



EUROPESE COMMISSIE

Brussel, 7.12.2011
SEC(2011) 1516 definitief

COMMISSION STAFF WORKING PAPER

WERKDOCUMENT VAN DE DIENSTEN VAN DE COMMISSIE

SAMENVATTING VAN DE EFFECTBEOORDELING

Begeleidend document bij het

**Voorstel voor een
VERORDENING VAN HET EUROPEES PARLEMENT EN DE RAAD**

betreffende Europese durfkapitaalfondsen

{COM(2011) 860 definitief}
{SEC(2011) 1515 definitief}

1. INLEIDING

Durfskapitaalfondsen zijn marktpartijen die vooral financiering in de vorm van aandelenkapitaal verstrekken aan ondernemingen die over het algemeen zeer klein zijn en zich in de beginstadiën van hun ontwikkeling bevinden. Deze fondsen zijn vaak innovatief en worden door een groot groei- en expansiepotentieel gekenmerkt. In de EU biedt durfskapitaalfinanciering een aanzienlijk maar nog grotendeels onbenut potentieel voor de ontwikkeling van kleine en middelgrote ondernemingen (kmo's)¹. Kmo's die op durfskapitaalfinanciering vertrouwen, doen het doorgaans beter dan zij die niet met durfskapitaal worden ondersteund. Met durfskapitaal ondersteunde kmo's kunnen ook voor kwalitatief hoogwaardige banen zorgen, aangezien durfskapitaal de oprichting ondersteunt van innovatieve ondernemingen, waarvan de groei groter is dan die in meer traditionele sectoren. Volgens recent onderzoek gaat een toename van durfskapitaalinvesteringen gepaard met een stijging van het bbp en heeft vroegtijdige financiering van kmo's zelfs een nog krachtiger effect. In die zin kan het ondersteunen van durfskapitaal de reële economie dan ook een duw in de rug geven.

In Europa blijven de middelen die voor durfskapitaalfinanciering worden aangetrokken op een suboptimaal niveau. De beperkte omvang van een gemiddeld Europees durfskapitaalfonds (60 miljoen EUR) heeft dan ook negatieve gevolgen voor een optimale middelenallocatie. De vrij geringe omvang van Europese durfskapitaalfondsen verhindert het ontstaan van schaalvoordelen, wat een eerste vereiste is voor de specialisatie die noodzakelijk is om een succesvol durfskapitaalfonds te beheren.

In de effectbeoordeling wordt de nadruk gelegd op passende regelgevingsmaatregelen die voor meer potentieel kapitaal voor durfskapitaalfondsen moeten zorgen en Europese durfskapitaalfondsen in staat moeten stellen het door hen beheerde vermogen uit te breiden. De onderliggende beleidsdoelstelling bestaat erin deze fondsen om te vormen tot een belangrijker financieringsmiddel voor innovatieve startende ondernemingen. In de effectbeoordeling is de aandacht daarbij vooral uitgegaan naar voorschriften die de "onderhandse plaatsing" van durfskapitaalfondsen bij potentiële beleggers regelen.

2. PROBLEEMSTELLING

Drijfveer 1: fragmentatie van de regelgeving. In vergelijking met concurrerende mondiale hightech- en innovatiecentra, en dan vooral de Verenigde Staten, zijn de voorschriften die het op de markt aanbieden van durfskapitaalinvesteringen regelen, gefragmenteerd en uiteenlopend. In negen van de 27 lidstaten bestaan er specifieke voorschriften voor de werking van durfskapitaalfondsen, de samenstelling van hun beleggingsportefeuille, in aanmerking komende beleggingsinstrumenten, in aanmerking komende beleggingsdoelstellingen, de geografische locatie van beleggingsobjecten en de soorten beleggers die voor dergelijke fondsen in aanmerking komen. Inhoudelijk wijken al deze voorschriften op sommige of alle bovengenoemde punten van elkaar af. Dit heeft tot gevolg dat er geen uniform concept bestaat van wat een durfskapitaalfonds eigenlijk is. Achttien lidstaten hebben geen specifieke voorschriften voor de fondsenwerving door durfskapitaalfondsen. Ze passen algemene vennootschapsrechtelijke voorschriften en prospectusvereisten toe op fondsen die de

¹ Het begrip "kmo" is gedefinieerd in de aanbeveling van de Commissie van 6 mei 2003 betreffende de definitie van kleine, middelgrote en micro-ondernemingen (PB L 124 van 20.5.2003, blz. 36).

dienst van "onderhandse plaatsing"² van durfkapitaal op de markt wensen aan te bieden. Het naleven van dit heterogene samenstel van voorschriften brengt extra kosten en complicaties met zich mee.

