

Oktober 2016

## Europäische Risikokapitalfonds und Fonds für soziales Unternehmertum

### Wichtigste Instrumente:

Verordnung über Europäische Risikokapitalfonds [345/2013](#) und Verordnung über Europäische Fonds für soziales Unternehmertum [346/2013](#)

*Dieses Briefing gehört zu einer Reihe von Bewertungen der Umsetzung, die vom Wissenschaftlichen Dienst des Europäischen Parlaments (EPRS) durchgeführt werden und die praktische Umsetzung bestehender EU-Rechtsvorschriften zum Gegenstand haben. In jedem dieser Briefings steht eine spezifische EU-Rechtsvorschrift im Mittelpunkt, die Gegenstand eines Änderungsvorschlags der Kommission zur Aktualisierung des derzeitigen Textes ist oder in Kürze sein wird. Mit diesen Bewertungen der Umsetzung sollen die öffentlich zugänglichen Dokumente zur bisherigen Umsetzung, Anwendung und Wirksamkeit einer EU-Rechtsvorschrift kurz zusammengefasst werden. Dabei wird unter anderem auf verfügbare Informationen der Organe und beratenden Ausschüsse der EU und der nationalen Parlamente sowie auf einschlägige externe Konsultationen und die Öffentlichkeitsarbeit zurückgegriffen. Die Bewertungen sollen den parlamentarischen Ausschüssen dabei helfen, den neuen Vorschlag der Kommission nach seiner Einreichung zu prüfen.*

**Federführender Ausschuss des EP** zum Zeitpunkt der Annahme der Rechtsvorschrift: Ausschuss für Wirtschaft und Währung (ECON)

**Zeitpunkt der Verabschiedung** des ursprünglichen Rechtsakts im Plenum: 12. März 2013

**Inkrafttreten:** 15. Mai 2013, und die Verordnungen sind ab 22 Juli 2013 gültig (mit einigen Ausnahmen für Verordnung 346/2013)

**Vorgesehenes Datum für die Überprüfung des Rechtsakts:** Bis 22. Juli 2017<sup>1</sup> wird die Kommission die Fonds einschließlich ihrer derzeitigen Verwendung, die geografische und sektorspezifische Verteilung der Anlagen, die Möglichkeit, den Vertrieb von Risikokapitalfonds auf Kleinanleger auszuweiten, und die Möglichkeit, ein europäisches Gütesiegel für Sozialunternehmen einzuführen, überprüfen.

**Zeitplan für neue Änderungen der Rechtsvorschriften:** Am 14. Juli 2016 wurde ein [Vorschlag zur Änderung](#) der Rechtsvorschriften über Europäische Risikokapitalfonds (EuVECA) und Fonds für soziales Unternehmertum (EuSEF) veröffentlicht.

## 1. Hintergrund

Die Kapitalmarktunion ist ein zentraler Bestandteil der [Investitionsoffensive](#) der Kommission Juncker, deren Ziel in der Diversifizierung der Möglichkeiten besteht, Kapital in der Europäischen Union (EU) zu mobilisieren, um einen Binnenmarkt für Kapital zu schaffen sowie Investitionen und Wachstum in Europa zu fördern. Im September 2015 legte die Kommission einen [Aktionsplan](#) vor, der sechs Schwerpunktbereiche umfasste, einschließlich der „Finanzierung für Innovation, Start-ups und nicht börsennotierte Unternehmen“. Dieser

<sup>1</sup> Einige Bereiche dieser Rechtsvorschriften sollen bis 22. Juli 2015 überprüft werden, insbesondere die Möglichkeit, Fonds von außerhalb der EU die Verwendung der Bezeichnungen „EuVECA“ und „EuSEF“ zu ermöglichen.

Bereich setzt sich aus verschiedenen Komponenten zusammen, wie etwa dem Vorschlag für einen europaweiten Risikokapital-Dachfonds und der Forschung im Bereich Crowdfunding sowie Steueranreize für Risikokapital.<sup>2</sup> Die Überarbeitung der Verordnungen über Europäische Risikokapitalfonds (EuVECA) und Europäische Fonds für soziales Unternehmertum (EuSEF) fällt in diesen Bereich.

Als Teil der Reaktion auf die Finanzkrise im Jahr 2008 wurde die Richtlinie über die Verwalter alternativer Investmentfonds eingeführt, um den Anlegerschutz in diesem Sektor zu verbessern und den Wettbewerb auf dem Markt zu fördern. Fondsverwalter, die in einem Mitgliedstaat gemäß dieser Richtlinie zugelassen sind, verfügen auf Grundlage eines sogenannten Passes über die Berechtigung, Fonds in der gesamten EU zu verwalten oder zu vertreiben. Dies gilt jedoch nur für Investmentfonds mit einem aggregierten Vermögenswert von über 500 Millionen EUR. Die Anlagemodelle der EuVECA und der EuSEF sollen eine Marktlücke schließen, indem sie Verwaltern kleinerer Fonds die Möglichkeit bieten, über einen Pass eine entsprechende Berechtigung zu erhalten, ohne alle Auflagen der Richtlinie über die Verwalter alternativer Investmentfonds erfüllen zu müssen.<sup>3</sup> EuVECA und EuSEF sind so aufgebaut, dass Unternehmen mit einem höheren Risiko häufig bereits in einer frühen Phase ihrer Entwicklung Kapital zur Verfügung gestellt werden kann, wenn sich der Zugang zu anderen Finanzierungsformen wie etwa Bankkrediten möglicherweise als schwierig erweist. Im Mittelpunkt der EuVECA stehen nicht börsennotierte KMU mit weniger als 250 Mitarbeitern, einem Jahresumsatz von nicht mehr als 50 Millionen EUR oder einer Jahresbilanzsumme von nicht mehr als 43 Millionen EUR, während über die EuSEF Unternehmen von ähnlicher Größe unterstützt werden sollen, mit dem spezifischen Ziel, positive soziale Wirkungen zu erzeugen. Mindestens 70 % der Finanzmittel müssen in solchen Vermögenswerten angelegt werden. Aufgrund einer Anforderung an die Anleger, mindestens 100 000 EUR zuzusagen, ist der Zugang zu diesen Fonds hauptsächlich professionellen Anlegern oder vermögenden Einzelpersonen vorbehalten, d. h. sollte sich jemand entschließen, 5 % seiner Vermögenswerte in diese Art von Fonds anzulegen, wäre ein Gesamtbetrag von 2 Millionen EUR an Anlagevermögen erforderlich.<sup>4</sup> Die Mitgliedstaaten können jedoch über die Regulierungsgebühren entscheiden, die für diese Fonds erhoben werden. Dies hat in der EU zu erheblichen Unterschieden in Bezug auf die Registrierung und den Vertrieb dieser Fonds geführt.

Obwohl die Anlagemodelle von EuVECA und EuSEF erst seit Mitte 2013 genutzt werden können, hat sich die Kommission aufgrund der geringen Inanspruchnahme dieser Konzepte für eine frühzeitige Überprüfung entschieden. Bisher bestehen im Rahmen von EuVECA 70 und im Rahmen von EuSEF vier Anlagemodelle.<sup>5</sup> Die Überarbeitung wurde im Arbeitsprogramm der Kommission 2016 als REFIT-Initiative angekündigt.

## **1.1 Der europäische Markt für privates Beteiligungskapital**

Der europäische Kapitalmarkt wird aufgrund der ähnlich großen Volkswirtschaft häufig mit dem der Vereinigten Staaten verglichen. In diesem Zusammenhang wird darauf hingewiesen, dass die USA über eine weitaus größere Bandbreite an Finanzierungsquellen verfügt, dass die Unternehmenskultur weniger risikoscheu ist, und dass mehr private Finanzmittel zur Verfügung stehen, um den viel größeren Kapitalmarkt zu stützen. In Europa stellen Bankkredite die bevorzugte Finanzierungsquelle von KMU dar, und unter den potenziellen Anlegern der breiten Öffentlichkeit besteht nur ein begrenztes Verlangen nach Eigenkapitalinvestitionen, da beispielsweise der Immobilienerwerb bevorzugt wird. In den USA ist außerdem mehr Kapital aus privaten Renten verfügbar, während die Pensionskassen in Europa tendenziell einen vorsichtigeren Ansatz verfolgen. Folglich spielen die öffentlichen Mittel beim Europäischen Risikokapital eine große Rolle. Einige Schätzungen zeigen, dass im Jahr 2014 mindestens ein Drittel der beschafften Mittel von

---

<sup>2</sup> Siehe [Lagebericht](#) zum Aktionsplan - SWD(2016) 147.

