



EVROPSKA KOMISIJA

Bruselj, 7.12.2011  
SEC(2011) 1516 konč.

**DELOVNI DOKUMENT SLUŽB KOMISIJE**

**POVZETEK OCENE UČINKA**

*Spremni dokument*

**k predlogu  
UREDBE EVROPSKEGA PARLAMENTA IN SVETA**

**o evropskih skladih tveganega kapitala**

{COM(2011) 860 konč.}  
{SEC(2011) 1515 konč.}

## 1. UVOD

Skladi tveganega kapitala so upravitelji, ki na splošno zelo majhnim podjetjem v začetnih fazah njihovega podjetniškega razvoja zagotavljajo predvsem lastniško financiranje. Ta podjetja so pogosto inovativna ter imajo velik potencial za rast in širitev. Financiranje s tveganim kapitalom ima v EU velik, vendar precej neizkoriščen potencial za razvoj malih in srednje velikih podjetij (MSP)<sup>1</sup>. MSP, ki se opirajo na financiranje s tveganim kapitalom, so uspešnejša od podjetij, ki nimajo podpore v obliki tveganega kapitala. MSP, ki so podprta s tveganim kapitalom, lahko ustvarijo visokokakovostna delovna mesta, saj se s tveganim kapitalom podpre ustvarjanje inovativnih podjetij, ki rastejo hitreje od podjetij v bolj tradicionalnih sektorjih. Glede na nedavno raziskavo je povečanje naložb v tvegani kapital povezano s povečanjem BDP, pri čemer je vpliv zgodnjega financiranja MSP še izrazitejši. S podpiranjem tveganega kapitala se lahko torej pospeši razvoj realnega gospodarstva.

Zbiranje sredstev za tvegani kapital v Evropi še vedno ni doseglo optimalnih ravni. Dejstvo, da je obseg povprečnega evropskega sklada tveganega kapitala (60 milijonov EUR) majhen, negativno vpliva na optimalno dodelitev sredstev. Sorazmerna majhnost evropskih skladov tveganega kapitala preprečuje nastanek ekonomije obsega, ki je pogoj za specializacijo, potrebno za delovanje uspešnega sklada tveganega kapitala.

Ocena učinka se osredotoča na ustrezne regulativne ukrepe, da se zagotovijo obsežnejša kapitalska sredstva za sklade tveganega kapitala in da se evropskim skladom tveganega kapitala omogoči razširitev upravljanih sredstev. Temeljni cilj politike je, da taki skladi postanejo pomembnejše orodje za financiranje, namenjeno inovativnim novoustanovljenim podjetjem. Za doseganje tega cilja se ocena učinka osredotoča na predpise, ki urejajo zasebno plasiranje skladov tveganega kapitala potencialnim vlagateljem.

## 2. OPREDELITEV PROBLEMA

Dejavnik 1: Regulativna razdrobljenost. Predpisi, ki urejajo trženje naložb v tvegani kapital, so v primerjavi s konkurenčnimi svetovnimi središči visoke tehnologije in inovacij, predvsem Združenimi državami, razdrobljeni in razpršeni. Devet od 27 držav članic je sprejelo posebne predpise o delovanju skladov tveganega kapitala, sestavi njihovega naložbenega portfelja, kvalificiranih naložbenih instrumentih, kvalificiranih naložbenih ciljih, geografski lokaciji naložbenih ciljev in vrstah upravičenih vlagateljev v sklade. Vsi ti predpisi se vsebinsko razlikujejo v nekaterih ali vseh zgoraj navedenih točkah. S tem se je preprečilo oblikovanje enotnega pojma sklada tveganega kapitala. Posebnih predpisov o dejavnostih zbiranja sredstev, ki so jih izvajali upravitelji tveganega kapitala, ni sprejelo osemnajst držav članic. Te države uporabljajo splošne predpise o pravu družb in obveznostih iz prospekta za sklade, ki želijo tržiti zasebno plasiranje<sup>2</sup> tveganega kapitala. Zagotavljanje skladnosti s temi različnimi predpisi povzroča dodatne stroške.

---

<sup>1</sup> MSP so opredeljena v Priporočilu Komisije z dne 6. maja 2003 o opredelitvi mikro, majhnih in srednje velikih podjetij (UL L 124/36, 20.5.2003).

<sup>2</sup> Zasebno plasiranje se na splošno razume kot trženje/prodaja (v tem primeru) enot ali delnic v investicijskih skladih majhnemu ali omejenemu številu običajno profesionalnih vlagateljev. Zasebno plasiranje je protipomenka zbiranju kapitala na podlagi javnih delnic/izdajanja delnic na javnih trgih.