Drijfveer 2: voor het aantrekken van durfkapitaal in het buitenland moeten diverse procedurele stappen worden ondernomen die niet vereist zijn wanneer in het binnenland kapitaal wordt aangetrokken. Doordat de regelgeving gefragmenteerd is en diverse samenstellen van voorschriften moeten worden nageleefd om durfkapitaalfondsen op de markt te mogen aanbieden, worden de procedurele en voorbereidende stappen om durfkapitaal aan te trekken (het kennis nemen van de plaatselijke voorschriften, het inwinnen van juridisch advies en het verrichten van een kosten/batenanalyse alvorens zich op de markt te begeven), complexer naarmate het aantal beoogde rechtsgebieden toeneemt.

Drijfveer 3: het in het buitenland aantrekken van durfkapitaal houdt kosten in die niet moeten worden gemaakt wanneer in het binnenland kapitaal wordt aangetrokken. Om ervoor te zorgen dat de diverse wettelijke vereisten in acht worden genomen die gelden voor het op de markt aanbieden van durfkapitaalfondsen, moet de fondsbeheerder alle toepasselijke voorschriften en verplichtingen naar behoren bestuderen. De kosten van het aanpassen van de juridische documentatie aan de vereisten van de verschillende nationale voorschriften voor onderhandse plaatsing kunnen oplopen tot 500 à 1 000 EUR voor elk rechtsgebied. Indien een sponsor van een durfkapitaalfonds in de hele EU kapitaal wil aantrekken, kunnen deze kosten dus al snel 13 500 à 27 000 EUR bedragen.

Drijfveer 4: in diverse rechtsgebieden worden op aanbiedingen van durfkapitaal prospectusvoorschriften toegepast. De grootste kosten houden verband met nationale prospectusvereisten. Lidstaten en hun toezichthoudende autoriteiten hebben bijvoorbeeld verschillende visies op de vraag of belangen in commanditaire vennootschappen (de typische rechtsfiguur die voor durfkapitaalfondsen wordt gebruikt) al dan niet als effecten moeten worden aangemerkt en bijgevolg onder de Prospectusrichtlijn vallen. In één lidstaat van ontvangst alleen al (Duitsland) zou een prospectusregistratie ongeveer 40 000 EUR kosten. Er is geconstateerd dat er prospectusvereisten bestaan en voorafgaande toelatingen vereist zijn in Oostenrijk, België, Nederland, Frankrijk, Zweden en het Verenigd Koninkrijk.

Drijfveer 5: in diverse rechtsgebieden is een lokale registratie en een lokale aanwezigheid vereist. Tal van lidstaten schrijven voor dat een lokale en vergunninghoudende marktpartij (d.i. een financiële instelling) moet worden ingeschakeld wanneer een durfkapitaalfonds op hun grondgebied op de markt wordt aangeboden. Een alternatief kan zijn dat de durfkapitaalfondsbeheerder zelf een vergunning moet aanvragen waardoor hij een marktpartij wordt. De kostprijs voor het verkrijgen van een distributievergunning loopt uiteen van 20 000 EUR tot 40 000 EUR³. De jaarlijkse kostprijs voor het handhaven van een gereguleerde "lokale aanwezigheid" bedraagt ten minste 25 000 EUR per jaar (bv. in het Verenigd Koninkrijk). In dit cijfer zijn de personeelskosten niet inbegrepen.

² Het begrip "onderhandse plaatsing" wordt algemeen begrepen als het op de markt aanbieden/verkoop van (in dit geval) deelnemingsrechten of aandelen van beleggingsfondsen aan een klein of beperkt aantal meestal professionele beleggers. Een onderhandse plaatsing is het tegenovergestelde van het ophalen van kapitaal bij het publiek/het uitgeven van aandelen op openbare markten.

³ Deze ramingen zijn op 25 oktober 2011 verstrekt door een juridisch adviseur van EVCA.