<sup>3</sup> Zu den weiteren Investitionsfonds der EU zählen Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren ([OGAW](#)), der für Kleinanleger bestimmt ist, der Europäische Langfristige Investmentfonds ([ELFIF](#)) und der Vorschlag zu Geldmarktfonds ([MMF](#)), zu dem noch eine Einigung erzielt werden muss.

<sup>4</sup> T. Aubrey, R. Thillaye und A. Reed, *Supporting Investors and Growth Firms: A Bottom-up Approach to a Capital Markets Union*, Policy Network, 2015.

<sup>5</sup> Daten der Kommission vom April wie in ihrer Folgenabschätzung enthalten – SWD(2016) 228.

Gebietskörperschaften stammte,<sup>6</sup> wobei der Europäische Investitionsfonds (EIF) einen wichtigen Beitrag leistete. Der Risikokapitalmarkt in der EU ist im Vergleich zu den USA verhältnismäßig bescheiden. Dort fallen die Anzahl der Risikokapitalfonds und die Beträge, die im Rahmen dieser Fonds verwaltet werden, weitaus höher aus. Invest Europe zufolge bestehen in Europa keine Fonds über mehr als 500 Millionen EUR<sup>7</sup> und laut der Europäischen Kommission liegt der durchschnittliche Risikokapitalfonds in der EU bei 50 Millionen EUR, während die amerikanischen Gegenstücke einen mehr als doppelt so großen Umfang haben.<sup>8</sup> Zudem kommen inländische Investitionen häufiger vor als grenzübergreifende Investitionen, denn unter Berücksichtigung des gesamten privaten Beteiligungskapitals wurden im Zeitraum von 2010 bis 2014 in Europa grenzübergreifende Investitionen im Wert von 51 Milliarden EUR und inländische Investitionen im Wert von 144 Milliarden EUR getätigt.<sup>9</sup> Der gleichen Quelle zufolge haben weitaus mehr europäische Anleger Investitionen außerhalb Europas getätigt als umgekehrt. Im Vergleich mit den USA bestehen auch noch andere Unterschiede. Im Jahr 2014 hatten fast 50 % der US-amerikanischen Risikokapitalanlagen die Computer- und Unterhaltungselektronikindustrie zum Ziel, während in Europa 31 % an die Biowissenschaften und nur 20 % an die Computer- und Unterhaltungselektronikindustrie gingen.<sup>10</sup>

Der Anlagenmarkt in der EU ist nicht gleichmäßig über die Mitgliedstaaten verteilt und in einigen Ländern deutlich stärker entwickelt als in anderen. Dies hat Auswirkungen auf das Potenzial für grenzübergreifende Investitionen. Der Europäischen Kommission zufolge sind 90 % aller EU-Risikokapitalanlagen in acht Mitgliedstaaten gebündelt, nämlich im Vereinigten Königreich, in Deutschland, Schweden, Dänemark, Finnland, den Niederlanden, Frankreich und Spanien.<sup>11</sup> Der Zugang zu den Daten für diesen Sektor gestaltet sich im Allgemeinen verhältnismäßig schwierig. Die Datenerhebung erfolgt vorwiegend durch Industrieverbände, was einen Vergleich manchmal erschwert. Bezogen auf das BIP ist der prozentuale Anteil an Risikokapitalanlagen in Israel (0,38 %) und den USA (0,28 %) am größten, während Schweden (0,07 %) und Finnland (0,06 %) in Europa in Bezug auf das BIP die höchste Investitionsquote aufweisen.<sup>12</sup> Die meisten Risikokapitalgesellschaften haben ihren Hauptsitz im Vereinigten Königreich, Deutschland oder Spanien, während im Vereinigten Königreich auch bei weitem die meisten Vermögenswerte verwaltet werden<sup>13</sup> Während in der Folgenabschätzung der Kommission ein Vergleich der EU mit den USA gezogen wird, enthält diese weder ausführliche mögliche Gründe für die unterschiedliche Entwicklung des Risikokapitals innerhalb der EU, noch wird erwähnt, wie spezifische einzelstaatliche Hindernisse beseitigt werden könnten.

Im Großen und Ganzen geht die OECD davon aus, dass 80 % aller Risikokapitalanlagen in den USA zu finden sind, aber auch in bestimmten Schwerpunktregionen. Tatsächlich haben Studien<sup>14</sup> gezeigt, dass sich das Risikokapital auf wenige Ballungsräume konzentriert, hauptsächlich um die San Francisco Bay Area, während London und Paris die wichtigsten Standorte in Europa darstellen.

Der Risikokapitalmarkt hatte sowohl in Europa als auch in den USA unter der Krise im Jahr 2008 zu leiden, erholte sich in den USA aber deutlich schneller. Einer der Hauptgründe für die Erholung des Marktes war die Verfügbarkeit von privaten Investitionen. Wie bereits erwähnt, sind private Investitionen in Europa verhältnismäßig selten, teilweise aufgrund der geringen Renditen und der mit dieser Art von Anlagen verbundenen hohen Risiken. Einer Veröffentlichung von Policy Network zufolge lag der fünfjährige interne Zinsfuß für Risikokapital im Zeitraum von 2004 bis 2013 in sieben von zehn Jahren im negativen Bereich.<sup>15</sup>

---

<sup>6</sup> Oxford Research and Centre for Strategy & Evaluation Services, „Assessing the Potential for EU Investment in Venture Capital and Other Risk Capital Fund of Funds“, ausgearbeitet für die Europäische Kommission, Oktober 2015.

<sup>7</sup> <http://startupeuropepartnership.eu/wp-content/uploads/2015/06/SEP-Policy-Report-SEP-INVESTORS-FORUM-CMU-WORKSHOP.pdf>.

<sup>8</sup> Folgenabschätzung für EuVECA und EuSEF, SWD(2016) 228, Anhang 17.

<sup>9</sup> Geographic investment flows 2010-2014, Invest Europe: <http://www.investeurope.eu/media/390314/briefing8.pdf>.

<sup>10</sup> [Entrepreneurship at a Glance](#), OECD, 2015.

<sup>11</sup> Folgenabschätzung für EuVECA und EuSEF, SWD(2016) 228.

<sup>12</sup> [Entrepreneurship at a Glance](#), OECD, 2015.

<sup>13</sup> Folgenabschätzung für EuVECA und EuSEF, SWD(2016) 228, Anhang 18.

<sup>14</sup> R. L. Florida, K. M. King, [Rise of the Global Startup City: The Geography of Venture Capital Investment in Cities and Metros across the Globe](#), Tech. Rep., Martin Prosperity Institute, 2016.

<sup>15</sup> T. Aubrey, R. Thillaye und A. Reed, *Supporting Investors and Growth Firms: A Bottom-up Approach to a Capital Markets Union*, Policy Network, 2015.

Dies hat in der Branche wiederum dazu geführt, dass an Unternehmen, die auf Finanzmittel zugreifen möchten, strengere Anforderungen gestellt wurden, die von weniger Unternehmen erfüllt werden konnten. Der Zugang zu alternativen Finanzmitteln wird auch dadurch beeinflusst, dass es den Anlegern an Finanzdaten der KMU fehlt, die normalerweise nur Banken zur Verfügung stehen.<sup>16</sup>

Durch den Vorschlag der Kommission in Bezug auf EuVECA und EuSEF soll eine vermehrte Inanspruchnahme der Fonds erreicht werden, indem diese mehr Fondsverwaltern und mehr Unternehmen, die nach Anlagemöglichkeiten suchen, zur Verfügung gestellt werden. Im Einzelnen werden mit dem Vorschlag folgende Ziele verfolgt:

- Ausweitung der beiden Modelle auf Verwalter größerer Anlagevermögen mit Zulassung gemäß der Richtlinie über die Verwalter alternativer Investmentfonds, indem Verwaltern mit verwalteten Vermögenswerten von mehr als 500 Millionen EUR die Verwaltung und der Vertrieb dieser beiden Modelle gestattet wird;
- bessere einheitliche Behandlung der Fonds in den Mitgliedstaaten, indem die Verordnung klarer gefasst, von den Mitgliedstaaten erhobene Gebühren ausdrücklich verboten und das Registrierungsverfahren vereinfacht wird;
- Erweiterung der Definition von „qualifizierten Portfoliounternehmen“ im Fall von EuVECA, sodass in Unternehmen mit bis zu 499 Mitarbeitern sowie in einige Unternehmen, die auf KMU-Wachstumsmärkten notieren, investiert werden kann, und damit Folgeinvestitionen ermöglicht werden, wenn qualifizierte Unternehmen in ihrem Entwicklungsstadium die nächste Phase erreichen;
- Erhaltung des derzeitigen Schwellenwerts für Anlagen in Höhe von mindestens 100 000 EUR.

