

Thomas Jud (IMPROVEO), Jürgen Marchart (AVCO)

Mögliche Konsequenzen der Umsetzung der EU-Richtlinie zum Management alternativer Investmentfonds für die österreichische Risikokapitalbranche

Mit der "Alternative Investment Fund Managers Directive (AIFMD)" legte die Europäische Kommission im Juni 2011 eine Richtlinie zur Regulierung der Aktivitäten von Managern alternativer Investmentfonds vor, um systematische Risiken, die alternative Investmentfonds für ihre Investoren und andere Marktteilnehmer erzeugen können, besser zu überwachen und zu managen. Die Umsetzung der AIFMD in nationales Recht erfolgt durch das Alternative Investmentfonds Manager-Gesetz (AIFMG); es wendet sich an das Fondsmanagement und nicht an die Fonds selbst und sieht ein vereinfachtes Aufsichtsregime vor, wenn das verwaltete Vermögen bestimmte Schwellenwerte nicht übersteigt. Mit den im AIFMG vorgesehenen Regelungsbereichen unterliegen die betroffenen Fondsmanager einer maßgeblichen Regulierung. Die österreichische Risikokapitalbranche steht unter diesen Bedingungen vor einer großen Herausforderung.

Der vorliegende Beitrag basiert auf einer Studie von IMPROVEO, AVCO, WIFO und KPMG im Auftrag von Bundesministerium für Wirtschaft, Familie und Jugend sowie austria wirtschaftsservice gesellschaft mbH: Thomas Jud (IMPROVEO), Jürgen Marchart (AVCO), Klaus S. Friesenbichler, Michael Peneder (WIFO), Stefan Haslinger (KPMG), Risikokapital in Österreich. Angebots- und nachfrageseitige Erklärungen der geringen Ausprägung und Empfehlungen zu ihrer Überwindung (April 2013, 252 Seiten, 70 €, kostenloser Download: <http://www.wifo.ac.at/www/pubid/46677>) • Begutachtung: Erich Kühnelt (WKO) • E-Mail-Adressen: t.jud@improveo.at, Juergen.Marchart@avco.at

Die "Alternative Investment Fund Managers Directive (AIFMD)" ist eine EU-Richtlinie zur Regulierung der Aktivitäten von Managern (AIFM)¹⁾ alternativer Investmentfonds (AIF; *Europäisches Parlament – Europäischer Rat*, 2011). Sie schafft einen regulatorischen Rahmen, um systematische Risiken, die AIFM für ihre Investoren und andere betroffene Marktteilnehmer erzeugen können, besser zu überwachen und zu managen. Die Richtlinie wurde von der Europäischen Union im Juli 2011 veröffentlicht und muss innerhalb von zwei Jahren in nationales Recht umgesetzt werden.

Ab dem Inkrafttreten unterliegen alle neu gegründeten AIFM den neuen Bestimmungen. Bestehende AIFM müssen innerhalb eines Jahres bei den zuständigen Regulierungsbehörden um eine Zulassung ansuchen und alle Maßnahmen setzen, um den neuen Regulierungsanforderungen zu genügen. Das gilt auch für ältere AIF, die von ihnen verwaltet werden, obwohl für diese zum Teil Übergangsbestimmungen vorgesehen sind.

Damit werden zahlreiche bisher unregulierte Alternative-Investment-Klassen erstmals einer einheitlichen Regulierung auf europäischer Ebene unterworfen. Neben Immobilienfonds, Hedgefonds und anderen zählen auch Private Equity und Venture Capital dazu. Die österreichische Private-Equity- und Venture-Capital-Branche ist aus der Vergangenheit mit vielen freiwillige Regularien zur Steigerung der Transparenz (z. B. Bewertungsrichtlinien der European Venture Capital Association – EVCA, Investor Relations Richtlinien – IIR, der Austrian Private Equity und Venture Capital Organisation – AVCO) vertraut und erfüllt damit die seit langem üblichen Branchenstandards. Mit

¹⁾ AIFM (Alternative Investment Fund Managers) sind üblicherweise nicht natürliche Personen, sondern meist Managementgesellschaften.

der AIFMD betreten allerdings alle betroffenen Branchen hinsichtlich Anforderungen und Umfang der Regulierung Neuland.