In het *Expert group report on removing obstacles to cross-border investments by venture capital funds* van 2007 werd de kostprijs voor het beheer van vier parallelle fondsstructuren om in vier verschillende rechtsgebieden middelen aan te trekken, geraamd op meer dan 0,4% van het totale kapitaal dat aan het betrokken fonds werd toegezegd.

3. SUBSIDIARITEITSANALYSE

Er is reeds een oplossing getest die gebaseerd was op een optreden door de lidstaten, maar de beoogde doelstelling werd niet verwezenlijkt. In 2007 stelde de Commissie voor over te gaan tot de wederzijdse erkenning van durfkapitaalfondsen die legitiem in een andere lidstaat op de markt worden aangeboden. In een verslag van december 2009 concludeerde de Commissie echter dat de wederzijdse erkenning op zich niet heeft bijgedragen tot het openstellen van de markten van de lidstaten van ontvangst voor durfkapitaalfondsbeheerders die legitiem in een bepaald rechtsgebied zijn gevestigd. Alleen een doelgerichte harmonisatie op Europees niveau van de essentiële vereisten die op durfkapitaalfondsen van toepassing zijn, zal een grensoverschrijdende aanbidding ervan mogelijk maken.

4. DOELSTELLINGEN

Algemene doelstelling – Europese kmo's concurrerder maken op de wereldmarkt

De overkoepelende doelstelling bestaat erin Europese kmo's concurrerder te maken op de wereldmarkt. Het ontbreekt Europa niet aan ideeën en vernieuwers. Het is alleen op het vlak van de financiering tijdens de startfase en het ondernemerschap dat Europa achterop loopt.

Specifieke doelstelling – Tot stand brengen van een Europees systeem voor het grensoverschrijdend aantrekken van middelen voor durfkapitaalfondsen

Durfkapitaal is het instrument bij uitstek voor beginnende ondernemingen. Beginnende ondernemers hebben immers behoefte aan een stabiele financiering in de vorm van aandelenkapitaal. Deze financieringsvorm geniet de voorkeur boven leningen of andere schuldinstrumenten. Daarom wordt voorgesteld zich te concentreren op de totstandbrenging van diepere kapitaalmarkten voor durfkapitaalfondsen.

Operationele doelstellingen

Het begrip "in aanmerking komend durfkapitaalfonds" definiëren. Om de praktische werking van grensoverschrijdende fondsenwerving te verbeteren, is overeenstemming over het concept "durfkapitaal" vereist. Daarom wordt voorgesteld de essentiële kenmerken van een durfkapitaalfonds te harmoniseren.

Een gemeenschappelijke regelgevende benadering voor "in aanmerking komende durfkapitaalfondsen" en de beheerders daarvan uitwerken. Als het begrip "durfkapitaalfonds" eenmaal met de vereiste mate van nauwkeurigheid is afgebakend, zal de tweede operationele doelstelling erin bestaan een uniform kader uit te werken dat van toepassing is wanneer in aanmerking komende durfkapitaalfondsen in de Gemeenschap op de markt worden aangeboden.

Een netwerk van administratieve samenwerking tot stand brengen voor de effectieve introductie van en een doeltreffend toezicht op de beheerders van in aanmerking komende durfkapitaalfondsen. Een essentieel operationeel vereiste voor de afdwinging van grensoverschrijdende fondsenwerving in de praktijk is de totstandbrenging van een kader voor administratieve samenwerking bij de uitoefening van het toezicht op en het handhaven van de uniforme voorschriften die op durfkapitaalfondsen van toepassing zijn.

5. BELEIDSOPTIES

Wat de inhoudelijke beleidsopties betreft, wordt in de effectbeoordeling nagegaan hoe de essentiële kenmerken van een durfkapitaalfonds het best kunnen worden gedefinieerd in termen van portefeuillebeleggingsdrempels, doelondernemingen en in aanmerking komende beleggingsinstrumenten. De beoordeelde opties gaan uit van het instellen van een beleggingsdrempel van 50%, 70% of zelfs 90% van het ingelegde kapitaal ten gunste van in aanmerking komende doelondernemingen (niet-beursgenoteerde kmo's). De beoordeelde instrumenten omvatten aandelen- en quasianaandeleninstrumenten. Wat geschikte beleggers betreft, omvatten de beoordeelde opties fondsen die open staan voor professionele beleggers (zoals omschreven in de MiFID), fondsen die open staan voor de grotere groep van familieondernemingen, particuliere investeerders, managementteams en vermogende particulieren, of fondsen die open staan voor alle kleine beleggers.