Der neue Vorschlag umfasst weiterhin die vom Parlament vorgeschlagenen Zusätze zu den derzeitigen Rechtsvorschriften in Bezug auf die qualifizierten Anlagen und die Ausschlusskriterien hinsichtlich der qualifizierten Portfoliounternehmen. Durch die Ausweitung der Kriterien, nach denen sich KMU für Anlagen qualifizieren können, verändert sich jedoch möglicherweise die Basis der Beteiligungsnehmer in erheblichem Maße.

Die Abschnitte der beiden Verordnungen zum Thema Überprüfung sind relativ ausführlich und sehen für Juli 2017 eine Hauptüberprüfung vor, die nun auf 2016 vorverlegt wurde. Zudem war für Juli 2015 eine Überprüfung geplant, mit der festgestellt werden sollte, ob für Fonds, die außerhalb der EU eingerichtet wurden, die Bezeichnungen „EuVECA“ und „EuSEF“ verwendet werden dürfen. Diese Überprüfung ist nun aber erst für Ende des Jahres zu erwarten. Schließlich sollte die Kommission bis Juli 2017 eine Überprüfung in Bezug auf die Wechselwirkungen zwischen den beiden Verordnungen und sonstigen Bestimmungen für gemeinsame Anlagen vornehmen, insbesondere was die Bestimmungen der Richtlinie über die Verwalter alternativer Investmentfonds betrifft.<sup>17</sup>

Die in diesem Briefing enthaltenen Vorschläge wurden durch eine [Folgenabschätzung](#) sowie eine Überprüfung der Verordnungen begleitet, die der Folgenabschätzung als Anhang beigefügt war. Die Überprüfung und die Folgenabschätzung scheinen sich insgesamt hauptsächlich auf einige neuere Konsultationen zu stützen, insbesondere auf eine Konsultation, deren Schwerpunkt die Überprüfung von EuVECA und EuSEF war und zu der 46 Stellungnahmen eingegangen sind, sowie auf zwei Konsultationen, die allgemeiner angelegt waren und zu denen mehrere hundert Stellungnahmen eingegangen sind.<sup>18</sup> Für nähere Einzelheiten siehe Abschnitt 4 in diesem Briefing.

Die Stellungnahmen im Rahmen dieser Konsultationen stammten hauptsächlich von staatlichen Behörden, Industrieverbänden und Großunternehmen, darunter Banken. Potenzielle Beteiligungsnehmer waren jedoch anscheinend nicht beteiligt, und trotz der vergleichsweise geringen Anzahl an registrierten EuVECA- und

---

<sup>16</sup> Siehe European Union Committee, [Capital Markets Union: a welcome start](#), House of Lords, Vereinigtes Königreich, Mai 2015.

<sup>17</sup> Siehe Artikel 26 und 27 über die EuVECA und Artikel 27 und 28 über die EuSEF.

<sup>18</sup> Das Grünbuch zum [Aufbau einer Kapitalmarktunion](#) und der [EU-Rechtsrahmen für Finanzdienstleistungen](#).

EuSEF-Fonds erfolgte wohl zusammen mit den Verwaltern dieser Fonds keine spezifische Untersuchung, obwohl im Januar 2016 mit einigen von ihnen ein Workshop abgehalten wurde.<sup>19</sup> Die Konsultation zu diesen Anlagemodellen zeigte, dass sich etwa die Hälfte der Befragten nicht dazu in der Lage sah, viele der ausführlicheren Fragen in Bezug auf die Fondsverwaltung zu beantworten, beispielsweise Fragen über Registrierungsgebühren, den Verwaltern auferlegte Anforderungen in Bezug auf ein Mindesteigenkapital oder Darlehensbeschränkungen. Obwohl mit dieser Überprüfung nur die ursprünglichen Hindernisse untersucht werden sollen, wird die Glaubwürdigkeit der allgemeinen Schlussfolgerungen durch den Mangel an Rückmeldungen einiger Interessenträger, insbesondere auf der Abnehmerseite, beeinträchtigt. Folglich ergeben sich einige Zweifel in Bezug auf das Ausmaß, in dem durch diesen Vorschlag sämtliche potenziellen Probleme hinsichtlich der Inanspruchnahme der Fonds behoben werden.

Der Vorschlag folgt weitgehend dem Ergebnis der Konsultation, die zeigte, dass eine breite Unterstützung dafür besteht, Verwaltern mit einer Zulassung gemäß der Richtlinie über die Verwalter alternativer Investmentfonds den Vertrieb von EuVECA und EuSEF zu ermöglichen, sowie eine verhältnismäßig breite Unterstützung dafür, dass die Qualifikationskriterien in Bezug auf EuVECA angepasst werden sollten. Die Reaktionen hinsichtlich der Erhaltung des minimalen Schwellenwerts waren geteilt, wobei sich eine Mehrheit für eine Herabsetzung aussprach. Die uneinheitliche Umsetzung der Verordnung wird als entscheidendes Hindernis angesehen, da einige Mitgliedstaaten für die Registrierung und den Vermarktungsprozess dieser Fonds zusätzliche Kosten erheben.

*Spezifische Anforderungen der EU-Mitgliedstaaten, die über die Bestimmungen der EuVECA-Verordnung selbst hinausgehen, wie etwa Registrierungsgebühren und Anforderungen an die Verwalter, beeinträchtigen gegenwärtig den EU-Pass und folglich kann dieser seine Funktion nicht zufriedenstellend erfüllen.*

(Befragter der Konsultation durch die Kommission zum Thema EuVECA und EuSEF)

Klar ist jedoch, dass zumindest einige der Befragten nicht davon überzeugt sind, dass die vorgeschlagenen Maßnahmen künftig für wesentliche Veränderungen bei diesen beiden Modellen sorgen werden. Ein Hauptgrund ist die allgemeine Attraktivität dieser Modelle im Vergleich mit anderen auf dem Markt befindlichen Produkten. Einige der zugrunde liegenden Probleme, die von den Interessenträgern angesprochen wurden, sollten möglicherweise näher in Augenschein genommen werden. Dazu zählen die Tatsache, dass Verwalter mit einer Zulassung gemäß der Richtlinie über die Verwalter alternativer Investmentfonds bereits Anlagemöglichkeiten anbieten können, die den verfügbaren Möglichkeiten mit der Bezeichnung „EuVECA“ sehr ähnlich sind, dass die Positionierung der Fonds unklar ist und daraus ein Mangel an Vermarktung folgt sowie die Tatsache, dass Crowdfunding und/oder inländische steuerbegünstigte Anlagemodelle den Großteil des Marktes einnehmen.

*Einfach nur eine weitere Bezeichnung, das ist nicht der richtige Weg, um Risikokapitalanlagen und spezielle Unternehmensinitiativen zu fördern. Wichtiger sind der Inhalt eines Fonds, seine Entwicklungstendenzen, seine Wertentwicklung und eine gut bekannte Struktur, die eine Qualitätssicherung bietet.* (Befragter der Konsultation durch die Kommission zum Thema EuVECA und EuSEF)

Einige Interessenträger waren der Ansicht, dass EuSEF aufgrund der unterschiedlichen Ziele der Fonds getrennt von EuVECA überprüft werden sollten, obwohl die Verordnungen sehr ähnlich sind.

Mit der Überprüfung der Modelle durch die Kommission wurde eingeräumt, dass die langfristigen Auswirkungen anhand dieser Überprüfung aufgrund des Mangels an Daten und der Tatsache, dass die Verordnung erst für einen kurzen Zeitraum Gültigkeit hat, nicht beurteilt werden können. Da die Überprüfung jedoch im Rahmen von REFIT erfolgt, wären ein quantitativer Schwerpunkt sowie eine Kosten-Nutzen-Analyse durchaus hilfreich gewesen. Da mit dem Vorschlag der Bestand an förderfähigen Unternehmen

---

<sup>19</sup> Für die Tagesordnung des Workshops siehe Anhang 7 der Folgenabschätzung, in dem jedoch eine Liste der Eingeladenen fehlt.

erweitert und Verwaltern größerer Fonds eine Beteiligung ermöglicht wird, wäre eine ausführlichere Beurteilung der potenziellen Auswirkungen dieser Änderungen ebenfalls hilfreich gewesen. Dazu zählen auch die Fragen, ob durch eine Erweiterung der Beteiligungsnehmerbasis eine Umschichtung der Anlagen auf größere, besser etablierte Unternehmen erfolgen könnte, um die Risiken zu minimieren, und welche Auswirkungen eine andere Art Fondsverwalter auf die potenziellen Beteiligungsnehmer haben könnte.