Mehrwert der AIFMD aus Sicht der Risikokapitalgeber

Ab einem Fondsvolumen von etwa 100 Mio. € haben Risikokapitalgeber die Möglichkeit, neue Mittel im Zuge einer internationalen Mittelbeschaffung (Fundraising) aufzubringen (*Jud et al.*, 2013, S. 119)²⁾. Wenn neben heimischen auch internationale Investoren angesprochen werden, kann die Gruppe der potentiellen Geldgeber substanziell ausgeweitet werden; damit steigen auch die Chancen für eine erfolgreiche Akquisition neuer Finanzmittel. Darüber hinaus lässt sich die Investorenbasis diversifizieren und dadurch die Erfolgssicherheit für künftige Fundraising-Prozesse erhöhen.

Diesen Vorteilen eines internationalen Fundraising stehen aber auch höhere Kosten und Aufwendungen gegenüber. Neben den erhöhten Telefon- und Reisekosten für eine internationale Roadshow sowie den Kosten der Produktion von Unterlagen und Berichten in der jeweils geeigneten Sprache sind das vor allem die Aufwendungen für Steuer- und Rechtsberatung, um den gänzlich unterschiedlichen Anforderungen der verschiedenen europäischen Rechts- und Steuersysteme entsprechen zu können. Zu solchen Anforderungen, die in jedem europäischen Land anders geregelt sind, zählen etwa Anmelde- oder Zertifizierungspflichten für bestimmte Rechtsgeschäfte bei einer oder unterschiedlichen Regulierungsbehörden, Risikoausweis- und Prospektspflichten beim Angebot von Veranlagungsprodukten, die Möglichkeit einer Betriebsstätten- und/oder Quellensteuerproblematik für interessierte Investoren und vieles mehr.

Der "Europäische Venture-Capital-Pass" verringert den Aufwand für internationales Fundraising.

Mit der neuen AIFM-Regulierung sollen die Kosten und Aufwendungen spürbar verringert werden, die aufgrund unterschiedlicher nationaler Bestimmungen entstehen und die gerade für kleinere Fonds eine erhebliche Belastung bedeuten. Die AIFMD sieht einen EU-weiten "Fundraising-Pass" vor, der nach einer Anmeldung und Prüfung durch die jeweils zuständige nationale Behörde ausgestellt wird und an EU-weit einheitliche Bedingungen und Anforderungen geknüpft sein soll.

Nicht betroffen davon sind allerdings unterschiedliche nationale Anforderungen und Regulierungen für die Alternative Investment Funds (AIF) selbst, welche von der AIFM-Regulierung nicht erfasst werden. Die AIFMD richtet sich ausschließlich an Alternative Investment Fund Managers (AIFM). Für einen neu aufgelegten Fonds muss sich das Management also nach den jeweiligen rechtlichen und regulatorischen Bestimmungen des Landes richten, in dem er eingerichtet wird, ohne sich dabei auf die Zertifizierung des Managements gemäß AIFMD berufen zu können.

Gültigkeitsbereich und Ausnahmen von der Regulierung

Da die AIFM-Regulierung als Ergänzung zu der bereits bestehenden Richtlinie für Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities (UCITS; *Europäisches Parlament – Europäischer Rat*, 2011, Abs. 3, S. 3) konzipiert ist, richtet sie sich auch an das gesamte Spektrum der AIFM, die nicht unter die UCITS-Richtlinie fallen. Im Besonderen sind das

- alle "Organismen für gemeinsame Anlagen" und Abteilungen von diesen,
- die Kapital von mehreren Investoren aufbringen
- mit dem Ziel, es gemäß einer klar beschriebenen Investmentstrategie zum Nutzen der Investoren zu veranlagen.

