



EUROPEISKA KOMMISSIONEN

Bryssel den 7.12.2011  
SEK(2011) 1516 slutlig

**GEMENSAMT ARBETSDOKUMENT FRÅN AVDELNINGARNA**  
**SAMMANFATTNING AV KONSEKVENSBEDÖMNINGEN**

*Följedokument till*

**förslag till**  
**EUROPAPARLAMENTETS OCH RÅDETS FÖRORDNING**

**om europeiska riskkapitalfonder**

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

# GEMENSAMT ARBETSDOKUMENT FRÅN AVDELNINGARNA

## SAMMANFATTNING AV KONSEKVENSBEDÖMNINGEN

### *Följedokument till*

### **förslag till EUROPAPARLAMENTETS OCH RÅDETS FÖRORDNING om europeiska riskkapitalfonder**

#### **1. INLEDNING**

Riskkapitalfonder är fonder som främst tillhandahåller eget kapital till oftast mycket små företag som precis har börjat utveckla sin affärsverksamhet. Dessa företag är ofta innovativa och har en stor potential att växa och expandera sin verksamhet. I EU har riskkapitalfinansiering en stor men i hög grad outnyttjad potential att främja utvecklingen av små och medelstora företag<sup>1</sup>. Små och medelstora företag som utnyttjar riskkapitalfinansiering klarar sig bättre än de som inte får något sådant understöd. Små och medelstora företag som finansieras med hjälp av riskkapital kan skapa högkvalitativa arbetstillfällen, eftersom riskkapital investeras i innovativa företag som växer mer än företag i mer traditionella branscher. Enligt aktuell forskning finns det ett samband mellan ökade riskkapitalinvesteringar och ökad BNP, och effekterna är ännu mer uttalade om små och medelstora företag får finansiering i ett tidigt skede. Främjande av riskkapitalinvesteringar kan därför fungera som en drivkraft för den reala ekonomin.

I Europa är omfattningen av riskkapitalfinansieringen fortfarande för liten. Det förhållandet att en genomsnittlig europeisk riskkapitalfond (60 miljoner euro) är så liten hämmar en optimal fördelning av resurserna och man har svårt att uppnå skal fördelar, vilket är en förutsättning för den specialisering som krävs för att driva en framgångsrik riskkapitalfond.

Konsekvensanalysen har inriktats på lagstiftning som är lämplig för att fördjupa kapitalkällorna för riskkapitalfonderna och ge europeiska riskkapitalfonder möjlighet att utöka de tillgångar de förvaltar. Det grundläggande politiska målet är att nystartade innovativa företag i högre grad ska kunna använda sådana fonder för sin finansiering. För att nå detta mål har tyngdpunkten i konsekvensanalysen lagts på regler som styr "privata placeringar" av riskkapital för potentiella investerare.

#### **2. PROBLEMFÖRMULERING**

Orsak 1: Regelverken skiljer sig åt. Jämfört med konkurrerande högteknologi- och innovationscentrum i andra delar av världen, framför allt USA, är de bestämmelser som reglerar saluföring av riskkapitalinvesteringar disparata. Nio av 27 medlemsstater har infört särskilda bestämmelser om riskkapitalfonders verksamhet, investeringsportföljens sammansättning,

---

<sup>1</sup> Små och medelstora företag definieras i kommissionens rekommendation av den 6 maj 2003 om definitionen av mikroföretag samt små och medelstora företag (EUT L 124, 20.5.2003, s. 36)

berättigade investeringsinstrument, berättigade investeringsmål, investeringsmålen geografiska läge och de typer av investerare som får investera i sådana fonder. Alla dessa bestämmelser avviker från varandra på vissa eller alla ovannämnda punkter. Det finns därför nu inte någon enhetlig uppfattning om vad en riskkapitalfond är. Arton medlemsstater inte har infört särskilda regler för riskkapitalaktörers kapitalanskaffningsverksamhet. De tillämpar generella bolagsrättsliga regler och föreskriver att prospekt ska lämnas av fonder som vill saluföra ”privata placeringar”<sup>2</sup> av riskkapital. Efterlevnaden av alla dessa olika regler ger upphov till extra kostnader och komplikationer.