## 1.2 Wie denken Kleinunternehmen darüber?

Die European Small Business Alliance begrüßte es, den Schwerpunkt auf alternative Finanzierungsmethoden zu legen, betonte aber auch, dass sich die meisten KMU nie für eine Finanzierung aus Risikokapital qualifizieren und als Hauptfinanzierungsquelle weiterhin auf die Fremdfinanzierung setzen werden. Die Organisation warnte auch vor einer Überregulierung neu aufgebauter Finanzierungsquellen wie etwa Crowdfunding.<sup>20</sup>

Im Vereinigten Königreich führte die Steuerbehörde einige [Untersuchungen](#) unter Kleinunternehmen und Anlegern zum Thema inländische Risikokapitalfonds durch, was die Venture Capital Trusts (Risikokapitalfonds) und das Enterprise Investment Scheme (Investitionssystem für Unternehmen) im Land betrifft.<sup>21</sup> Im Rahmen dieser Untersuchungen wurde die Ansicht vertreten, dass Größe und Sektor wichtige Faktoren darstellen, um die Finanzierungsbedürfnisse der Unternehmen zu verstehen. Sie zeigten, dass sich neuere Start-ups häufig um den Zugang zu „Business Angels“ bemühen, weil sie den persönlichen Kontakt und die schnelleren Entscheidungsfindungsprozesse den größeren Wertpapierfirmen vorziehen. Zudem bestand der Eindruck, dass für größere Investmentfonds restriktivere Anforderungen in Bezug darauf bestehen, in welche Unternehmen sie investieren würden. Für sie kommen eher Unternehmen in Frage, die bereits einen Gewinn erwirtschaften. Dadurch würden viele davon abgehalten, sich um eine Finanzierung durch größere Firmen zu bemühen. Unternehmen auf der Suche nach Finanzmitteln zeigen häufig großes Interesse an potenziellen Anlegern und möchten diese persönlich kennenlernen, um mehr über ihr bestehendes Anlagenportfolio, ihre Erfolgsbilanz und ihr Verständnis der branchenspezifischen Risiken zu erfahren. Dies bedeutet, dass einige Unternehmen lokalen Anlegern den Vorzug geben. Risikokapitalanlagen wurden allgemein als Finanzierungsquellen betrachtet, die neben anderen Finanzierungsmöglichkeiten zum Einsatz kommen sollten.

In Bezug auf den Zugang zu Finanzmitteln insgesamt zeigte die [Erhebung](#)<sup>22</sup> der Europäischen Zentralbank (EZB) unter KMU im Euro-Währungsgebiet, dass der Zugang zu Finanzmitteln für Unternehmen zu einem geringeren Problem geworden ist und dass deren primäre Sorge der Kundengewinnung gilt.<sup>23</sup> Zwischen den Mitgliedstaaten bestehen jedoch erhebliche Unterschiede, denn in Griechenland sehen noch 31 % der KMU den Zugang zu Finanzmitteln als entscheidenden Faktor an, während dies in Österreich und Deutschland nur bei 6 % der Fall ist. Bankkredite sind für KMU das wichtigste Produkt: 56 % der Befragten erachten diese als relevant für ihre Finanzierung,<sup>24</sup> 37 % empfinden Zuschüsse und Subventionen als wichtig, während 21 % angaben, eine Finanzierung von Freunden, Familie oder nahestehenden Unternehmen in Anspruch genommen zu haben oder dies in Erwägung zu ziehen. Etwa 9 % deuteten einen Bedarf für eine Kapitalbeteiligung an.

## 1.3 Standpunkte der Anleger

Im März 2015 veranstaltete die Organisation Startup Europe Partnership zusammen mit der Europäischen Kommission einen [Workshop](#) mit Anlegern, Finanzsachverständigen und Start-ups, um Hemmnisse für

---

<sup>20</sup> <http://www.esba-europe.org/esba-responds-to-the-capital-markets-union>.

<sup>21</sup> <https://www.gov.uk/hmrc-internal-manuals/venture-capital-schemes-manual>.

<sup>22</sup> Europäische Zentralbank, [Survey on the access to finance of enterprises in the euro area: October 2015 to March 2016](#), Juni 2016.

<sup>23</sup> 10 % gaben an, dass der Zugang zu Finanzmitteln entscheidend war, während 27 % die Kundengewinnung als ihre primäre Sorge einstufen.

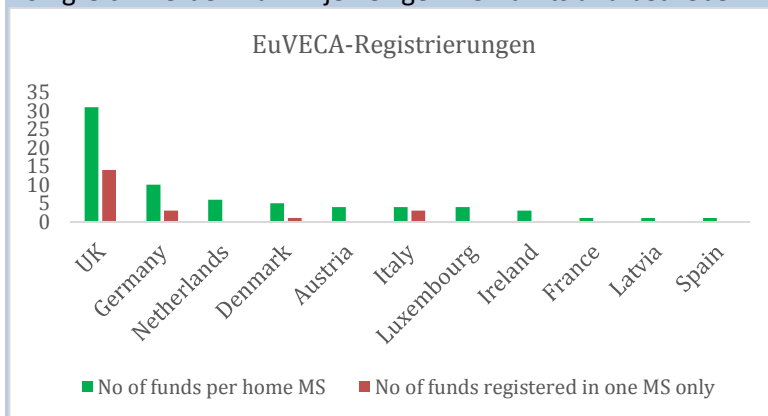
<sup>24</sup> Die genaue Frage lautete: Sind die folgenden Finanzierungsquellen für Ihr Unternehmen relevant, d. h. haben Sie in der Vergangenheit auf diese zurückgegriffen oder ziehen Sie in Erwägung, dies künftig zu tun? Falls ja, haben Sie in den vergangenen sechs Monaten derartige neue Finanzmittel erhalten?

Anlagen in Europa zu diskutieren. Die Teilnehmer vertraten die Auffassung, dass der europäische Risikokapitalmarkt verhältnismäßig klein ist, weil es diesem an Reife fehlt, er über unzureichende Mittel verfügt, um private Investitionen anzuziehen (nur eine Minderheit lag bei über 100 Millionen EUR), und weil ein Mangel an Start-ups besteht. Zudem sind in Europa für Anlagen mehr regulatorische Hindernisse vorhanden als in den USA, und Europa wird von den europäischen Anlegern noch nicht als Binnenmarkt wahrgenommen. In Bezug auf EuVECA wurde die Ansicht vertreten, dass der Umfang der Fonds erweitert und die Anlagebeschränkungen verringert werden sollten, während außerdem eine einheitliche Umsetzung der Verordnung gefordert wurde. Einige waren jedoch der Ansicht, dass EuVECA und EuSEF einfach nur zur Komplexität und Fragmentierung des Marktes beitragen. Viele Teilnehmer waren der Auffassung, es sei vielleicht zu früh, um die geringe Inanspruchnahme der Fonds zu beurteilen. Der Grund hierfür ist, dass sich viele Fonds in einem relativ frühen Entwicklungsstadium befinden und einfach noch kein grenzübergreifender Vertrieb vorgesehen ist.

Einige erachteten die grenzübergreifende Finanzierung auch nicht als einen zentralen Aspekt.<sup>25</sup> In einer von der Kommission geförderten [Untersuchung](#) gaben Interessenträger an, dass einige Anleger vorzugsweise in ihnen nahestehende Unternehmen investierten, weil ihre Förderung häufig neben der finanziellen Unterstützung auch strategische Unterstützung und den Zugang zu Netzwerken umfasst.

### Eine nähere Betrachtung von EuVECA und EuSEF

**EuVECA** – Obwohl die Anzahl der registrierten Fonds im Vergleich zu anderen EU-Fonds verhältnismäßig gering ausfällt, ist mit 25 registrierten Fonds im März 2015<sup>26</sup> und 70 registrierten Fonds im April 2016<sup>27</sup> ein stetiger Anstieg zu verzeichnen. Insgesamt wurden in 11 von 28 Mitgliedstaaten Fonds mit der Bezeichnung „EuVECA“ registriert. Die meisten Fonds befinden sich im Vereinigten Königreich, nämlich über 40 % aller registrierten Fonds. Etwa ein Drittel aller Fonds und ungefähr die Hälfte der Fonds im Vereinigten Königreich werden nur im jeweiligen Herkunftsland betrieben.



Von der ESMA registrierte EuVECA per April 2016. Quelle: Europäische Kommission.

**EuSEF** – Vier Fonds wurden bisher registriert, allesamt im Jahr 2014. Davon ist einer, mit Frankreich als Herkunftsland, in verschiedenen Mitgliedstaaten der EU verfügbar, während zwei sowohl in Deutschland als auch in Österreich zur Verfügung stehen. Der vierte Fonds ist nur in Deutschland verfügbar.