Erfasst von der Richtlinie ist auch das Management nicht diversifizierter Fonds, die etwa nur in ein einziges Asset investieren.

²⁾ Diese Grenze von 100 Mio. € für internationales Fundraising fällt (zufällig?) mit einer der Grenzen zusammen, für die Ausnahmen von der Gültigkeit der AIFMD vorgesehen sind (siehe dazu weiter unten "Gültigkeitsbereich und Ausnahmen von der Regulierung").

Nicht erfasst sind dagegen Family Offices und die von diesen verwendeten Investitionsinstrumente bzw. alle Investitionsinstrumente, die privates Vermögen investieren und kein Kapital von externen Investoren aufbringen.

Ausnahmen von der Richtlinie bestehen darüber hinaus z. B. für supranationale Institutionen wie die Weltbank, den Internationalen Währungsfonds, die Europäische Investitionsbank, den European Investment Fund, nationale Zentralbanken, öffentliche Körperschaften auf nationaler, regionaler und kommunaler Ebene, Institutionen, die Geld für Sozialversicherungsträger oder das Pensionssystem managen, sowie Holdinggesellschaften.

Eine wesentliche Ausnahme besteht auch für AIFM, für die das gesamte Volumen aller gemanagten aktiven Fonds (Total Assets under Management)

- nicht mehr als 100 Mio. € beträgt, wenn das Volumen auf Ebene der Fonds mit Fremdmitteln gehebelt ist und dadurch das Risiko der Fondsinvestoren erhöht wurde³⁾,
- nicht mehr als 500 Mio. € beträgt, wenn auf Ebene der Fonds keine Leverage besteht und für die Fondsinvestoren innerhalb der ersten fünf Jahre (gerechnet ab dem Initial Closing) keine Rückzugsrechte aus den Fonds gelten.

European Venture Capital Regulation – EuVECA

Mit der European Venture Capital Regulation (EuVECA) wird für die Verwalter von qualifizierten Risikokapitalfonds mit einem Fokus auf junge und innovative Unternehmen ein Sonderregime geschaffen. Diese EU-Verordnung muss nicht in nationales Recht umgesetzt werden, sondern trat per Erlass (am 22. Juli 2013) in Kraft.

Sie sieht die Verleihung eines Europäischen Venture-Capital-Passes an die AIFM vor, mit dem diese nach einmaliger Registrierung im Heimatland in der gesamten EU tätig sein können. Folgende Voraussetzungen müssen die Verwalter erfüllen:

- 70% des von Investoren bereitgestellten Kapitals müssen tatsächlich zur Unterstützung von jungen und innovativen Unternehmen verwendet werden.
- Der AIFMD-Unterschwellenbereich (100 Mio. € mit bzw. 500 Mio. € ohne Leverage auf Fondsebene) darf nicht überschritten werden.
- Der Fondsmanager muss über eine Niederlassung in der EU verfügen
- und bei den zuständigen Behörden des Herkunftslandes registriert sein.
- Er muss ein Portfolio von qualifizierten Risikokapitalfonds verwalten.

AIFM, die diese Kriterien erfüllen, müssen sich aber dennoch bei der zuständigen nationalen Aufsichtsbehörde registrieren lassen und bei der Registrierung Details über die gemanagten Fonds und ihre Investitionsstrategie bekanntgeben. Darüber hinaus sind sie verpflichtet, laufend über die Instrumente, die sie verwenden, sowie über die Risiken und Risikokonzentrationen der von ihnen verwalteten Fonds zu berichten. Entsprechend der Richtlinie sind dies allerdings Mindestbestimmungen, die bei der Umsetzung in nationales Recht jedenfalls zu berücksichtigen sind, aber auch erweitert werden können.

