

EU-Verordnungsvorschlag über Europäische Risikokapitalfonds (EuVECA) – Wer wagt, gewinnt?

Am 7.12.2011 hat die Europäische Kommission ihren Vorschlag für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates über Europäische Risikokapitalfonds (nachfolgend der „Verordnungsvorschlag“) veröffentlicht. Ziel dieser Initiative ist es, zusammen mit dem Zwillingsvorschlag über europäische Fonds für soziales Unternehmertum die Vertriebs- und Finanzierungsmöglichkeiten dieser Fondstypen im Binnenmarkt zu verbessern. Im nachfolgenden Beitrag werden Einzelheiten und potentielle Auswirkungen des Verordnungsvorschlags auf die Wagniskapitalbranche dargestellt und analysiert. Letztlich wird auch untersucht, wie sich der Verordnungsvorschlag in die derzeitige „Förderlandschaft“ für Venture-Capital-Fonds einfügt.

DR. THOMAS A. JESCH, RA, UND ADRIAN ALDINGER, RA

I. Einführung

Vorausgegangen war dem Verordnungsvorschlag¹ ein Konsultationspapier vom 15.6.2011,² welches die Eckpunkte des vorgeschlagenen Regelwerkes vorgibt. Übergeordnetes Motiv der aktuellen Bemühungen ist es demnach, die Attraktivität von kleinen und mittleren Unternehmen (sog. KMU) zu steigern und deren Zugang zu Finanzierung zu optimieren, da ihnen eine erhebliche Bedeutung im Gefüge der Gesamtwirtschaft attestiert wird. In dem Konsultationspapier wies die Kommission auf zwei Implementierungsmöglichkeiten der angestrebten Regeln hin. Zu erwägen war die Abänderung der Richtlinie 2011/61/EU über die Verwalter alternativer Investmentfonds (die sog. „AIFM-Richtlinie“ oder „AIFM-RL“)³ in Anlehnung an die vorgesehenen Ausnahmetatbestände für Venture-Capital-Fonds im Rahmen des Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act oder kurz „Dodd-Frank Act“⁴ einerseits und die Etablierung eines getrennten Regelwerkes andererseits.⁵ Mit dem vorgelegten Verordnungsvorschlag hat die Kommission der Schaffung eines eigenständigen Parallelregimes zur AIFM-RL den Vorrang gegeben.

Am 23.3.2012 hat der Ausschuss der Ständigen Vertreter der Mitgliedstaaten (COREPER) eine weitere Fassung des Verordnungsvorschlags erarbeitet,⁶ durch welche dem ursprünglichen Entwurf einige weitere Ergänzungen zugefügt wurden. Der Ausschuss für Wirtschaft und Währung des Europaparlaments (ECON) hat am 31.5.2012 einen Parallelentwurf angenommen.⁷ Die COREPER-Fassung dient als Grundlage für die nachstehende Darstellung. Auf relevante Abweichungen der ECON-Fassung gegenüber der COREPER-Fassung wird an den entsprechenden Stellen hingewiesen.

1. Hintergrund und Regelungsziel

a) Förderbedarf von Risikokapital in der EU und KMU-Aktionsplan

Wie eingangs erwähnt ist erklärtes Ziel des Vorhabens, die Attraktivität und die Kapitalbeschaffungsmöglichkeiten von KMU (insbes. in Zeiten der eingeschränkten Verfügbarkeit von anderweitigen Finanzierungsmöglichkeiten, wie z. B. Bankdarlehen) zu

1 Abrufbar unter ec.europa.eu/internal_market/investment/docs/venture_capital/act_de.pdf (Abruf: 18.6.2012); vgl. hierzu auch *Volhard/Kruschke*, EWS 2012, 21, 23 ff.

2 Abrufbar unter ec.europa.eu/internal_market/consultations/docs/2011/venture_capital/consultation_paper_en.pdf (Abruf: 18.6.2012).

3 Abrufbar unter eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2011:174:0001:0073:DE:pdf (Abruf: 18.6.2012); vgl. hierzu auch *Jesch/Klebeck*, BB 2011, 1866, 1867 ff.

4 Abrufbar unter www.sec.gov/about/laws/wallstreetreform-cpa.pdf (Abruf: 18.6.2012).

5 Gegen eine getrennte Lösung z. B. *EuroInvestors* in ihrer Stellungnahme vom 10.8.2011, abrufbar unter www.euroshareholders.eu/upload/positions/EFI%20reply%20to%20EC%20consultation%20A%20new%20European%20regime%20for%20Venture%20Capital1322648264.pdf (Abruf: 18.6.2012).

6 Abrufbar unter register.consilium.europa.eu/pdf/en/12/st08/st08132.en12.pdf (Abruf: 18.6.2012); der ursprüngliche Verordnungsvorschlag war bereits durch einen Präsidentschaftskompromiss vom 1.2.2012 abgeändert worden, abrufbar unter register.consilium.europa.eu/pdf/en/12/st05/st05994.en12.pdf (Abruf: 18.6.2012). Die COREPER-Fassung wurde wiederum durch einen weiteren Präsidentschaftskompromiss vom 5.6.2012 leicht abgeändert. Die Ergänzungen sind elektronisch abrufbar unter register.consilium.europa.eu/pdf/en/12/st10/st10826.en12.pdf (Abruf: 18.6.2012).