Dejavnik 2: Zbiranje sredstev tveganega kapitala v tujini vključuje več stopenj postopka, ki pri zbiranju sredstev v matični državi niso potrebne. Zaradi regulativne razdrobitve in potrebe po skladnosti z več sklopi predpisov, ki urejajo trženje skladov tveganega kapitala, se poveča zapletenost stopenj postopka in priprave (predpisov o opredelitvi ali lokalnih predpisov, pridobitve pravnega nasveta, analize stroškov/koristi pred usmeritvijo na trg), potrebnih za zbiranje kapitala, ker se poveča število ciljnih sodnih pristojnosti.

Dejavnik 3: Zbiranje sredstev tveganega kapitala v tujini vključuje stroške, ki pri zbiranju sredstev v matični državi ne nastanejo. Za zagotovitev skladnosti z različnimi pravnimi zahtevami, ki se uporabljajo pri trženju skladov tveganega kapitala, mora upravitelj sklada z ustrezno skrbnostjo poskrbeti za primerno opredelitev vseh veljavnih predpisov in zahtev. Stroški, povezani s prilagoditvijo pravne dokumentacije zahtevam različnim nacionalnim predpisom o zasebnem plasiranju, lahko znašajo med 500 EUR in 1 000 EUR za vsako sodno pristojnost. Če želi sponzor sklada tveganega kapitala zbirati sredstva po vsej EU, se ti stroški s 13 500 EUR povečajo na 27 000 EUR.

Dejavnik 4: V več sodnih pristojnostih se uporabljajo predpisi o prospektu, ki veljajo za ponudbe tveganega kapitala. Večji stroški so povezani z nacionalnimi zahtevami glede prospekta. Na primer, države članice in njihovi regulativni organi imajo različna stališča glede tega, ali je mogoče deleže v komanditnih družbah (ki so značilna struktura pri skladih tveganega kapitala) šteti kot vrednostne papirje ali ne, in jih posledično vključiti v direktivo o prospektu. Registracija prospekta za eno samo državo članico gostiteljico (Nemčijo) bi znašala približno 40 000 EUR. Zahteve glede prospekta in predhodne odobritve so bile opredeljene za Avstrijo, Belgijo, Nizozemsko, Francijo, Švedsko in Združeno kraljestvo.

Dejavnik 5: V več sodnih pristojnostih se zahtevata lokalna registracija in lokalna razdelitev kapitala. Veliko držav članic zahteva, da pri trženju sklada tveganega kapitala na njihovem ozemlju sodeluje lokalni pooblaščen tržni posrednik (tj. finančna institucija). V nasprotnem primeru mora upravitelj tveganega kapitala sam pridobiti dovoljenje, da lahko deluje kot tržni posrednik. Stroški za pridobitev dovoljenja za razdelitev kapitala znašajo od 20 000 EUR do 40 000 EUR<sup>3</sup>. Letni stroški za vzdrževanje regulirane „lokalne prisotnosti“ bi bili na primer v Združenem kraljestvu najmanj 25 000 EUR na leto. Ta znesek ne vključuje stroškov za osebje.

*V poročilu strokovne skupine o odpravi ovir za čezmejne naložbe skladov tveganega kapitala iz leta 2007 je bilo ocenjeno, da so stroški za upravljanje štirih vzporednih struktur skladov, potrebnih za zbiranje sredstev, v štirih različnih sodnih pristojnostih preseglji 0,4 % skupnega kapitala, namenjenega za ta sklad.*

### 3. ANALIZA SUBSIDIARNOSTI

Rešitev, ki temelji na ukrepanju držav članic, je bila že preskušena, vendar z njo predvideni cilj ni bil dosežen. Komisija je leta 2007 predlagala vzajemno priznavanje skladov tveganega kapitala, ki se zakonito tržijo v drugi državi članici. Kljub temu pa je v poročilu iz decembra 2009 podala zaključek, da vzajemno priznavanje samo po sebi ni prispevalo k odpiranju trgov držav članic gostiteljic upraviteljem skladov tveganega kapitala, ki imajo sedež v eni sodni pristojnosti. Zato bo čezmejno trženje mogoče le s ciljnim usklajevanjem ključnih zahtev, ki veljajo za celotne kapitalske sklade na evropski ravni.

---

<sup>3</sup> Glede na ocene pravnega svetovalca EVCA z dne 25. oktobra 2011.

#### 4. CILJI

##### Splošni cilj – povečanje konkurenčnosti evropskih MSP na svetovnem trgu

Splošni cilj je povečanje konkurenčnosti evropskih MSP na svetovnem trgu. V Evropi ne primanjkuje idej in inovatorjev. Vendar pa Evropa zaostaja na področju financiranja novoustanovljenih podjetij in podjetništva.