Orsak 2: Anskaffning av riskkapital utomlands innebär att man måste gå igenom olika förfaranden som inte är nödvändiga vid anskaffning av kapital på hemmamarknaden. Ju fler målmarknader man har, desto mer komplicerat blir det på grund av de olika reglerna att följa de förfaranden och genomföra de förberedelser (identifiering av vilka regler som gäller lokalt, juridisk rådgivning, kostnads-/nyttoanalys innan man träder in på marknaden) som krävs för att anskaffa riskkapital.

Orsak 3: Anskaffning av riskkapital utomlands medför kostnader som inte uppkommer vid anskaffning av kapital på hemmamarknaden. För att säkerställa efterlevnaden av de olika lagstadgade krav som gäller för saluföring av riskkapitalfonder måste fondförvaltaren noggrant kartlägga vilka regler och krav som är tillämpliga. Kostnaderna för att anpassa den dokumentation som föreskrivs till de krav som gäller enligt olika nationella regler för privata placeringar kan uppgå till 500–1000 euro för varje land. Om riskkapitalfondens sponsor skulle vilja anskaffa kapital i hela EU, skulle dessa kostnader stiga från 13 500 euro till 27 000 euro.

Orsak 4: Flera medlemsstater ställer krav på prospekt vid riskkapitalerbjudanden. Dessa nationella prospektkrav är förenade med stora kostnader. Medlemsstaterna och deras tillsynsmyndigheter har t.ex. olika åsikter om andelar i kommanditbolag (som är den typiska strukturen för riskkapitalfonder) ska betraktas som värdepapper och därmed omfattas av prospektdirektivet. En motsvarande registrering bara i en värdmedlemsstat (Tyskland) skulle kosta omkring 40 000 euro. Prospekt- och tillståndskrav rapporteras för Österrike, Belgien, Nederländerna, Frankrike, Sverige och Storbritannien.

Orsak 5: Flera medlemsstater kräver registrering och distributionsställe i landet. Många medlemsstater kräver att det ska finnas ett godkänt ombud i landet (dvs. ett finansinstitut) om en riskkapitalfond saluförs på deras territorier. Alternativt måste riskkapitalförvaltaren ha tillstånd för att få agera som ombud. Kostnaderna för att få ett tillstånd varierar från 20 000 till 40 000 euro<sup>3</sup>. Kostnaderna för en lagstadgad ”lokal närvaro”, t.ex. i Storbritannien, skulle uppgå till minst 25 000 euro per år. I denna siffra ingår inte personalkostnader.

Enligt expertgruppens rapport från 2007 om undanröjande av hinder för gränsöverskridande investeringar av riskkapitalfonder uppskattas kostnaderna för förvaltningen av fyra parallella fondstrukturer som är nödvändiga för kapitalanskaffning i fyra olika medlemsstater uppgå till över 0,4 % av fondens totala kapitalåtagande.

---

<sup>2</sup> Med privata placeringar förstås allmänt saluföring av (i detta fall) andelar i investeringsfonder till ett litet eller begränsat antal vanligtvis professionella investerare. Privata placeringar är motsatsen till kapitalanskaffning/utgivning av andelar på offentliga marknader.

<sup>3</sup> Uppskattningar som lämnats av en av Europeiska riskkapitalföreningens juridiska rådgivare den 25 oktober 2011.

### 3. SUBSIDIARITETSANALYS

En lösning som bygger på åtgärder från medlemsstaternas sida har redan har testats och uppnådde inte det uppställda målet. Kommissionen föreslog 2007 ett ömsesidigt erkännande av riskkapitalfonder som saluförs enligt gällande lagstiftning i en annan medlemsstat. I en rapport från december 2009 drog kommissionen emellertid slutsatsen att ömsesidigt erkännande i sig inte bidragit till att öppna värdländernas marknader för riskkapitalförvaltare som är lagligt etablerade i en annan medlemsstat. Saluföring av riskkapitalfonder över gränserna är därför bara möjlig om centrala krav harmoniseras målinriktat på europeisk nivå.

### 4. MÅL

#### Allmänt mål – Öka den globala konkurrenskraften för små och medelstora företag i EU

Det övergripande målet är att öka den globala konkurrenskraften för små och medelstora företag i EU. Det råder ingen brist på idéer och innovatörer i Europa. EU släpar däremot efter när det gäller startkapital och företagande.