7 Die einzelnen Änderungsvorschläge sind abrufbar unter www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?type=COMPARL&reference=PE-486.144&format=PDF&language=EN&secondRef=01 (Abruf: 18.6.2012).

steigern.⁸ Aus diesem Grund hat die Europäische Kommission einen sog. KMU-Aktionsplan⁹ erstellt, in dessen Kontext auch der Verordnungsvorschlag ergangen ist. In diesem Zusammenhang wurde wiederholt der gesamtwirtschaftliche Nutzen von Risikokapitalfonds für die Förderung von Innovationen und Wachstumsbranchen betont.¹⁰

Besonders im direkten Vergleich der wirtschaftlichen Eckdaten zwischen US-amerikanischen und europäischen Risikokapitalfonds wird der Förderbedarf der Letzteren deutlich. So verfügten in den Vereinigten Staaten im Jahr 2010 Risikokapitalfonds über Mittel i.H.v. etwa 16,5 Mrd. Euro, während ihre europäischen Pendanten lediglich 3,5 Mrd. Euro zur Verfügung hatten. In den USA machen zudem Risikokapitalanlagen als Finanzierungsinstrument ca. 0,2% des Bruttoinlandsprodukts aus, während in Europa dieser Anteil bei etwa lediglich 0,03% liegt.¹¹

Auch was die Anzahl der als Verwalter auftretenden Initiatoren von Risikokapitalfonds („General Partner“) anbelangt, liegt Europa offenbar weit hinter den USA zurück, wie die nachfolgende Graphik belegt. Hierbei sind in der Datengrundlage zwar nur drei (wenngleich wirtschaftlich bedeutende) europäische Jurisdiktionen erfasst, welche aber z. B. von der Einwohnerzahl her ca. 2/3 der USA ausmachen. Trotzdem liegen die USA bei der Anzahl der General Partner weit voraus, insbes. wenn man bedenkt, dass sicherlich einige europäische Ländergesellschaften bei einem wirklichen europäischen Binnenmarkt ohne Sprachbarrieren gar nicht existieren würden.

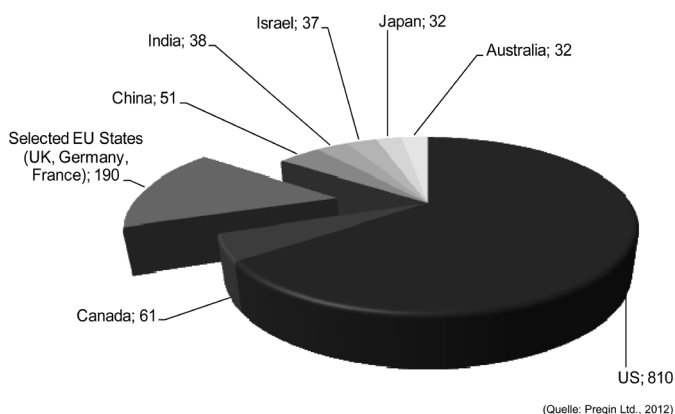


Abbildung: Anzahl der Verwalter von Risikokapitalfonds per Land

Interessant ist, dass dieser Vorsprung in den USA keineswegs dazu führt, in der täglichen Diskussion nicht weiterhin konsequent auf zusätzliche politische Fördermaßnahmen zu pochen.¹²

Nicht nur im internationalen Vergleich innerhalb derselben Anlagentypen, sondern auch im Vergleich zu Private-Equity-Fonds scheinen die Risikokapitalfonds Nachholbedarf zu haben.¹³

Die möglichen Ursachen für die mangelnde Durchsetzung von Venture Capital in Europa im internationalen Vergleich sind vielfach. Ein vom Europäischen Investitionsfonds in 2011 veröffentlichtes Arbeitspapier¹⁴ versucht, mögliche Erklärungsansätze dafür zu liefern. Dazu gehören u. a. eine zu geringe Diversifikation des Portfolios, beruflicher Hintergrund der Verwalter (Ökonomen anstatt Wissenschaftler/Ingenieure), falscher Sektor- und Investitionsphasenfokus sowie unterschiedliche Investorenstruktur (stärkere Beteiligung von Pensionsfonds im Bereich US-Venture-Capital).

8 Vgl. *Bremer*, NZG 2012, 17.

9 Abrufbar unter ec.europa.eu/enterprise/policies/finance/files/com-2011-870_de.pdf (Abruf: 18.6.2012).

10 So gelangt bspw. die Deutsche Bank Research in einem Bericht vom 14.9.2010 („Venture capital adds economic spice“) zum Schluss, dass eine Erhöhung der Investitionen in Risikokapital um 0,1% des BIP zu einem Wachstum des BIP um 0,3% führen würde (Early-Stage-Investitionen sogar zu einer Erhöhung um 0,96%); der Bericht ist abrufbar unter www.dvca.dk/uploads/Publikationer/Venture/Spicell.pdf (Abruf: 18.6.2012); lesenswert zur Förderungswürdigkeit von Innovationsbranchen auch *Lerner*, Boulevard of broken dreams, Why Public Efforts to Boost Entrepreneurship and Venture Capital Have Failed – and What to Do about It, 2009, S. 43 ff.; *Popov/Roosenboom*, Does Private Equity Investment Spur Innovation? Evidence from Europe, ECB Working Paper N. 1063, abrufbar unter www.ecb.int/pub/pdf/scpwps/ecbwp1063.pdf (Abruf: 18.6.2012); *Weitnauer*, Handbuch Venture Capital, 4. Aufl. 2011, I.2.a)aa), S. 10. Insbes. der Bereich der erneuerbaren Energie wird in der ECON-Fassung als besonders förderungswürdige Branche ausdrücklich erwähnt.

11 S. EVCA Yearbook 2011 und NVCA Yearbook 2011.

12 Vgl. *Lerner/Sahlman*, Reviving Entrepreneurship, Harvard Business Review, March 2012, S. 116 (117 und 118). *Lerner* gibt an anderer Stelle sehr interessante Hinweise zu Erfolgsfaktoren solcher politischer Fördermaßnahmen. So führt er insbes. den staatlichen israelischen Venture-Capital-Dachfonds Yozma Venture Capital Ltd. (1992) als Erfolgsbeispiel an. Dieser stellte israelischen Venture-Capital-Fonds Matching Funds zu bei privaten Investoren eingeworbenen Geldern zur Verfügung, was durchaus in Parallele zu bestehenden europäischen Initiativen steht. Ergänzend wurde aber die nationale Fondsstruktur nach der Delaware Limited Partnership remodelliert – und die steuerliche Transparenz dieser Fonds sichergestellt. Gerade an letzterem mangelt es z. B. in Deutschland, was ein Unsicherheitsfaktor bzw. Investitionshindernis auch für internationale Investoren ist, vgl. *Lerner* (Fn. 10), S. 157.