##### Posebni cilj – oblikovanje evropskega sistema za čezmejno zbiranje sredstev skladov tveganega kapitala

Tvegani kapital je možnost, ki je na voljo novoustanovljenim podjetjem. Podjetniki začetniki potrebujejo stabilno lastniško financiranje, ki ima prednost pred posojili ali drugimi dolžniškimi instrumenti. Predlagani ukrepi se zato osredotočajo na razvoj obsežnejših kapitalskih trgov za sklade tveganega kapitala.

##### Operativni cilji

Pojasnitev pojma „kvalificirani sklad tveganega kapitala“. Za izboljšanje zbiranja sredstev v praksi je potrebno splošno razumevanje pojma „tvegani kapital“. Zato se predlaga uskladitev bistvenih značilnosti sklada tveganega kapitala.

Oblikovanje splošnega regulativnega pristopa, ki ureja „kvalificirane sklade tveganega kapitala“ in njihove upravitelje. Ko bo pojem „sklad tveganega kapitala“ dovolj natančno opredeljen, bo drugi operativni cilj zajemal zagotovitev enotnega okvira, ki se uporabi, kadar se kvalificirani skladi tveganega kapitala tržijo v Skupnosti.

Oblikovanje mreže upravnega sodelovanja za učinkovito uvajanje in nadzor upraviteljev kvalificiranih skladov tveganega kapitala. Bistveni operativni element za praktično izvrševanje čezmejnega zbiranja sredstev je vzpostavitev okvira upravnega sodelovanja pri nadzorovanju in uveljavljanju enotnih predpisov, ki veljajo za sklade tveganega kapitala.

#### 5. MOŽNOSTI POLITIKE

Kar zadeva bistvene možnosti politike, je v oceni učinka obravnavan najboljši način za opredelitev bistvenih značilnosti v smislu pragov portfeljskih naložb, ciljnih podjetij in kvalificiranih naložbenih instrumentov, ki so značilni za sklad tveganega kapitala. Ocenjene možnosti so zajemale uvedbo naložbenega praga v višini 50 %, 70 % ali do 90 % kapitala na vpoklic v podporo upravičenim ciljnim podjetjem (MSP, ki ne kotirajo na borzi). Ocenjeni instrumenti vključujejo lastniške in navidezne lastniške instrumente. V zvezi z upravičenimi vlagatelji so ocenjene možnosti zajemale sklade, ki so na voljo profesionalnim vlagateljem (kot je opredeljeno v direktivi o trgih finančnih instrumentov), sklade, ki so na voljo širšemu krogu družinskih podjetij, poslovnim angelom, vodstvenim skupinam in premožnim posameznikom, ter sklade, ki so na voljo vsem malim vlagateljem.

Ocenjenih je bilo več možnosti glede pravne oblike. Te so vključevale možnosti, pri katerih je treba posebne predpise o skladih tveganega kapitala vključiti v direktivo o upraviteljih alternativnih investicijskih skladov, razglasiti za „raven 2“ pri izvajanju direktive o upraviteljih alternativnih investicijskih skladov, doseči s ciljnim samostojnim pravnim instrumentom ali doseči s pravnim instrumentom, ki natančno določa pogoje medsebojnega

priznavanja nacionalnih pristopov, ki urejajo tvegani kapital ali, če ta ne obstaja, zasebno plasiranje.

## **6. OCENA UČINKOV**

Z oceno učinkov so se pokazale prednosti vmesnega pristopa. Pri pristopu, pri katerem je treba 70 % kapitala na vpoklic, kar predstavlja vmesni cilj, vložiti v lastniške ali navidezne lastniške instrumente, ki jih izdajo upravičena MSP, je zelo verjetno, da se bo drugačna evropska znamka za „sklade tveganega kapitala“ oblikovala brez tveganja za zmanjšanje vrednosti nove znamke. Kar zadeva upravičene vlagatelje, je prednostni pristop oblikovanje načrta, omejenega na profesionalne vlagatelje, ki je pod nekaterimi pogoji na voljo tudi naložbam družinskih podjetij, zasebnih vlagateljev, vodstvenih skupin in premožnih posameznikov, ne pa tudi malih vlagateljev. Ta pristop bi zajemal značilno bazo vlagateljev tveganega kapitala, pri čemer celovit okvir malih vlagateljev ni potreben.

Kar zadeva pravni instrument, ima na podlagi ocene učinka prednost samostojni pristop. Možnosti, s katerimi se oblikujejo enotni predpisi o skladih tveganega kapitala v okviru obstoječe direktive o upraviteljih alternativnih investicijskih skladov, naj bi povzročale trenja znotraj okvira navedene direktive, s katero bi bilo treba strogi pristop nadzora prilagoditi glede na raznolikost populacije upraviteljev alternativnih skladov. Ker visoka stopnja zблиževanja zakonodaj med državami članicami ni dosežena, se šteje, da je možnost, ki temelji na medsebojnem priznavanju zakonito trženih skladov tveganega kapitala, pri doseganju prvega operativnega cilja (splošno razumevanje pojma „skladi tveganega kapitala“ in oblikovanja enotnih pogojev za njihovo trženje), neučinkovita.