#### Särskilt mål – Upprätta ett europeiskt system för riskkapitalfonders kapitalanskaffning över gränserna

Riskkapital är det verktyg som nystartade företag skulle välja. Företagare som precis har inlett sin verksamhet behöver den stabilitet som en finansiering genom eget kapital ger jämfört med lån eller andra skuldinstrument. De föreslagna åtgärderna är därför inriktade på att skapa djupare kapitalmarknader för riskkapitalfonder.

#### Operativa mål

*Etablera en uppfattning av vad som utgör en "berättigad riskkapitalfond".* För att underlätta förloppet i praktiken vid gränsöverskridande kapitalanskaffning är det nödvändigt att man har en gemensam uppfattning av begreppet "riskkapital". En harmonisering föreslås därför vad beträffar en riskkapitalfonds utmärkande drag.

*Upprätta en gemensam regleringsstrategi för "berättigade riskkapitalfonder" och deras förvaltare.* När begreppet "riskkapitalfond" har avgränsats med erforderlig exakthet är det andra operativa målet att skapa en enhetlig ram för saluföringen av berättigade riskkapitalfonder i EU.

*Upprätta ett nätverk för administrativt samarbete för ett smidigt införande och övervakningen av förvaltare av berättigade riskkapitalfonder.* En viktig förutsättning för det praktiska genomförandet av kapitalanskaffning över gränserna är att det skapas en ram för administrativt samarbete för att övervaka och genomföra de enhetliga reglerna för riskkapitalfonder.

### 5. POLITISKA HANDLINGSALTERNATIV

När det gäller de faktiska politiska handlingsalternativen undersöktes i konsekvensbedömningen hur man bäst ska definiera vad som i allt väsentligt är utmärkande för en riskkapitalfond, dvs. investeringströsklar, målföretag och berättigade investeringsinstrument. För införandet av möjliga tröskelvärden, dvs. andelen kapitalåtaganden i berättigade målföretag (onoterade små och medelstora företag), varierade alternativen mellan 50 %, 70 % och upp till 90 %. Eget kapital och hybridkapital analyserades som instrument. Vad beträffar tillåtna investerare analyserades fonder

för professionella investerare (i den mening som avses i MiFID-direktivet), fonder som är öppna för en större grupp av ”family offices”, företagsänglar, förvaltningsteam och förmögna privatpersoner samt fonder som är öppna för alla icke-professionella investerare.

Flera handlingsalternativ beträffande den rättsliga formen analyserades, bl.a. alternativ som innebär att specialregler för riskkapitalfonder införs i direktivet om förvaltare av alternativa investeringsfonder, utfärdas som ”nivå 2” vid genomförandet av det direktivet, fastställs genom en målinriktad fristående rättsakt eller genom en rättsakt som anger villkoren för ömsesidigt erkännande av nationella bestämmelser om riskkapital eller – om sådana inte finns – om ”privata placeringar”.

## **6. KONSEKVENSBEDÖMNING**

Konsekvensbedömningen visade att en mellanväg föredras. Det mellanliggande målet där 70 % av kapitalåtagandena måste investeras som eget kapital eller hybridkapital i lämpliga små och medelstora företag, ger den högsta sannolikheten för att en tydlig europeiskt kvalitetsstämpel för ”riskkapitalfonder” uppstår utan risk för att denna vattnas ur. När det gäller vilka investerare som kommer ifråga föredras alternativet där bara professionella investerare tillåts investera i dessa fonder, men att de också på vissa villkor ska vara öppna för ”family offices”, företagsänglar, förvaltningsteam och förmögna privatpersoner, men inte för icke-professionella investerare. Denna metod skulle fånga upp det typiska investerarunderlaget för riskkapitalfonder utan att det krävs en heltäckande ram för små investerare.

När det gäller det rättsliga instrumentet föredras en fristående rättsakt. Handlingsalternativ som innebär att enhetliga regler för riskkapitalfonder införs i direktivet om förvaltare av alternativa investeringsfonder torde skapa friktion, eftersom man i det direktivet skulle behöva lägga fast en strikt strategi för tillsynen av många olika slag av fondförvaltare. Eftersom medlemsstaternas regler i hög grad skiljer sig åt betraktas ett handlingsalternativ som bygger på ett ömsesidigt erkännande av riskkapitalfonder som saluförs i enlighet med gällande lagstiftning inte som effektivt för att uppnå det första operativa målet (att fastställa en gemensam definition av vad som utgör en riskkapitalfond och enhetliga villkor för saluföringen).