13 Anstatt vieler *Di Carlo*, The private equity market in Europe. Rise of a new cycle or tail of the recession, EIF working paper 2010/003, dort S. 20, abrufbar unter www.eif.org/news_centre/research/eif_wp_2010_003_private_equity_market.pdf (Abruf: 18.6.2012).

14 *Kelly*, The Performance and Prospects of European Venture Capital, EIF Working Paper 2011/09, abrufbar unter www.eif.org/news_centre/publications/eif_wp_2011_009_EU_Venture.pdf (Abruf: 18.6.2012); ebenfalls lesenswert: *Hege/Palomino/Schwiebacher*, Venture Capital Performance: The Disparity Between Europe and the United States, 2008.

b) Internationale Tendenz zur Regulierung von alternativen Investmentfonds: AIFM-Richtlinie und Dodd-Frank Act (inkl. „Venture Capital Exemption“)

Der Antrieb für das Erarbeiten des Verordnungsvorschlags ist allerdings nicht nur in der vermeintlich darniederliegenden europäischen Venture-Capital-Branche zu sehen, sondern auch im Kontext der internationalen Tendenz zur Regulierung alternativer Investmentfonds als Folge der Wirtschafts- und Finanzkrise(n) der vergangenen Jahre. Richtungsweisend in diesem Zusammenhang sind der in den Vereinigten Staaten verabschiedete Dodd-Frank Act und sein europäisches Gegenstück, die AIFM-RL. Sinn und Zweck dieser Regelungen ist es, die Verwalter alternativer Investmentfonds („AIFM“) im (vermeintlichen) Interesse der (professionellen) Investoren solcher Investmentvehikel einer verstärkten Regulierung zu unterwerfen.

Der Dodd-Frank Act hat ähnlich wie die AIFM-RL die Anforderungen an Vermögensverwalter erhöht und hat eine grundlegende Änderung des Investment Advisers Act von 1940 (Advisers Act) zur Folge. Doch auch der amerikanische Gesetzgeber hat das Bedürfnis erkannt, von den allgemeingültigen strengen Anforderungen gewisse Ausnahmen vorzusehen. Folgerichtig hat die US-Finanzaufsicht, die Securities and Exchange Commission (SEC), am 22.6.2011 neue Regeln zu den Ausnahmetatbeständen verabschiedet.¹⁵ So müssen sich Berater, welche ausschließlich Venture-Capital-Fonds beraten, ungeachtet der Größe des verwalteten Vermögens gem. § 203(l) des Advisers Act (neu eingeführt durch § 407 des Dodd-Frank Act) grds. nicht registrieren lassen. Die Regelung enthält eine detaillierte Definition von Venture Capital und setzt Folgendes voraus, um in den Genuss der Befreiung von der Registrierungspflicht zu kommen: (i) nicht mehr als 20% des zugesagten/gebundenen Kapitals dürfen in nicht-qualifizierte Beteiligungen (mit Ausnahme von kurzfristigen Beteiligungen) investiert werden (eine Beteiligung gilt als qualifiziert, wenn der Fonds direkt Wertpapiere/Anteile einer seiner Beteiligungen erwirbt), (ii) es dürfen keine Kreditaufnahme oder Hebelgeschäfte erfolgen mit Ausnahme von kurzfristigen (i. d. R. bis zu 15% des gesamten zugesagten Kapitals und einer Dauer von bis zu 120 Tagen) Kreditaufnahmen (ausgenommen sind Garantien des Fonds zugunsten seiner Beteiligungen), (iii) es dürfen keine Möglichkeiten des frühzeitigen Rückkaufs oder andere ähnliche Liquiditätsrechte außer in außergewöhnlichen Umständen vorgesehen sein (grds. also nur geschlossene Fonds), (iv) Verfolgung einer Venture-Capital-Strategie und (v) keine Registrierung gem. des Investment Company Act und keine Optierung für den Business Development Company-Status (der Fonds muss als „Private Fund“ der US-Jurisdiktion unterliegen). Berater solcher „Private Funds“ kommen in den Genuss weiterer Ausnahmen gem. § 203(m) des Advisers Act, wenn das verwaltete Vermögen 150 Mio. Dollar nicht übersteigt.

Die von der SEC vorgegebenen Kriterien finden sich in abgeänderter Form zum Teil auch in dem Verordnungsvorschlag wieder, wie nachfolgend unter II. dargestellt.

2. Verordnung statt Richtlinie (Wahl des Gesetzgebungsaktes im Rahmen des Europäischen Sekundärrechts)

Augenfällig ist, dass sich der europäische Gesetzgeber trotz der sachlichen Nähe zur AIFM-RL für eine Einführung des Regelwerks in Form einer Verordnung entschieden hat. Die AIFM-RL bedarf als Richtlinie der Umsetzung durch nationale Rechtsakte. Verordnungen hingegen entfalten gem. Art. 288 Abs. 2 des Vertrages über die Arbeitsweise der Europäischen Union unmittelbare Wirkung in den Mitgliedstaaten und bedürfen keiner Umsetzung. Die unmittelbare Anwendbarkeit einer Verordnung ermöglicht zum einen eine i. d. R. beschleunigte Anwendung der Regelung und zum anderen ein erhöhtes Maß an Rechtsvereinheitlichung. Die von einer Richtlinie beabsichtigte generelle Zielvorgabe und die einhergehende Freiheit der Mitgliedstaaten zur Wahl der Zweckerreichungsmittel¹⁶ scheint bei der AIFM-RL mit ihrer umfassenderen Regelungsweite, Motiv für die Wahl des Rechtssetzungsakts gewesen zu sein.