## **7. PRIMERJAVA MOŽNOSTI IN ODLOČITEV POLITIKE**

Na podlagi končne primerjalne analize vseh bistvenih in postopkovnih možnosti se ugotavlja, da je prednostna možnost samostojni instrument za usklajevanje, prek katerega bi se oblikovali enotni pogoji, pod katerimi bi lahko upravitelj sklada tržil kvalificirane sklade tveganega kapitala v Skupnosti.

Izbrani pristop se zdi najučinkovitejši, ker bi lahko upravitelj sklada, ki izpolnjuje vse enotne zahteve, določene v predlaganem instrumentu, v praktičnem smislu tržil enotne sklade v celotni Skupnosti, pri čemer mu ne bi bilo treba: (i) izbrati regulativnega okvira iz Direktive 2011/61/EU ali (ii) upoštevati preostalih in zelo različnih nacionalnih predpisov o skladih tveganega kapitala, zasebnem plasiranju, prospektih ali zahtev o lokalni razdelitvi kapitala.

## **8. STROŠKI IN KORISTI**

Ne pričakuje se, da bo skladnost z enotnimi merili povzročila velike stroške za skladnost ali upravno obremenitev. Z uskladitvijo zahtev glede kakovosti, ki veljajo za sklade tveganega kapitala, bi se bistveno znižali obstoječi stroški, povezani z obveznostjo upoštevanja različnih in precej raznolikih nacionalnih predpisov, ki bi veljali, če uskladitve ne bi bilo.

Čeprav bi sklad tveganega kapitala verjetno povzročil nekatere stroške, povezane s prilagoditvijo standardov poročanja in razkritja zaradi uskladitve z enotnimi predpisi, bi ti

stroški verjetno predstavljali del operativnih stroškov, ki nastanejo pri običajnem scenariju, pri katerem morajo skladi upoštevati različne nacionalne predpise, ki urejajo poročanje in razkritje.

Pričakuje se, da stroški nadziranja skladnosti z enotnim okvirom ne bodo veliki, saj za vse alternativne investicijske sklade veljajo splošne zahteve glede registracije in razkritja iz člena 3(3) direktive o upraviteljih alternativnih investicijskih skladov, če ti skladi niso registrirani v skladu s predlaganim okvirom.

Zaradi nekaterih zahtev se lahko povečajo stroški za portfeljska podjetja, v katera vlagajo kvalificirani skladi tveganega kapitala. Ti stroški lahko nastanejo zlasti zaradi obveznosti skladov za predložitev rednih letnih poročil. Vendar je malo verjetno, da bi bili ti stroški bistveno višji od stroškov, ki nastanejo pri običajnem scenariju, ker za portfeljska podjetja, ki si prizadevajo za sredstva tveganega kapitala, velja pogoj, da so pripravljena takoj vložiti.

Z oblikovanjem evropskega okvira tveganega kapitala na podlagi skupnega pojmovanja kvalificiranega sklada tveganega kapitala naj bi se po pričakovanjih izboljšala učinkovitost čezmejnega zbiranja kapitala, spodbujala konkurenčnost med upravitelji skladov tveganega kapitala in povečale možnosti za specializacijo. Z vidika vlagateljev bi se z enotnimi predpisi, ki urejajo sklad tveganega kapitala, ustvarilo večje zaupanje v zadevni razred finančnih instrumentov skupaj z boljšim dostopom do sredstev ter bi vlagateljem pomagalo pri učinkovitejšem dodeljevanju njihovega kapitala. Nazadnje, z enotnim okvirom za sklade tveganega kapitala bo več kapitala usmerjenega v inovativna podjetja z velikim potencialom rasti.

## **9. SPREMLJANJE IN VREDNOTENJE**

V skladu s cilji, na katerih temelji politična odločitev Komisije, se bosta spremljanje in vrednotenje po sprejetju osredotočila na tri vprašanja: (1) ali se je z novim okvirom opredelil pojem kvalificiranega sklada tveganega kapitala, (2) ali je novi okvir prispeval k skupnemu regulativnemu pristopu, ki ureja kvalificirane sklade tveganega kapitala, in (3) ali je novi okvir prispeval k oblikovanju mreže upravnega sodelovanja z namenom učinkovite uvedbe in nadzora upraviteljev evropskih skladov tveganega kapitala.

Ta vprašanja se bodo spremljala v tesnem sodelovanju z ESMA, ki bo zadolžen za vodenje osrednjega registra, ki je javno dostopen na internetu in vsebuje seznam vseh upraviteljev kvalificiranih investicijskih skladov, registriranih v Uniji v skladu s predlagano uredbo.