## 2. Berichte, Evaluierungen und Studien auf EU-Ebene

### [Die Überprüfung der Anlagemodelle durch die Kommission](#) (EuVECA und EuSEF)

Die Überprüfung befindet sich im Anhang der Folgenabschätzung zum Vorschlag. Aus dieser geht nicht ganz eindeutig hervor, wann genau die Überprüfung durchgeführt wurde, aber die im Bericht enthaltenen Daten stammen aus dem Frühjahr 2016. Die Überprüfung beruht auf Aktenprüfungen durch die Kommission und

<sup>25</sup> Oxford Research and Centre for Strategy & Evaluation Services, „Assessing the Potential for EU Investment in Venture Capital and Other Risk Capital Fund of Funds“, ausgearbeitet für die Europäische Kommission, Oktober 2015.

<sup>26</sup> <http://startupeuropartnership.eu/wp-content/uploads/2015/06/SEP-Policy-Report-SEP-INVESTORS-FORUM-CMU-WORKSHOP.pdf>.

<sup>27</sup> SWD(2016) 228.

Konsultationen der Interessenträger, insbesondere der Konsultation über EuVECA und EuSEF. Da die Überprüfung im Rahmen von REFIT erfolgte, lag ihr Schwerpunkt auf der Frage, ob die Rechtsvorschriften effizient, wirksam, kohärent und relevant sind und einen Mehrwert für die EU darstellen. In den Arbeitsunterlagen wird auf die Schwierigkeiten hingewiesen, Daten zu den einzelnen Fonds zu erheben und den Wert der Fonds oder deren Auswirkungen auf die KMU zu beurteilen. Zudem wird darauf verwiesen, dass das Risikokapital im Vergleich zu den USA noch relativ schwach entwickelt ist. Es erfolgt die Schlussfolgerung, dass die vielversprechende Inanspruchnahme von EuVECA verbessert werden könnte, während die Inanspruchnahme von EuSEF nicht den Erwartungen entspricht, weil nur vier Fonds mit dieser Bezeichnung betrieben werden. Da der grenzübergreifende Fondsmarkt verhältnismäßig klein ist, wird im Rahmen der Überprüfung darauf hingewiesen, dass die Tatsache, dass über 70 % der EuVECA- und der EuSEF-Fonds in mehreren EU-Mitgliedstaaten vertrieben werden, durchaus vielversprechend ist. Die Rückmeldungen zeigen jedoch, dass die Vertriebs- und Registrierungsverfahren in den Mitgliedstaaten sehr unterschiedlich ausfallen können, was die Wirksamkeit der Anlagemodelle beeinträchtigt. Im Rahmen der Überprüfung wird auf mehrere Verbesserungsmöglichkeiten verwiesen, denen die Stellungnahmen aus der Konsultation zugrunde liegen, wie etwa Fondsverwaltern, die für die Verwaltung von größeren Fonds zugelassen sind, auch den Zugang zu EuVECA und EuSEF zu ermöglichen.

**„Assessing the Potential for EU Investment in Venture Capital and Other Risk Capital Fund of Funds“  
(Untersuchung des Potenzials von EU-Anlagen in Risikokapital und sonstige Dachfonds für Risikokapital),  
ausgearbeitet für die Europäische Kommission, Oktober 2015**

Mit diesem Bericht sollte untersucht werden, ob zusätzliche Maßnahmen der EU am europäischen Risikokapitalmarkt erforderlich sind, um den Sektor zu stärken. Insbesondere wurde der Umfang für die Einrichtung eines europaweiten Risikokapital-Dachfonds geprüft und Daten sowie Standpunkte der Interessenträger genutzt, um verschiedene politische Optionen abzuwägen. Der Bericht beruht auf einer Aufarbeitung der Fachliteratur, einer Analyse der branchenbezogenen Daten, einer Bestandsaufnahme der gegenwärtigen Dachfondsprogramme und etwa 100 Gesprächen mit Interessenträgern wie beispielsweise Anlegern, Risikokapitalverwaltern und Verbänden. Der Bericht bietet einen Überblick über den derzeitigen europäischen Risikokapitalmarkt. Darin wird darauf hingewiesen, dass sich die Risikokapitalmärkte in den einzelnen Mitgliedstaaten erheblich voneinander unterscheiden, dass die Risikokapitalfonds deutlich kleiner sind als in den USA und dass infolge der historisch unzureichenden Wertentwicklung der Fonds in Europa ein Mangel an privaten Anlegern besteht. Ebenso wird darauf verwiesen, dass der europäische Markt daher in hohem Maße von staatlichen Investitionen abhängig ist. Mit dem Bericht werden verschiedene Möglichkeiten untersucht, wie etwa die Erhaltung des Status Quo oder die Förderung bestehender Finanzinstrumente, bevor weitere Details zum Umfang eines europaweiten öffentlich-privaten Grundsteins und zum Risikokapital-Dachfonds festgelegt werden. Die im Rahmen des Berichts ergangenen Empfehlungen beziehen sich auf die Frage, wie die Dachfonds am besten konzipiert und wie sie verwaltet werden können, sowie auf bewährte Verfahren hinsichtlich der Führung und Überwachung der Dachfonds.

**Policy Lessons from Financing Young Innovative Firms (Politische Erkenntnisse aus der Finanzierung  
junger innovativer Unternehmen), OECD, Juni 2015**

In diesem Bericht wird erörtert, wie die Unterstützung für Start-ups verbessert werden könnte, wobei politische Erkenntnisse aus allen OECD-Staaten geprüft wurden. Der Bericht stützt sich auch auf die Antworten auf einen Fragebogen, der den OECD-Staaten übermittelt wurde, sowie auf Workshops in Norwegen, der Schweiz, den Niederlanden und Schweden. Im Bericht werden verschiedene politische Maßnahmen untersucht und es wird darauf hingewiesen, dass diesbezüglich bei den Mitgliedern der OECD erhebliche Unterschiede bestehen. Angemerkt wird in dem Bericht auch, dass sich die Förderung neuer Unternehmen häufig mehr auf die Erreichung sekundärer Ziele wie das erhöhte Wachstum und die Schaffung von Arbeitsplätzen bezieht. Dies bedeutet, dass mehr unternommen werden sollte, um zu beurteilen, ob diese langfristigen Auswirkungen tatsächlich erreicht werden. Der Schwerpunkt politischer Maßnahmen liegt häufig auf der Angebotsseite (d. h. Zuschüsse, Darlehen, Steueranreize), obwohl viele Herausforderungen auf der Abnehmerseite zu finden sind (d. h. das Fachwissen und die sozialen Netzwerke der Unternehmer selbst), auch wenn bereits einige politische Maßnahmen für die Abnehmerseite bestehen, wie etwa Gründerzentren oder Netzwerke der „Business Angels“. Um die Auswirkungen der angebotsseitigen



Förderung zu verstehen, sind weitere Untersuchungen erforderlich, insbesondere um herauszufinden, ob dadurch private Investitionen vom Markt verdrängt werden. Auch andere Bereiche mit potenziellem Einfluss auf den Erfolg der neuen Unternehmer wurden in dem Bericht ermittelt, wie etwa regulatorische und administrative Hindernisse. Daher ergeht die Empfehlung, harmonisierte länderübergreifende Indikatoren zu schaffen, damit die politischen Maßnahmen verglichen und diejenigen Maßnahmen ermittelt werden können, die greifen.

### 3. Standpunkt des Europäischen Parlaments

#### 3.1. Entschlüsse des Europäischen Parlaments

In der [Entschließung](#) des Europäischen Parlaments vom 9. Juli 2015 zu der Schaffung einer Kapitalmarktunion wird darauf hingewiesen, dass das Ausmaß der finanziellen Integration seit der Krise im Jahr 2008 zurückgegangen ist und die Anleger sich auf die Märkte ihrer Heimatländer zurückziehen, und dass abseits der Bankkredite insbesondere für Kleinunternehmen nur begrenzte Möglichkeiten bestehen, sich Finanzmittel zu sichern. Darin wird betont, dass ein positives Investitionsumfeld geschaffen werden muss, das den kulturellen Unterschieden unter den Mitgliedstaaten gerecht wird, sowie eine wirkliche europäische Kapitalmarktunion. Mit der Entschließung wird darauf hingewiesen, dass der Mangel an Finanzmitteln für KMU ein ernsthaftes Hindernis für das Wachstum in der EU darstellt und dass neben der Beseitigung der Hemmnisse für die grenzübergreifende Finanzierung alternative Ansätze für Anlagen erforderlich sind. Betont wird auch, dass sich die Kapitalmarktunion auf die Endnutzer, d. h. die Unternehmen und die Anleger, konzentrieren und sichergestellt werden muss, dass ihnen vielfältigere und zugängliche Anlagemöglichkeiten zur Verfügung stehen. Die Kommission wird in diesem Zusammenhang daran erinnert, dass privates Beteiligungskapital und Risikokapital wichtige alternative Finanzierungsquellen für Start-ups darstellen. An die Kommission ergeht zudem die Aufforderung, auf den bestehenden Erfahrungen mit EuVECA und EuSEF aufzubauen, um weitere Finanzierungsinstrumente zu erarbeiten, und auf freiwilliger Basis eine Datenbank mit Informationen der KMU einzurichten, um der aktuellen Informationslücke zu begegnen, der die Anleger derzeit gegenüberstehen.