Bei dem Verordnungsvorschlag stand hingegen die Sicherstellung der einheitlichen Bezeichnungsverwendung zugunsten des Vertrauensschutzes potentieller Anleger in die Marke „Europäische Risikokapitalfonds“ im Vordergrund. Weitere Berücksichtigung fanden die zu befürchtenden Kostenfolgen für die Fondsverwalter, die sich aus der Einhaltung unterschiedlicher nationaler Vorschriften ergeben könnten.¹⁷

II. Regelungen im Einzelnen

1. Anwendungsbereich/Begriffsbestimmung

Der Verordnungsvorschlag ermöglicht es europäischen Risikokapitalfonds oder „EuVECA“, sich einer freiwilligen Regulierung zu unterwerfen, um in den Genuss einer europaweiten Registrierung unter ebensolchem Titel zu kommen, was einen erleichterten Vertrieb über Landesgrenzen hinweg gewährleisten soll. Der erleichterte Vertrieb soll sich wiederum positiv auf die Kapitalbeschaffung auswirken.

Es gilt hervorzuheben, dass es sich im Gegensatz zu der zwingend anwendbaren AIFM-RL (soweit der Anwendungsbereich eröffnet ist) um ein rein freiwilliges Opt-In-Verfahren handelt. Um sich als EuVECA zu qualifizieren, muss der jeweilige Fonds zunächst die nachfolgenden Merkmale aufweisen.

¹⁵ S. dazu www.sec.gov/rules/final/2011/ia-3222.pdf (Abruf: 18.6.2012).

¹⁶ S. z. B. Haltern, Europarecht – Dogmatik im Kontext, 2. Aufl. 2007, Rn. 663.

¹⁷ S. dazu Erwägungsgründe (3) und (4) zum Verordnungsvorschlag.

a) Venture Capital (qualifizierte Anlageinstrumente)

Der Verordnungsvorschlag richtet sich gem. Art. 2 an Verwalter von Organismen für gemeinsame Anlagen, die in der Union niedergelassen sind und Portfolios qualifizierter Risikokapitalfonds verwalten, deren gesamte verwaltete Vermögenswerte einen Schwellenwert von 500 Mio. Euro nicht übersteigen. Wie bei der AIFM-RL richtet sich der europäische Gesetzgeber also nicht nach dem Produkt, sondern bezieht sich auf den Verwalter der entsprechenden Fonds als Anknüpfungspunkt. Der angegebene Schwellenwert entspricht der „hebellosen“ Mindestschwelle für die Anwendbarkeit der AIFM-RL. Da zufolge der European Private Equity and Venture Capital Association (EVCA) 98% der Verwalter europäischer Risikokapitalfonds diese Schwelle nicht übersteigen würden,¹⁸ wollte man ihnen dennoch den Zugang zu einer Regulierung mit den entsprechenden Vermarktungs- und Kapitalbeschaffungsvorteilen ermöglichen.

Falls ein Verwalter der Risikokapitalfonds auch noch andere Fondstypen verwaltet,¹⁹ werden die diesen Fonds zuzurechnenden Vermögenswerte bei der Berechnung des Schwellenwertes außer Acht gelassen.

Erstes Tatbestandsmerkmal, welches es zu erfüllen gilt, um den Anwendungsbereich zu eröffnen, ist das Vorliegen eines „qualifizierten Risikokapitalfonds“, welcher in Art. 3(a) des Verordnungsvorschlags definiert ist. Dieser sieht vor, dass es sich um einen Organismus für gemeinsam Anlagen handeln muss, „der beabsichtigt, mindestens 70% des aggregierten eingebrachten Kapitals und noch nicht eingeforderten zugesagten Kapitals in Vermögenswerte zu investieren, die qualifizierte Anlagen sind“.²⁰ Der Fonds muss in der EU errichtet worden sein oder in Drittstaaten, mit denen ein hinreichender Informationsaustausch (i. S. v. Art. 26 des OECD-Musterabkommens) sichergestellt ist und welche nicht auf der FATF-Schwarzliste stehen.

„Qualifizierte Anlagen“ werden in Art. 3(c) des Verordnungsvorschlags als Eigenkapital- oder eigenkapitalähnliche Instrumente definiert, die:

- a) von einem qualifizierten Portfolio-Unternehmen emittiert und vom qualifizierten Risikokapitalfonds direkt vom qualifizierten Portfolio-Unternehmen erworben werden, oder
- b) von einem qualifizierten Portfolio-Unternehmen im Austausch für vom qualifizierten Portfolio-Unternehmen emittierte Aktienwerte emittiert werden, oder
- c) von einem Unternehmen, bei dem das qualifizierte Portfolio-Unternehmen eine in Mehrheitsbesitz befindliche Tochtergesellschaft ist, emittiert und vom qualifizierten Portfolio-Unternehmen emittiertes Eigenkapitalinstrument erworben werden.

Der Begriff „Qualifiziertes Portfolio-Unternehmen“²¹ wird wiederum in Art. 3(d) des Verordnungsvorschlags definiert. Voraussetzung ist, dass das Unternehmen zum Zeitpunkt einer Investition des qualifizierten Risikokapitalfonds nicht an einem geregelten Markt i. S. v. Art. 4 Abs. 1 Nr. 14 und 15 der RL 2004/39/EG (sog. MiFID-Richtlinie)²² notiert ist, weniger als 250 Personen beschäftigt, entweder einen Jahresumsatz von höchstens 50 Mio. Euro oder eine Jahresbilanzsumme von höchstens 43 Mio. Euro hat und nicht selbst ein Organismus für gemeinsame Anlagen ist.²³