De diverse onderzochte opties met betrekking tot de juridische vormgeving omvatten onder meer de mogelijkheid dat speciale voorschriften voor durfkapitaalfondsen in de richtlijn inzake beheerders van alternatieve beleggingsfondsen (Alternative Investment Fund Managers Directive – AIFMD) worden opgenomen, in de vorm van "niveau 2"-maatregelen worden vastgesteld bij de tenuitvoerlegging van de AIFMD, in een doelgericht afzonderlijk rechtsinstrument worden vastgelegd, dan wel worden ingevoerd via een rechtsinstrument waarin de voorwaarden voor "wederzijdse erkenning" van nationale benaderingen tot regeling van durfkapitaal of, bij gebreke daarvan, voor "onderhandse plaatsingen" nader worden omschreven.

6. EFFECTBEOORDELING

De effectbeoordeling heeft uitgewezen dat een gemengde benadering de voorkeur verdient. Een benadering waarbij een tussen beide bovenvermelde uitersten liggend percentage van 70% van het ingelegde kapitaal moet worden belegd in aandelen of quasianaandelen die door een in aanmerking komende kmo zijn uitgegeven, biedt de grootste kans dat een afzonderlijke Europese categorie van "durfkapitaalfondsen" zal ontstaan, die niet aan verwatering onderhevig is. Wat de in aanmerking komende beleggers betreft, bestaat de voorkeursbenadering erin een regeling op te zetten die beperkt is tot professionele beleggers maar die onder bepaalde voorwaarden ook openstaat voor beleggingen door familieondernemingen, particuliere beleggers, managementteams en vermogende particulieren, maar niet voor kleine beleggers. Een dergelijke benadering zou de typische durfkapitaalbelegger bestrijken, zonder dat een volwaardig retailkader is vereist.

Wat het rechtsinstrument betreft, blijkt uit de effectbeoordeling dat de voorkeur moet uitgaan naar de vaststelling van een afzonderlijk instrument. Opties waarbij binnen het bestaande AIFMD-kader in uniforme voorschriften voor durfkapitaalfondsen wordt voorzien, zouden spanningen veroorzaken binnen het AIFMD-kader omdat de richtlijn dan een strikte toezichtbenadering mogelijk zou moeten maken ten aanzien van een heterogene populatie van beheerders van alternatieve fondsen. Bij gebreke van een hoger niveau van toezichtconvergentie tussen de lidstaten

wordt een optie die op "wederzijdse erkenning" van legitiem op de markt aangeboden durfkapitaalfondsen is gebaseerd, evenmin als doeltreffend beschouwd voor het verwezenlijken van de eerste operationele doelstelling (een gemeenschappelijke definitie van het begrip "durfkapitaalfonds" en het uitwerken van uniforme voorwaarden voor het op de markt aanbieden ervan).

7. VERGELIJKING VAN DE OPTIES EN BELEIDSKEUZE

In de definitieve vergelijkende analyse van alle inhoudelijke en procedurele opties wordt tot de conclusie gekomen dat de voorkeursoptie een op zichzelf staand harmonisatie-instrument is waarbij uniforme voorwaarden worden vastgesteld waaraan een fondsbeheerder moet voldoen om in aanmerking komende durfkapitaalfondsen in de Gemeenschap op de markt te mogen aanbieden.

De gekozen benadering lijkt de meest efficiënte omdat, in praktische termen, een fondsbeheerder die voldoet aan alle uniforme vereisten die in het voorgestelde instrument zijn vastgesteld, in staat zou zijn om uniforme fondsen in de gehele Gemeenschap op de markt aan te bieden zonder: i) te moeten kiezen voor het regelgevingskader dat door Richtlijn 2011/61/EG wordt verschaft; of ii) zich te moeten houden aan de residuele – en bijzonder heterogene – nationale voorschriften betreffende ofwel durfkapitaalfondsen, ofwel onderhandse plaatsingen, ofwel prospectussen, ofwel vereisten inzake lokale distributie.