## **7. JÄMFÖRELSE AV HANDLINGALTERNATIV OCH POLITISKT BESLUT**

Vid den slutliga jämförande analysen av alla handlingsalternativ dras slutsatsen att det alternativ som föredras är ett fristående harmoniseringsinstrument som skulle skapa enhetliga villkor för fondförvaltares saluföring av berättigade riskkapitalfonder i EU.

Det valda tillvägagångssättet förefaller vara det mest effektiva därför att en fondförvaltare som uppfyller alla enhetliga krav i det föreslagna instrumentet skulle kunna saluföra enhetliga fonder i hela EU utan att i) behöva bestämma sig för att tillämpa regelverket i direktiv 2011/61/EG eller ii) följa återstående – och mycket heterogena – nationella regler om antingen riskkapitalfonder, privata placeringar, prospekt eller krav på lokalt distributionsställe.

## **8. KOSTNADER OCH FÖRDELAR**

Efterlevnaden av de enhetliga kriterierna förväntas inte leda till betydande kostnader eller administrativa bördor. Harmoniseringen av kvalitetskrav för riskkapitalfonder skulle avsevärt

minska de nuvarande kostnaderna för att följa olika och sinsemellan mycket olika nationella regler som skulle gälla om ingen harmonisering sker.

En riskkapitalfond kommer visserligen sannolikt att ha vissa kostnader för att anpassa sina rapporterings- och informationsstandarder till de enhetliga reglerna, men dessa kostnader kommer förmodligen bara att uppgå till en bråkdel av de driftsutgifter som uppstår i nuläget då fonderna måste följa en mängd olika nationella bestämmelser om rapportering och information.

Det är inte troligt att det uppstår betydande kostnader för att övervaka efterlevnaden av det enhetliga regelverket, eftersom alla alternativa investeringsfonder måste uppfylla de allmänna registrerings- och informationskraven i artikel 3.3 direktivet om förvaltare av alternativa investeringsfonder, om de inte var registrerade enligt de föreslagna reglerna.

Vissa krav kan öka kostnaderna för berättigade riskkapitalfonders målföretag. I synnerhet rör det sig då om kostnader till följd av fondernas skyldighet att lägga fram årsrapporter. Det är emellertid inte sannolikt att dessa kostnader skulle bli betydligt högre än de som uppstår i den nuvarande situationen, eftersom portföljföretag som letar efter riskfinansiering måste vara ”investeringsmogna”.

En europeisk ram för riskkapital som grundar sig på en gemensam uppfattning av vad som utgör en berättigad riskkapitalfond väntas effektivisera kapitalanskaffningen över gränserna, främja konkurrens mellan förvaltare av riskkapitalfonder och öka möjligheterna att specialisera sig. För investerarnas del skulle enhetliga regler för riskkapitalfonder skapa ökat förtroende för denna särskilda kategori av tillgångar och – i kombination med en förbättrad tillgång till finansiering – hjälpa investerarna att fördela sitt kapital effektivare. Slutligen kommer en enhetlig ram för riskkapitalfonder att kanalisera mer kapital till innovativa företag med hög tillväxtpotential.

## **9. ÖVERVAKNING OCH UTVÄRDERING**

I linje med de mål som ligger till grund för kommissionens politiska val kommer övervakningen och utvärderingen efter antagandet av förslaget att inriktas på följande tre frågor: 1. Har den nya ramen sört för en gemensam uppfattning om vad som utgör en ”berättigad riskkapitalfond”? 2. Har den nya ramen bidragit till en gemensam regleringsstrategi för berättigade riskkapitalfonder? 3. Har den nya ramen bidragit till inrättandet av ett nätverk för administrativt samarbete för ett verksamt införande och övervakning av förvaltarna av europeiska riskkapitalfonder?

Uppföljningen av dessa frågor kommer att ske i nära samarbete med Esma som kommer att få till uppgift att föra ett centralt register som är allmänt tillgängligt via internet där alla berättigade förvaltare av riskkapitalfonder förtecknas som är registrerade i EU i enlighet med den föreslagna förordningen.