Auch die Begriffe „Eigenkapital“ und „eigenkapitalähnliche Mittel“ werden in Art. 3(c)(i) des Verordnungsvorschlags definiert, wobei Letztere durch die COREPER-Fassung weiter konkretisiert werden. So gehören zu den eigenkapitalähnlichen Mitteln jegliche Instrumente, deren Rendite sich nach Gewinn oder Verlust der Portfolio-Unternehmen richten. Dazu sollen u. a. nachrangige Darlehen, stille Beteiligungen, Darlehen mit Gewinnbeteiligung und Wandelanleihen gehören. Deren Definition divergiert freilich nach dem jeweils einschlägigen nationalen Recht. Weiter klargestellt wird, dass eine Beteiligung an anderen Risikokapitalfonds möglich ist, i. S. e. Fund-of-(Venture-Capital-)Funds-Struktur.²⁴

18 Vgl. Volhard/Kruschke, EWS 2012, 21, 24.

19 Die ECON-Fassung enthält einen ausdrücklichen Hinweis auf die Verwaltung von OGAW, sofern eine entsprechende Zulassung als Verwaltungsgesellschaft i. S. d. RL 2009/65/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 13.7.2009 zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW-Richtlinie) besteht. Letztere ist abrufbar unter eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2009:302:0032:0096:de:PDF (Abruf: 18.6.2012).

20 Der Bundesrat hat in seinem Beschluss vom 10.2.2012 (Drs. 822/11(B)) nahegelegt, die Einschränkung hinsichtlich der 70% des zugesagten Kapitals zu überprüfen und auf das tatsächlich abgerufene und investierte Kapital zu beschränken, um eine Bestrafung der Fondsverwalter für ein negatives Marktumfeld mit wenigen Investitionsmöglichkeiten zu vermeiden. Der Beschluss ist abrufbar unter [www.bundesrat.de/cln_161/nn_8336/SharedDocs/Drucksachen/2011/0801-900/822-11_28B_29,templateId=raw,property=publicationFile.pdf/822-11\(B\).pdf](http://www.bundesrat.de/cln_161/nn_8336/SharedDocs/Drucksachen/2011/0801-900/822-11_28B_29,templateId=raw,property=publicationFile.pdf/822-11(B).pdf) (Abruf: 18.6.2012).

21 Die Terminologie weckt Erinnerungen an das deutsche Wagniskapitalbeteiligungsgesetz, welches freilich von der EU-Kommission als teilweise nicht mit den europäischen Binnenmarktvorschriften vereinbar qualifiziert und gleichsam kassiert wurde, vgl. Striegel/Wiesbrock/Jesch, Kapitalbeteiligungsrecht, 2009, Einf. WKBG Rn. 1.

22 RL 2004/39/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21.4.2004 über Märkte für Finanzinstrumente, zur Änderung der RL 85/611/EWG und 93/6/EWG des Rates und der RL 2000/12/EG des Europäischen Parlaments und des Rates und zur Aufhebung der RL 93/22/EWG des Rates, abrufbar unter eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2004:145:0001:0001:DE:PDF (Abruf: 18.6.2012).

23 Diese letzte Einschränkung wird aber durch Art. 3(c) der COREPER-Fassung relativiert.

24 S. Art. 3(c) ii) der COREPER-Fassung. Ggü. dem Präsidentschaftskompromiss wurde eine Beschränkung der Zielfonds eingeführt, welche ihrerseits nicht mehr als 10% in Dachfonds investieren dürfen. Die Investitionsmöglichkeit in Dachfonds ist weder in der Originalfassung des Verordnungsvorschlags, noch in der AIFM-RL vorgesehen, wohl aber in der ECON-Fassung.

Besonders hervor sticht die Tatsache, dass auf die Verfolgung einer Risikokapitalstrategie als Voraussetzung, wie dies z. B. im Advisers Act der Fall ist, verzichtet wurde. Maßgebend ist gem. Verordnungsvorschlag vielmehr die Größe (bzw. das Entwicklungsstadium) des Portfolio-Unternehmens als das Geschäftsmodell des Risikokapitalfonds. Die typische Abgrenzung zwischen Venture-Capital- und Private-Equity-Beteiligungen im engeren Sinne erfolgt nur oberflächlich, indem hebelfinanzierte Übernahmen (s. dazu unten) sog. Leveraged Buy-Outs, als typische Private-Equity-Investitionsform, durch Nr. (8b) der Präambel ausdrücklich ausgeschlossen sind. Darüber hinaus hat der COREPER die Gelegenheit genutzt und den Verordnungsvorschlag um eine Klarstellung zur Vermeidung von Schattenbank-Aktivitäten erweitert.

Eine im Präsidentschaftskompromiss vorgeschlagene Änderung, die sich ebenfalls im abgeänderten Advisers Act wiederfindet, aber von dem COREPER nicht übernommen wurde, ist das zusätzliche Erfordernis, dass es sich um einen geschlossenen Fonds handeln muss, der somit das Recht der Investoren, einen frühzeitigen Rückkauf der ausgegebenen Anteile zu verlangen, ausschließt bzw. einschränkt.

b) Anforderung an Portfoliozusammensetzung

Maximal 30% des Portfolios (gemessen am gesamten zugesagten aber noch nicht abgerufenen Kapital) dürfen gem. Art. 5 des Verordnungsvorschlags aus nicht-qualifizierten Anlageobjekten bestehen.²⁵ Die Dauer solcher Beteiligungen ist in den Gründungsdokumenten niederzulegen. Barmittel sind nicht zu den nicht-qualifizierten Anlageobjekten zu zählen. Des Weiteren sind die Ausgaben von Schuldtiteln, Garantien (gilt nur auf Ebene des Risikokapitalfonds, nicht aber für die Portfolio-Unternehmen) oder sonstige Formen der Kreditaufnahme ausgeschlossen.

Die Aufnahme von kurzfristigen Überbrückungskrediten zur Vermeidung von Liquiditätsengpässen ist zulässig, sofern die Dauer der Kreditinanspruchnahme 120 Kalendertage nicht überschreitet.