8. KOSTEN EN BATEN

Er wordt niet verwacht dat het naleven van de uniforme criteria in aanzienlijke nalevingskosten of administratieve lasten zal resulteren. De harmonisatie van de kwaliteitsvereisten die op durfkapitaalfondsen van toepassing zijn, zou tot een sterke daling moeten leiden van de huidige kosten die verbonden zijn aan het feit dat bij gebreke van een harmonisatie diverse, zeer heterogene nationale voorschriften in acht moeten worden genomen.

Hoewel een durfkapitaalfonds naar alle waarschijnlijkheid enige kosten zal moeten maken om zijn verslagleggings- en openbaarmakingsstandaarden aan de uniforme voorschriften aan te passen, zullen deze kosten wellicht maar een fractie bedragen van de operationele uitgaven die uit het "business as usual"-scenario zouden voortvloeien, waarbij fondsen een grote verscheidenheid aan nationale voorschriften op het gebied van verslaglegging en openbaarmaking moeten naleven.

Er wordt niet verwacht dat de uitoefening van het toezicht op de naleving van het uniforme kader aanzienlijke kosten met zich mee zal brengen, aangezien alle alternatieve beleggingsfondsen, ingeval ze niet geregistreerd werden overeenkomstig het voorgestelde kader, onderworpen zijn aan de algemene vereisten inzake registratie en openbaarmaking welke zijn vastgelegd in artikel 3, lid 3, van de richtlijn inzake beheerders van alternatieve beleggingsfondsen (AIFMD).

Bepaalde vereisten kunnen tot hogere kosten leiden voor portefeuillemaatschappijen die door in aanmerking komende durfkapitaalfondsen als doelonderneming worden gekozen. Deze extra kosten kunnen in het bijzonder voortvloeien uit de verplichting van het fonds om regelmatig jaarverslagen te publiceren. Het is echter onwaarschijnlijk dat deze kosten significant hoger zullen zijn dan die bij het "business as usual"-scenario, aangezien dit een eerste vereiste is voor portefeuillemaatschappijen, die zoeken naar durfkapitaalfinanciering die direct voor het doen van investeringen kan worden aangewend.

Verwacht wordt dat de totstandbrenging van een Europees kader voor durfkapitaalfondsen, dat op een gemeenschappelijke definitie van het begrip "in aanmerking komend durfkapitaalfonds" is gebaseerd, de efficiëntie van grensoverschrijdende fondsenwerving zal verbeteren, de onderlinge concurrentie tussen durfkapitaalfondsbeheerders zal bevorderen en meer mogelijkheden voor specialisatie zal bieden. Uit het oogpunt van de beleggers zouden uniforme voorschriften voor de regeling van durfkapitaalfondsen zorgen voor een groter vertrouwen in deze welbepaalde categorie van activa. In combinatie met een verbeterde toegang tot dergelijke fondsen zou dit beleggers helpen hun kapitaal efficiënter te spreiden. Tot slot zal een uniform kader voor durfkapitaalfondsen ervoor zorgen dat er meer kapitaal stroomt naar innovatieve ondernemingen en ondernemingen met een groot groeipotentieel.

9. TOEZICHT EN EVALUATIE

In overeenstemming met de doelstellingen die aan de beleidskeuze van de Commissie ten grondslag liggen, zullen het toezicht en de evaluatie na de vaststelling van het rechtsinstrument zich vooral op de volgende drie vragen toespitsen: 1) voorziet het nieuwe kader in een definitie van het begrip "in aanmerking komend durfkapitaalfonds"; 2) heeft het nieuwe kader bijgedragen tot een gemeenschappelijke regelgevende benadering voor in aanmerking komende durfkapitaalfondsen; en 3) heeft het nieuwe kader bijgedragen tot de totstandbrenging van een netwerk van administratieve samenwerking voor een effectieve introductie van en een doeltreffend toezicht op beheerders van Europese durfkapitaalfondsen.

Het monitoren van deze kwesties zal in nauwe samenwerking verlopen met de ESMA, die de taak toegewezen zal krijgen om een via internet publiekelijk toegankelijk centraal register bij te houden van alle beheerders van in aanmerking komende durfkapitaalfondsen die overeenkomstig de voorgestelde verordening in de Unie zijn geregistreerd.