Im Zuge der [Nachbereitung](#) dieser Entschließung wies die Kommission darauf hin, dass sie über die Empfehlungen beraten und das Europäische Parlament darüber unterrichten wird, wie diese Empfehlungen in ihrem [Aktionsplan zur Schaffung einer Kapitalmarktunion](#) Berücksichtigung finden.

Die Rechtsvorschriften zu EuVECA wurden im Jahr 2013 im Plenum [angenommen](#)<sup>28</sup>. Die Änderungsanträge des Parlaments umfassten Klarstellungen sowie Ergänzungen im Bereich der Qualifizierung von Risikokapitalfonds, die besagen, dass qualifizierte Anlagen 70 % des aggregierten Fondskapitals ausmachen sollten. Es wurden Ergänzungen vorgenommen, um zu definieren, was eine qualifizierte Anlage ausmacht, d. h. besicherte oder nicht besicherte Darlehen sowie Eigenkapital und Quasi-Eigenkapital. In Bezug auf qualifizierte Portfoliounternehmen wurden neben den Einschränkungen zur Ermittlung förderfähiger KMU spezifische Ausschlusskriterien ergänzt, wie etwa von Banken, Wertpapierfirmen, Versicherungsunternehmen und Beteiligungsgesellschaften. Diese müssen sich in einem Mitgliedstaat oder in einem Drittland befinden, das in Bezug auf finanzielle Unregelmäßigkeiten nicht als unkooperativ aufgeführt ist. Es wurde ein ausführlicher Evaluierungsplan hinzugefügt, einschließlich einer erweiterten Inanspruchnahme, geografischer und sektorbezogener Verteilung, der Verwendung verschiedener qualifizierter Anlagen und dem Potenzial, den Anlagenschwellenwert herabzusetzen, sowie Fonds in Drittländern die Verwendung der Finanzmittel zu ermöglichen.

In Bezug auf die EuSEF-Verordnung, die zur gleichen Zeit verabschiedet wurde, erfolgten auch Änderungen hinsichtlich der qualifizierten Anlagen, wobei deren Definition um Quasi-Eigenkapitalinstrumente erweitert wurde, während die Definition der qualifizierten Portfolioanlagen Unternehmen umfasste, die nicht auf

---

<sup>28</sup> Da eine Einigung zwischen dem Parlament und dem Rat erzielt wurde, steht der Standpunkt des Parlaments im Einklang mit dem endgültigen Rechtsakt, Verordnung (EU) Nr. 345/2013.

einem geregelten Markt oder als multilaterales Handelssystem Handel betreiben.<sup>29</sup> Diese sollten sich in einem Mitgliedstaat oder in einem Drittland befinden, das in Bezug auf finanzielle Unregelmäßigkeiten nicht als unkooperativ aufgeführt ist.

Obwohl die endgültigen Rechtsvorschriften, die im Jahr 2013 verabschiedet wurden, entsprechend dem ursprünglichen Vorschlag der Kommission einen minimalen Anlagenschwellenwert von 100 000 EUR vorschreiben, sei angemerkt, dass im [Bericht](#) des Ausschusses für Wirtschaft und Währung, der dem Plenum im Juni 2012 vorgelegt wurde, stattdessen ein minimaler Anlagenschwellenwert von 50 000 EUR vorgeschlagen worden war.

### 3.2. Anfragen der Mitglieder

#### [Schriftliche Anfrage von Cláudia Monteiro de Aguiar, \(PPE, Portugal\), 27. Mai 2016](#)

Frau Monteiro de Aguiar brachte ihre Bedenken über den Mangel an Finanzmitteln für KMU und insbesondere den Mangel an alternativen Anlagemöglichkeiten sowie über die Hindernisse für das Wachstum, die Start-ups folglich erdulden müssen, zum Ausdruck. Da ein neuer Ansatz erforderlich sei, um diese Art von Unternehmen zu unterstützen, fragte sie an, welche Maßnahmen die Kommission getroffen habe, um die Finanzierung von Start-ups zu verbessern.

#### [Von Elżbieta Bieńkowska im Namen der Kommission gegebene Antwort, 28. Juli 2016](#)

Die Kommissarin wies darauf hin, dass verschiedene Maßnahmen ergriffen worden waren, um KMU zu unterstützen, wie etwa das Programm für die Wettbewerbsfähigkeit von Unternehmen und für kleine und mittlere Unternehmen, über das bis 2020 etwa 25 Milliarden EUR an Finanzmitteln für mindestens 300 000 KMU bereitgestellt werden sollen. Eine weitere Förderung erfolgt über Maßnahmen im Rahmen des Europäischen Fonds für strategische Investitionen und einen spezifisch für KMU vorgesehenen Fonds als Bestandteil von [Horizont 2020](#), dem Rahmenprogramm der EU für Forschung und Innovation. Für KMU sind zudem Netzwerke vorhanden, um diese zu sensibilisieren und für Finanzierungsquellen zu werben. Zudem wurde im [März 2016](#) eine Konsultation zum Thema eingeleitet, wie Start-ups am besten gefördert werden können.

#### [Schriftliche Anfrage von Hugues Bayet, \(S&D, Belgien\), 20. Mai 2015](#)

Herr Bayet lenkte die Aufmerksamkeit auf die Leistungskennzahlen des Innovationsanzeigers der Kommission für das Jahr 2015 und wies darauf hin, dass die Anzahl der innovativen Unternehmen zurückgegangen sei ebenso wie die Risikokapitalanlagen. Er ersuchte die Kommission um eine Stellungnahme zu der gegenwärtigen Situation für innovative Kleinunternehmen und fragte, was die Kommission unternehmen werde, um die Innovation zu fördern und Investitionen des Privatsektors in der EU zu erleichtern.

#### [Von Elżbieta Bieńkowska im Namen der Kommission gegebene Antwort, 5. August 2015](#)

Die Kommissarin erwiderte in ihrer Erklärung, dass der Hauptgrund für die Stagnation bei den innovativen Unternehmen die zurückgegangenen privaten Investitionen sind, dass weitere Anstrengungen erforderlich sind und dass die Kommission verschiedene politische Maßnahmen ergriffen hat. Der Europäische Fonds für strategische Investitionen werde zu den Investitionen beitragen, ebenso wie die Programme Horizont 2020 und COSME. Auch der digitale Binnenmarkt werde die Wettbewerbsfähigkeit der EU stärken.

## 4. Konsultationen der Interessenträger und Erhebungen

Zwischen September 2015 und Januar 2016 wurde eine [Konsultation](#) zur Überprüfung von EuVECA und EuSEF durchgeführt.<sup>30</sup> Insgesamt gingen 46 Stellungnahmen ein, von denen 43 veröffentlicht werden durften. Es folgt eine Zusammenfassung auf Grundlage dieser 43 Stellungnahmen.<sup>31</sup> Die Konsultation beruhte hauptsächlich auf geschlossenen Fragen, die die Befragten mit ja oder nein beantworten mussten. Die

<sup>29</sup> Ein multilaterales Handelssystem (MTF) ist „ein von einer Wertpapierfirma oder einem Marktbetreiber betriebenes multilaterales System, das die Interessen einer Vielzahl Dritter am Kauf und Verkauf von Finanzinstrumenten [...] in einer Weise zusammenführt, die zu einem Vertrag gemäß den Bestimmungen des Titels II führt“, Richtlinie 2004/39, Artikel 4 Absatz 1 Ziffern 14 und 15.

<sup>30</sup> Eine Zusammenfassung der Stellungnahmen ist in Anhang 7 der Folgenabschätzung zu finden.

<sup>31</sup> Die Autorin hat die Antworten überprüft und einige neu klassifiziert, daher können unter Umständen Abweichungen im Vergleich zu anderen Quellen bestehen.

eingegangenen Stellungnahmen stammen hauptsächlich von Industrieverbänden (16) und staatlichen Behörden (13). Sechs Stellungnahmen stammen von Unternehmen, aber es scheinen sich keine Kleinunternehmen beteiligt zu haben. Elf Befragte kommen aus dem Vereinigten Königreich, während acht aus Belgien stammen (im Allgemeinen EU-weite Interessengruppen), vier aus Frankreich und drei aus den Niederlanden. Die Zusammensetzung der Befragten schlug sich in den Antworten in dem Sinne nieder, dass die meisten zwar eine Meinung zu den allgemeineren Fragen rund um die Anlagemodelle hatten, etwa die Hälfte der Befragten sich aber außerstande sah, spezifischere Fragen rund um die Besonderheiten der Fondsverwaltung zu beantworten. Im Allgemeinen wurden von den Befragten mehr Fragen über EuVECA als in Bezug auf EuSEF beantwortet.