2. Anlegerqualifizierung

Der Risikokapitalfonds muss sich an professionelle Kunden richten.²⁶ Dies ist der Fall, wenn die potentiellen Anleger als professionelle Kunden i. S. v. Anh. II der MiFID-Richtlinie zu qualifizieren sind. Dazu gehören u. a. Kreditinstitute, Wertpapierfirmen, Versicherungsgesellschaften und Pensionsfonds.

Professionellen Kunden sind zudem Anleger gleichgestellt, welche (i) sich verpflichten, mindestens 100 000 Euro²⁷ in den Risikokapitalfonds zu investieren und (ii) eine Bescheinigung eines Kreditinstitutes i. S. d. MiFID-Richtlinie oder einer Verwaltungs-

gesellschaft i. S. d. OGAW-Richtlinie über die für eine Investition in Risikokapital erforderlichen Kenntnisse und Erfahrung des jeweiligen Investors vorweisen können.

Mitglieder der Leitungsorgane und Angestellte des betreffenden Risikokapitalfonds-Verwalters dürfen stets in den eigenen Fonds investieren, unabhängig davon, ob sie die vorgenannten Voraussetzungen erfüllen oder nicht.

3. Anforderungen an Fondsverwalter (Sorgfalts- und Eigenkapitalanforderungen)

Art. 7 des Verordnungsvorschlags enthält allgemeine Anforderungen hinsichtlich der Verwaltung der Risikokapitalfonds durch ihre jeweiligen Verwalter. Letztere müssen u. a. ihrer Tätigkeit mit der gebotenen Sachkenntnis, Sorgfalt und Gewissenhaftigkeit nachgehen, geeignete Strategien und Verfahren zur Vermeidung illegaler Praktiken anwenden, ihrer Geschäftstätigkeit im besten Interesse des Fonds und der Anleger nachgehen, bei der Portfolio-Auswahl und -Überwachung ein hohes Maß an Sorgfalt walten lassen und nur in Portfolio-Unternehmen investieren, die sie ausreichend kennen und verstehen.

Art. 9 des Verordnungsvorschlags fordert des Weiteren, dass Risikokapitalfonds-Verwalter über ausreichende finanzielle, personelle und technische Ressourcen verfügen müssen, um eine ordnungsgemäße Verwaltung des Fonds zu gewährleisten.

Auch wenn die Eigenkapitalanforderungen nicht detailliert beschrieben werden, sind sie doch ein zentraler Punkt des Vorschlags, der im globalen Kontext zu betrachten ist. Zu beachten sind insbes. die angrenzenden regulatorischen Vorhaben für Versicherungsunternehmen und Kreditinstitute („Solvency II(I)“, „Basel III“), welche die Rahmenbedingungen für Venture-Capital-Fonds z. B. wegen gesteigerter Eigenkapitalhinterlegungsvoraussetzungen tendenziell noch verschlechtern. Interessant ist gerade im Hinblick auf Solvency II(I), dass der europäische Risikokapitalfonds wohl auch als Katalysator gedacht ist, um zugleich Hürden in diesem Bereich abzubauen.²⁸

4. Interessenkonflikte

Art. 8 des Verordnungsvorschlags ist der Vermeidung und Lösung von Interessenkonflikten gewidmet, welches als Thema auch im

25 Die ECON-Fassung lässt in der auf zwei Jahre beschränkten Aufbauphase der Fonds eine abweichende Gewichtung von qualifizierten und nicht-qualifizierten Anlagen im Verhältnis 55/45 zu.

26 Vgl. auch Bremer, NZG 2012, 17.

27 In der ECON-Fassung wurde diese Schwelle auf 50 000 Euro herabgesetzt.

28 Vgl. Volhard/Kruschke, EWS 2012, 21, 24, unter Verweis auf Nr. 1 des Explanatory Memorandum des Verordnungsvorschlags.

Rahmen der AIFM-RL immer mehr an Bedeutung gewinnt. Die Risikokapitalfonds-Verwalter müssen entsprechende organisatorische und administrative Vorkehrungen treffen, um solche Konflikte zu vermeiden und ggf. beilegen zu können.

Solche Interessenkonflikte können zum einen auf der Ebene Verwalter (einschließlich Delegierter, Mitarbeiter oder beherrschende Person) und dem verwalteten Fonds (und seinen Anlegern) und zum anderen zwischen zwei Risikokapitalfonds (und ihren jeweiligen Anlegern), sofern sie vom selben Verwalter verwaltet werden, bestehen.

Im Übrigen müssen solche Interessenkonflikte, die nicht durch die etablierten Konfliktlösungsmechanismen vermieden oder beigelegt werden konnten und eine Beeinträchtigung von Anlegerinteressen befürchten lassen, den Anlegern mitgeteilt werden, bevor das von dem Interessenkonflikt betroffene Geschäft getätigt werden kann.

5. Anlagebewertung und Berichtspflichten

Art. 10 des Verordnungsvorschlags fordert, dass die Bewertungsmethode für die Vermögenswerte in den satzungsmäßigen Unterlagen niedergelegt wird. Die ECON-Fassung sieht darüber hinaus die Einführung eines Verwahrstellenerfordernisses vor. Dieses Erfordernis ist wohl der am heftigsten umstrittene Punkt des Verordnungsvorschlags. Während Befürworter des Verwahrstellenerfordernisses auf einen erhöhten Investorenschutz verweisen,²⁹ weisen die Gegner darauf hin, dass jegliche mit dem erleichterten Vertrieb mittels EuVECA-Pass verbundenen Kostenvorteile durch ein potentiell Verwahrstellenerfordernis wieder zunichte gemacht würden.³⁰

Fondsverwalter müssen gem. Art. 11 den Jahresabschluss für den jeweiligen Risikokapitalfonds innerhalb von sechs Monaten nach Ende des Geschäftsjahrs an die zuständige Behörde leiten. Der Jahresabschluss muss die Portfoliozusammensetzung und die Tätigkeiten des vergangenen Jahres beschreiben und den Anlegern auf Anfrage vorgelegt werden.

