausfallen würden als bei Fortbestand der jetzigen Situation, da eine Voraussetzung für Portfolio-Unternehmen, die auf der Suche nach Risikokapitalfinanzierung sind, die „Anlagereife“ ist.

Es wird erwartet, dass die Schaffung eines europäischen Rahmens für Risikokapital, der auf einem gemeinsamen Verständnis von qualifizierten Risikokapitalfonds beruht, die grenzüberschreitende Kapitalaufnahme effizienter macht, den Wettbewerb zwischen Risikokapitalfonds-Verwaltern steigert und die Möglichkeiten für eine Spezialisierung erhöht. Bei den Anlegern würden einheitliche Bestimmungen für Risikokapitalfonds das Vertrauen in diese besondere Anlageklasse erhöhen und in Kombination mit einem verbesserten Mittelzugang den Anlegern eine wirksamere Allokation ihres Kapitals ermöglichen. Letztendlich wird ein einheitlicher Rahmen für Risikokapitalfonds mehr Kapital in innovative Unternehmen und Firmen mit hohem Wachstumspotenzial lenken.

## **9. ÜBERWACHUNG UND BEWERTUNG**

Im Einklang mit den der Option der Kommission zugrunde liegenden Zielen wird sich die Überwachung und Bewertung nach Erlass der Verordnung auf drei Fragen konzentrieren: 1) hat der neue Rahmen für ein gemeinsames Verständnis von „qualifiziertem Risikokapitalfonds“ gesorgt? 2) hat der neue Rahmen zu einem gemeinsamen Regulierungsansatz für qualifizierte Risikokapitalfonds beigetragen? und 3) hat der neue Rahmen zur Schaffung eines Netzes für die Verwaltungszusammenarbeit zur wirksamen Einführung und Beaufsichtigung der Verwalter qualifizierter Risikokapitalfonds beigetragen?

Die Verfolgung dieser Fragen wird in enger Zusammenarbeit mit der ESMA erfolgen, die mit der Führung eines Zentralregisters beauftragt werden wird, das über das Internet öffentlich zugänglich ist und alle in der Europäischen Union gemäß dieser Verordnung registrierten Risikokapitalfonds-Verwalter erfasst.