Die meisten Befragten stimmten der Aussage zu, dass Verwalter mit einer Zulassung gemäß der Richtlinie über die Verwalter alternativer Investmentfonds die Möglichkeit haben sollten, ihren Kunden EuVECA (34 von 43) und EuSEF (28 von 43) anzubieten. Tatsächlich sprach sich nur ein Befragter dagegen aus. Fast die Hälfte der Befragten<sup>32</sup> befürwortete eine Änderung des minimalen Anlagenschwellenwerts von 100 000 EUR, während die meisten anderen dazu keine Meinung hatten beziehungsweise diese Frage nicht beantworteten. In Bezug auf alternative Lösungen gingen die Meinungen auseinander, wobei einige für eine Vermögensprüfung plädierten und andere einen maximalen Anlagenschwellenwert vorschlugen. Die Befragten, die eine Herabsetzung des Schwellenwerts befürworteten, waren der Auffassung, dass dies den Anlegern die Risikoverteilung erleichtern würde, weil sie ihre Anlegerbasis erweitern und leichter soziale Investitionen anziehen könnten. Die Befürworter des Status Quo vertraten die Auffassung, dass eine Herabsetzung des Schwellenwerts zusätzlichen Verbraucherschutz bedeuten würde und dass eine Regulierung erforderlich wäre, während andere der Ansicht waren, dass sich der Schwellenwert vor allem an denjenigen orientiere, die das Modell mit großer Wahrscheinlichkeit nutzen würden, also die professionellen Anleger. Bei dieser Frage zeigten sich unter den staatlichen Behörden, die sich an der Konsultation beteiligt hatten, einige klare Unterschiede.

Die Konsultation umfasste auch einige eher technische Fragen über die Anlagemodelle. Auf diese Fragen lieferte die Mehrheit der Befragten keine Antwort oder wusste beispielsweise nicht, ob die Anforderungen oder Kosten angemessen waren, ob die Anforderungen an die Fondsverwalter, über einen Minimalwert an Eigenmitteln zu verfügen, im Verhältnis zum Nutzen der Fonds stand oder ob Verwalter aus Drittländern die Möglichkeit haben sollten, die Fonds zu nutzen. In Bezug auf die Frage, ob die Qualifizierungskriterien für EuVECA angemessen sind, war die Mehrheit der Befragten, die auf diese Frage eine Antwort geliefert hatten,<sup>33</sup> der Ansicht, dass dies nicht der Fall ist und sprach sich für eine Änderung der Grenzwerte aus. Einige vertraten die Auffassung, dass die derzeitigen Einschränkungen den Fondsverwaltern keine ausreichende Flexibilität in ihren Anlageentscheidungen ermöglichen und dass die Tatsache, dass in einigen Sektoren bereits von Beginn an eine relativ große Anzahl an Beschäftigten vorhanden sein könnte, bei den Kriterien keine angemessene Berücksichtigung fand.

Die Frage in Bezug auf die wichtigsten Hindernisse für EuVECA wurde etwa von der Hälfte der Befragten beantwortet, wobei die meisten die Auffassung vertraten, dass die Unterschiede zwischen den Mitgliedstaaten hinsichtlich der Gebühren und der Verwaltungslast das entscheidende Hindernis darstellen. Was EuSEF betrifft, wurden diese Punkte neben der mangelnden Vermarktung des Modells und den Schwierigkeiten, die Voraussetzung in Bezug auf die sozialen Auswirkungen tatsächlich zur Anwendung zu bringen, ebenfalls hervorgehoben. Viele waren auch der Ansicht, dass die Verwaltungslast unbedingt niedrig gehalten werden muss und ein ganzheitlicher Ansatz für alle EU-Modelle erforderlich ist, damit die Verbesserungen eines Modells nicht zur verminderten Wettbewerbsfähigkeit eines anderen Modells führen. Direkt darauf angesprochen zeigten sich einige der Befragten der Verwendung von Steueranreizen gegenüber aufgeschlossen.

Die [Konsultation](#) zum Aufbau einer Kapitalmarktunion, zu der 422 Stellungnahmen eingingen, lief von Februar bis Mai 2015. Fast 90 % davon (375) stimmten einer Veröffentlichung ihrer Stellungnahme zu. Mit der Konsultation wurde untersucht, wie der Zugang zu Finanzmitteln verbessert und diversifiziert werden

---

<sup>32</sup> 20 Befragte stimmten dem zu, zehn sprachen sich in Bezug auf EuVECA dagegen aus, während 18 in Bezug auf EuSEF dafür stimmten und vier dagegen.

<sup>33</sup> Etwa sechs von zehn Befragten der Konsultation beantworteten diese Frage.

kann, während gleichzeitig für einen wirksameren Kapitalbinnenmarkt gesorgt wird. Die Fragen waren sowohl allgemein als auch spezifisch auf Finanzierungsmodelle ausgerichtet. Zwei der Fragen bezogen sich speziell auf die EuVECA- und EuSEF-Verordnungen. Dabei ging es darum, ob Verwalter größerer Fonds Zugang zu diesen Fonds haben sollten und welche sonstigen Anpassungen vorgenommen werden könnten. Insgesamt antworteten 68 von den 375 Befragten auf die erste Frage, wobei sich die meisten von ihnen für eine Anpassung der Verordnungen aussprachen. Zusätzlich zu den Anpassungen in Bezug auf die Fondsverwalter wurden auch einige weitere Vorschläge eingebracht, wie etwa die Herabsetzung des minimalen Schwellenwerts für Anlagen oder die Einführung von Steueranreizen. Diejenigen Befragten, die keine Veränderungen sehen wollten, argumentierten vor allem damit, dass die Rechtsvorschriften erst seit kurzem bestehen und dass, bevor Anpassungen vorgenommen werden, mehr Zeit und weitere Untersuchungen erforderlich sind, um das Verständnis für die mangelnde Inanspruchnahme zu verbessern. Einige der Befragten vertraten auch die Auffassung, dass andere Faktoren die Anleger davon abhalten, die Fonds zu nutzen, insbesondere andere grenzübergreifende Fonds, die bereits von Verwaltern großer Fonds angeboten werden, und eine Schwerpunktsetzung auf den Inlandsmarkt durch Verwalter kleinerer Fonds, für die daher kein Bedarf für EuVECA oder EuSEF besteht.

[http://ec.europa.eu/finance/consultations/2015/financial-regulatory-framework-review/index\\_de.htm](http://ec.europa.eu/finance/consultations/2015/financial-regulatory-framework-review/index_de.htm) Die [Sondierung: EU-Rechtsrahmen für Finanzdienstleistungen](#) wurde im September 2015 eingeleitet. Insgesamt gingen 288 Stellungnahmen ein, wobei 240 Befragte der Veröffentlichung ihrer Antworten zustimmten. Die meisten Befragten waren Unternehmen (216), aber auch 24 staatliche Behörden beteiligten sich an der Konsultation. Die Befragten konnten auswählen, zu welchen Anlagemodellen sie eine Stellungnahme abgeben wollten, und einige lieferten Nachweise und Stellungnahmen zu EuVECA und EuSEF. Im Allgemeinen deckten sich die Ansichten der Interessenträger mit den Stellungnahmen zu den beiden oben zusammengefassten Konsultationen.

Dabei sei angemerkt, dass die gleichen Interessenträger häufig Nachweise im Rahmen aller drei Konsultationen einreichten.

[AFME growth initiatives 2015 – Bridging the growth gap \(AFME-Wachstumsinitiativen 2015 – Überbrückung der Wachstumslücke\)](#)

Als Interessenvertreter der europäischen Finanzmärkte für Großkunden führte die AFME im Herbst 2014 eine Reihe an Gesprächen mit Wertpapierfirmen und Industrieverbänden, um einen Vergleich zwischen den Kapitalmärkten Europas und der USA zu ziehen. Die Befragten waren der Ansicht, dass der Umfang an verfügbaren Finanzmitteln nicht das zentrale Hindernis darstellt. In der Studie wurde darauf hingewiesen, dass in der Unternehmenskultur der Vereinigten Staaten eine höhere Risikobereitschaft besteht und vielfältigere Finanzierungsquellen zur Verfügung stehen. Der Studie zufolge sind sich viele KMU auch nicht der alternativen Finanzierungsquellen bewusst und bevorzugen im Allgemeinen Bankkredite. Zu einigen der entscheidenden Hindernisse für Investitionen in Europa zählen der fragmentierte Markt mit einzelstaatlichen Unterschieden in Bezug auf die Anwendung der Bestimmungen und/oder Steuern und sonstiger Anreize, sprachliche Unterschiede und Schwierigkeiten bei der Suche nach zuverlässigen Informationen, um grenzübergreifende Anlagerisiken zu vergleichen. Potenzielle Lösungen sind unter anderem die Bereitstellung einheitlicher und zugänglicher Informationen für KMU über alternative Anlagemöglichkeiten, verstärkte Anreize für KMU, alternative Anlagemöglichkeiten zu nutzen, und die Einführung von Steuervergünstigungen für eine Fremdfinanzierung im Vergleich zur Eigenkapitalfinanzierung.