Gem. Art. 12 sind die Verwalter von Risikokapitalfonds verpflichtet, ihre Anleger vor den jeweiligen Anlageentscheidungen über Folgendes zu informieren: Die Identität des Verwalters und andere von ihm beauftragte Dienstleister sowie eine Beschreibung ihrer Aufgaben, Beschreibung der Anlagestrategie und -ziele, Anlagetechniken und -beschränkungen einschließlich Angaben zum Risikoprofil des Fonds, Beschreibung der Verfahren und Kalkulationsmodelle für die Bewertung der Vermögenswerte, Angaben zur Vergütung des Verwalters, (direkte und indirekte) Kosten und Gebühren, die von den Anlegern zu tragen sind, Track Record (soweit verfügbar) und Anga-

ben zum Verfahren für die Änderung der Anlagestrategie und -politik.

Diese Informationen können im Prospekt enthalten sein, sofern der Fonds per nationaler Vorschriften oder durch die Prospektrichtlinie³¹ dazu verpflichtet ist, oder separat veröffentlicht werden.

6. Registrierung/EuVECA-Pass

Die Verwendung der Bezeichnung „EuVECA“ im Rahmen des Vertriebs europäischer Risikokapitalfonds setzt gem. Art. 13 des Verordnungsvorschlags einen Antrag bei der zuständigen Behörde des jeweiligen Herkunftslandes voraus, welcher folgende Angaben enthalten muss: Identität der effektiven Geschäftsführer, Identität der zu vertreibenden Fonds, ihrer Anteile und Anlagestrategie, Angaben zu Vorkehrungen, welche der Einhaltung der o. g. Voraussetzungen dienen, und eine Liste der Mitgliedstaaten, in denen ein Vertrieb beabsichtigt ist.

Die Registrierung wird von der zuständigen Behörde des Herkunftslandes vorgenommen, wenn die obengenannten Informationen vollständig sind und die beschriebenen Vorkehrungen geeignet erscheinen, um die auferlegten Verpflichtungen zu erfüllen.

Nach Registrierung kann der Risikokapitalfonds von dem betreuenden Verwalter unter dem Label „EuVECA“ vertrieben werden. Die ECON-Fassung sieht einen Bestandsschutz für die Bezeichnung und das anzuwendende Regelwerk für EuVECAs vor, sogar wenn der Fonds nach ursprünglicher Qualifizierung den Schwellenwert von 500 Mio. Euro überschreitet und somit an sich der Anwendungsbereich der AIFM-RL eröffnet wäre.

Der Fondsverwalter muss gem. Art. 14 des Verordnungsvorschlags die zuständige Behörde davon unterrichten, wenn er den Vertrieb eines neuen Risikokapitalfonds oder den Vertrieb in einem nicht in dem ursprünglichen Antrag enthaltenen Mitgliedstaat beabsichtigt. Letzteres scheint im Widerspruch zum Wortlaut des letzten Absatzes von Art. 13 zu stehen, welcher klar-

29 So z.B. die Europäische Zentralbank in ihrer Stellungnahme vom 25.4.2012, abrufbar unter register.consilium.europa.eu/pdf/en/12/st09/st09245.en12.pdf (Abruf: 18.6.2012).

30 So die EVCA in einer Pressemitteilung vom 31.5.2012, abrufbar unter www.evca.eu/uploadedFiles/News1/News_Items/2012-05-31_PR_on_ECON_vote.pdf (Abruf: 18.6.2012).

31 RL 2003/71/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 4.11.2003 betreffend den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel zu veröffentlichen ist, und zur Änderung der RL 2001/34/EG, abrufbar unter eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2003:345:0064:0089:DE:PDF (Abruf: 18.6.2012).

stellt, dass die Registrierung für das gesamte Gebiet der Union gilt. Insgesamt scheint es angebracht, das grundlegende Konzept der dem Registrierungsantrag beizufügenden Länderliste zu überdenken.

Art. 15 des Verordnungsvorschlags sieht vor, dass die Behörde des Herkunftslandes die im Antrag aufgelisteten Mitgliedstaaten über die Registrierung in Kenntnis setzt. Eine weitergehende Prüfung durch die Mitgliedstaaten ist nur in Ausnahmefällen vorgesehen.

Die Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (European Securities and Markets Authority oder „ESMA“) soll eine zentrale per Internet zugängliche Datenbank aller in der Union registrierten Risikokapitalfonds-Verwalter führen.

7. Beaufsichtigung/Rechtsdurchsetzung

Die Behörden des Herkunftslandes sind zuständig für die Überwachung der registrierten Fonds(-Verwalter) und werden zu diesem Zwecke mit allen notwendigen Aufsichts- und Ermittlungsbefugnissen ausgestattet, die die jeweiligen nationalen Rechtsordnungen hergeben. Zu diesen Befugnissen zählen u. a. Anfragen, Dokumenteneinsicht, Durchsuchungen und Weisungsrechte.

Die Mitgliedstaaten können die jeweiligen Verwaltungsmaßnahmen und -sanktionen für Verstöße gegen die Vorschriften der geplanten Verordnung selbst festlegen, welche jedoch wirksam, verhältnismäßig und abschreckend sein müssen. Zu dem möglichen Sanktionskatalog zählen u. a. das Verbot der Verwendung der Bezeichnung „EuVECA“ und das Streichen aus dem Register, über welches die Behörden der Mitgliedstaaten vom Herkunftsland informiert werden müssen. Zudem ist eine Kooperation samt Informationsaustausch zwischen den nationalen Behörden und der ESMA vorgesehen.

8. Übergangs- und Schlussbestimmungen

Die Verordnung soll gem. Art. 25 in ihren Kernelementen ab dem 22.7.2013 gelten.