Im [Online-Dokumentenarchiv](#) des Europäischen Parlaments (URBIS) sind weitere Positionspapiere zum Thema Risikokapital zu finden, von Interessenträgern wie dem britischen Oberhaus und den Industrie- und Handelskammern des Vereinigten Königreichs und Deutschlands.

## 5. Europäische Zentralbank

Die Europäische Zentralbank (EZB) veröffentlichte ihre [Stellungnahme](#) zu den vorgeschlagenen Rechtsvorschriften am 12. September 2016. Die EZB stimmte der Initiative weitgehend zu, schlug aber einige Änderungen in Bezug auf das Fondsregistrierungsverfahren vor. Insbesondere befürwortete die EZB die Verwendung standardisierter statistischer Informationen was Einrichtungen, Produkte und Transaktionen betrifft und schlug vor, dass die Rechtsträgerkennung (LEI) eine verbindliche Voraussetzung darstellen sollte,

um den Interessenträgern als Unterstützung bei der eindeutigen Identifizierung der Fonds und ihrer zugelassenen Verwalter zu dienen, und dass die internationale Wertpapier-Identifikationsnummer (ISIN) verwendet werden sollte, um die Fondsanteile zu identifizieren. Außerdem schlug die EZB vor, dass im Einklang mit dem Vorschlag, Fonds bei der Europäischen Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (ESMA) registrieren zu lassen, eine Anforderung mit aufgenommen werden sollte, der ESMA für die von ihr verwaltete Datenbank auch LEI und ISIN zur Verfügung zu stellen.

## 6. Europäischer Wirtschafts- und Sozialausschuss

Im Januar 2014 nahm der **Europäische Wirtschafts- und Sozialausschuss** (EWSA) seine Arbeit am Projekt mit dem Titel „[Social Entrepreneurship, Make it Happen](#)“ (Soziales Unternehmertum: Gehen wir es an) auf, um ein System aufzubauen und zu fördern, in dem Sozialunternehmen gedeihen können. Seither wurden verschiedene Veranstaltungen organisiert und vom EWSA mehrere Stellungnahmen zu diesem Thema verabschiedet.

In einer Stellungnahme vom September 2015 zum [Finanzökosystem/Sozialunternehmen](#) legte der EWSA verschiedene Vorschläge zur Stärkung und zur Weiterentwicklung von Sozialunternehmen vor. Der EWSA vertrat die Auffassung, dass einzelstaatliche Aktionspläne mit umfassender Beteiligung von Interessenträgern aus der Zivilgesellschaft den Schlüssel zum Fortschritt darstellen, und dass die Mitgliedstaaten als Mitanleger fungieren und Steueranreize in Erwägung ziehen sollten, um Anleger anzuziehen. In einer [Stellungnahme](#) vom September 2014 zu Anlagen mit sozialen Auswirkungen begrüßte der EWSA Maßnahmen in diesem Bereich, fügte aber gleichzeitig hinzu, dass diese nicht als Ersatz für die staatliche Finanzierung im sozialen Sektor dienen sollten. In Bezug auf Anlagen mit sozialen Auswirkungen sprach sich der EWSA für hybride Finanzierungslösungen aus und wies darauf hin, dass die spezifischen Merkmale der Sozialunternehmen bei der Erarbeitung neuer Anlagenwerkzeuge berücksichtigt werden sollten. Ebenso wichtig ist demzufolge ein schwerpunktmäßiger Kapazitätsaufbau, insbesondere in den Mitgliedstaaten, in denen keine ausgeprägte Sozialunternehmensstruktur besteht.

Die [Stellungnahme des EWSA zu den gegenwärtigen Vorschlägen](#) hinsichtlich EuVECA und EuSEF muss noch fertiggestellt werden.

## 7. Schlussfolgerung

Die verfügbaren Nachweise zeigen, dass für die mangelnde Inanspruchnahme von EuVECA und EuSEF verschiedene mögliche Gründe vorhanden sind. Einige Probleme könnten in Bezug zum europäischen Risikokapitalmarkt als Ganzes stehen: seine begrenzte Größe und sein historischer Mangel an Renditen. Aufgrund der häufigeren Inanspruchnahme von Anlagemodellen gemäß der Richtlinie über die Verwalter alternativer Investmentfonds bestehen jedoch eindeutig einige spezifische Probleme in Verbindung mit den beiden vorliegenden Modellen.

Mit den vorgeschlagenen Änderungen soll einigen der zentralen Probleme entgegengewirkt werden, die von den Interessenträgern hervorgehoben wurden, insbesondere der uneinheitlichen Umsetzung der Verordnungen. Die Verordnungen sind jedoch erst seit verhältnismäßig kurzer Zeit in Kraft, was eine Beurteilung jeglicher langfristiger Auswirkungen der Anlagemodelle schwierig macht. Auch der Mangel an quantitativen Daten beeinträchtigt teilweise eine Beurteilung, die hauptsächlich auf Konsultationen mit Interessenträgern beruht, die sich an diesen Initiativen der Kommission beteiligen.

Um sicherzustellen, dass alle potenziellen Hindernisse für die Inanspruchnahme dieser Anlagemodelle untersucht werden, hätten größere Anstrengungen unternommen werden können, um Stellungnahmen von Interessenträgern einzuholen, insbesondere von potenziellen Beteiligungsnehmern, d. h. Start-ups und sonstige Kleinunternehmen, sowie von Verwaltern, die derzeit Fonds mit der Bezeichnung „EuVECA“ und „EuSEF“ verwalten.

Obwohl in dem Vorschlag eindeutig der Bedarf für eine frühzeitige Überprüfung festgehalten ist, hätte eine umfangreichere Evaluierung einschließlich sämtlicher verordnungsrechtlicher Überprüfungsmaßnahmen aus

Gründen der Kohärenz einen klareren Überblick bieten und diese Anlagemodelle in einen eindeutigeren allgemeineren Kontext aller gemeinsamen Anlagenwerkzeuge stellen können.

Während die derzeitige Überprüfung und die Konsultationen die meisten Bereiche abdecken, für die vom Parlament eine Evaluierung vorgesehen ist, sollten unbedingt weiterhin die richtigen Überwachungsinstrumente zur Verfügung stehen, um die Inanspruchnahme der Anlagemodelle zu überwachen und feststellen zu können, welche Auswirkungen die Anpassungen der Modelle möglicherweise auf die Anleger und Beteiligungsnehmer sowie auf die geografische Verteilung des Risikokapitals in der EU haben werden.

## 8. Sonstige Informationsquellen

[Cambridge Centre for Alternative Finance](#)

[Invest Europe](#) – verschiedene Forschungsberichte und Datensätze, einschließlich:

- [2015 European Private Equity Activity](#)
- [European Private Equity Activity Data 2007-2015](#)

[Europäischer Investitionsfonds \(EIF\)](#) – verschiedene Arbeitsunterlagen, einschließlich:

- [European Small Business Finance Outlook](#), Juni 2016
- [The European venture capital landscape: an EIF perspective](#), Juni 2016
- [The Performance and Prospects of European Venture Capital](#), Mai 2011

OECD – [Entrepreneurship at a glance](#)

---

Zur Kontaktaufnahme mit dem Referat Politikzyklus wenden Sie sich bitte per E-Mail an: [EPRS-PolicyCycle@ep.europa.eu](mailto:EPRS-PolicyCycle@ep.europa.eu)

Redaktionsschluss: Oktober 2016. Brüssel, © Europäische Union, 2016.

Die hier vertretenen Auffassungen geben die Meinung des Verfassers wieder und entsprechen nicht unbedingt dem Standpunkt des Europäischen Parlaments. Nachdruck und Übersetzung der Veröffentlichung – außer zu kommerziellen Zwecken – mit Quellenangabe gestattet, sofern der Herausgeber vorab unterrichtet und ihm ein Exemplar übermittelt wird.

[www.europarl.europa.eu/thinktank](http://www.europarl.europa.eu/thinktank) (Internet) – [www.eptinktank.eu](http://www.eptinktank.eu) (Blog) – [www.eprs.sso.ep.parl.union.eu](http://www.eprs.sso.ep.parl.union.eu) (Intranet)