Bis zum 22.7.2017 soll die Kommission eine Überprüfung der Verordnung gem. Art. 24 in Angriff nehmen. Zwei Schwerpunkte der Überprüfung sollen der Umfang der Verwendung der Bezeichnung „EuVECA“ sowie der Anwendungsbereich der Verordnung sein.

9. Einbettung in das bestehende europäische Vertriebsumfeld

Abseits der beschriebenen regulatorischen Initiativen wie auch des Förderumfelds auf europäischer Ebene hat offenbar auch

die deutsche Politik das Thema Risikokapital wiederentdeckt: Bundeskanzlerin *Merkel* hatte ursprünglich angekündigt, bis zur Sommerpause prüfen zu lassen, wie hoch in dieser Legislaturperiode die steuerlichen Rahmenbedingungen für Wagniskapital verbessert werden können. In der Tat ist die fehlende Sicherheit bei der steuerlichen Qualifikation auch von Venture-Capital-Fonds ein Thema, welches seit Jahren einer Initiative des Gesetzgebers harret.

Vor dem Hintergrund der Beschränkung der Verordnung auf professionelle Investoren bleibt, wie auch bezüglich der AIFM-RL, abzuwarten, wie sich die Regelungen für den Vertrieb an Kleinanleger entwickeln, die z. B. in Deutschland und Frankreich durchaus eine Rolle spielen. Ein Tax Break für solche grds. förderungswürdigen Investitionen auch unterhalb von 100 000 bzw. 50 000 Euro scheint allemal sinnvoller als die Steuergeschenke, die z. B. in Deutschland in den vergangenen Jahrzehnten in Immobilienluftschlössern verschwunden sind. Diese Erkenntnis findet sich zumindest im Ansatz in der ECON-Fassung, in welcher sich ein Hinweis auf eine von der Kommission durchzuführende Bestandsaufnahme bzgl. möglicher steuerlicher Hürden in den Mitgliedstaaten findet mit dem Ziel, Risikokapitalfonds einheitliche steuerliche Rahmenbedingungen im Gemeinschaftsgebiet zu gewährleisten.

ZUSAMMENFASSUNG UND AUSBLICK

1. Insgesamt ist die vom europäischen Gesetzgeber angestoßene Initiative zur Förderung von KMU zu begrüßen. Ob die Inanspruchnahme der Opt-In-Möglichkeit in der Praxis auf eine große Resonanz stoßen wird, bleibt abzuwarten. Insbes. die mit der (wenngleich erleichterten) Regulierung verbundenen Kosten dürften ein ausschlaggebendes Kriterium für oder gegen die Wahl sein, als „EuVECA“ europaweit potentiellen Investoren gegenüberzutreten.³²
2. Risikokapitalfonds sind aufgrund der Größe des von ihnen verwalteten Vermögens und der typischerweise hohen Ausfallrate der Portfolio-Positionen sehr kostenempfindlich. Zusätzliche Kosten müssen durch einen kalkulierbaren Effizienzgewinn rechtfertigbar sein.
3. In enger Verbindung mit den vorgenannten Überlegungen steht die Frage, ob der zweifelsohne erleichterte europaweite Vertrieb eine deutlich spürbare Steigerung der Investitionsrate in Risikokapitalfonds zur Folge haben wird. Der potentielle

32 Mögliche Anhaltspunkte zur Kostenlast liefert eine von der Financial Services Authority in Auftrag gegebene Studie zu Folgekosten der AIFM-RL-Compliance, dessen Ergebnisse allerdings nur begrenzt verwertbar sind; die Studie ist abrufbar unter www.fsa.gov.uk/pubs/other/Impact_of_AIFM_Directive.pdf (Abruf: 18.6.2012).

Adressatenkreis ist aufgrund der Eigenarten dieser Fondstypen und den zusätzlichen Investorenanforderungen von vorneherein beschränkt bzw. ermittelbar.

4. Die Frage, ob überhaupt eine durch staatliche Fördermaßnahmen zu korrigierende Marktineffizienz im Bereich Risikokapitalfonds besteht, ist strittig.
5. Eine Vielzahl europäischer Fonds wird sich auf der Suche nach einem zusätzlichen, kapitalkräftigen Limited Partner primär in Richtung USA orientieren, wo Investoren z. B. unter den University Endowments teilweise über einen jahrzehntelangen Erfahrungshorizont i. S. v. Venture Capital verfügen. Für den durchschnittlichen europäischen Venture-Capital-Fonds dürfte es die große Ausnahme sein, dass gleichberechtigt z. B. britische, französische und deutsche Limited Partner als Ankerinvestoren fungieren.
6. Insgesamt bleiben gewisse Zweifel an der erhöhten Bereitschaft von Risikokapitalfonds, sich für das EuVECA-Registrierungs-Verfahren zu entscheiden.³³ Es müsste wohl an übergeordneter Stelle angesetzt werden, um z. B. bei der Qualifikation der Risikokapitalfonds als vermögensverwaltend sowie der finalen Besteuerung des Carried Interest nach nationalem Steuerrecht ein harmonisiertes Umfeld zu schaffen. Dies ist derzeit nicht zu erwarten.
7. Vorgesehen ist die Vorlage einer endgültigen Fassung des Verordnungsvorschlags für September 2012.

AUTOREN



Dr. Thomas A. Jesch, LL.M. (Georgetown), ist als Counsel bei Kaye Scholer (Germany) LLP in Frankfurt a. M. tätig. Er hat einen Tätigkeitsschwerpunkt im Bereich der Fondsstrukturierung.



Adrian Aldinger ist als Associate bei Arendt & Medernach in Luxemburg tätig. Auch er hat einen Tätigkeitsschwerpunkt im Bereich der Fondsstrukturierung.

33 Offen insoweit Volhard/Kruschke, EWS 2012, 21, 25.