Mit diesen Ausnahmeregelungen hat die EU einen Unterschwellenbereich für die AIFM-Regulierung geschaffen, der kleine Risikokapitalgeber von den administrativen Bürden einer Regulierung ausnimmt, weil sie schon aufgrund ihrer Größe keine systematischen Risiken erzeugen können und damit nicht unter die Zieldefinition der Regulierung fallen. Sie räumt den nationalen Behörden aber auch die Freiheit ein, die Regulierung für den Unterschwellenbereich über die genannten Grundanforderungen hinaus auszubauen oder auch durch die vollumfängliche Regulierung zu ersetzen.

³⁾ Der überwiegende Teil der österreichischen Risikokapitalgeber managt ein Volumen von weniger als 50 Mio. € und gilt damit als klein im Sinne der Richtlinie (*Jud et al.*, 2013, S. 129, Abbildung 65; siehe dazu weiter unten).

Neben den Gestaltungsfreiheiten für die nationalen Behörden bietet die AIFMD auch kleinen Risikokapitalgebern im Unterschwellenbereich Wahlmöglichkeiten. Da diese (zumindest aus EU-Sicht) nicht unter die Regulierung fallen, können sie den Mehrwert der AIFMD, den Europäischen Venture-Capital-Pass, und damit auch die vergünstigten Konditionen eines internationalen Fundraising nicht nutzen (ausgenommen Risikokapitalfonds, die unter die EuVECA fallen). Um diese negative Konsequenz zu entschärfen, sieht die Richtlinie ein Opting-in für solche Managementteams vor. Diese können sich freiwillig unter das AIFMD-Regime begeben, müssen dann aber auch die Regulierungsvorgaben vollständig erfüllen und die administrativen Belastungen tragen. Die Möglichkeit eines Soft-Opting-in mit abgeschwächten bzw. an die Größe angepassten Regulierungsvorgaben besteht im Rahmen der AIFMD nicht.

Regulierungsumfang

Die AIFMD umfasst im Wesentlichen fünf Regulierungsbereiche:

- Das *Zulassungsprozedere* erfasst alle AIFM, die ihren Sitz in der EU haben, einen AIF mit Sitz in der EU managen oder einen AIF in der EU vermarkten. Die Manager sind verpflichtet, alle relevanten Informationen (z. B. zum Management, den Eigentumsverhältnissen, den geplanten Aktivitäten, den Verträgen mit den Investoren usw.) so bereitzustellen, dass die Regulierungsbehörde prüfen kann, ob die Eigentümer des AIF sowie die AIFM den Bestimmungen der Regulierung entsprechen. Die Zulassung erfolgt durch die zuständige nationale Regulierungsbehörde, die die European Securities and Markets Authority (ESMA) quartalsweise über die Zulassungen informiert.
- Die AIFM müssen über eine *Kapitalausstattung* von mindestens 125.000 € verfügen, die ab einem Betrag von 250 Mio. € der verwalteten Mittel mit deren Höhe wächst⁴⁾. Darüber hinaus sind eigene Mittel von mindestens einem Viertel der jährlichen Ausgaben vorzusehen, und die Kapitalausstattung ist in liquiden Assets zu halten.
- Es ist ein *Geschäftsplan* vorzulegen, der auch ein solides Risikomanagement enthalten muss. Für den verwendeten Leverage ist ein Höchstniveau festzulegen; zudem ist ein geeignetes Liquiditätsmanagement vorzusehen.
- Die Bestimmungen zu den *organisatorischen Regelungen* sind sehr umfassend und enthalten Vorgaben für die Remuneration der unterschiedlichen Funktionsträger innerhalb des AIFM ebenso wie die Verpflichtung, eine Depotbank für jeden gemanagten AIF zu bestimmen und eine laufende Bewertung der Net Assets vorzunehmen.
- Schließlich sind bestimmte *Transparenzfordernisse* zu erfüllen, etwa hat der AIFM die Aufsichtsbehörde über Fundraising-Bemühungen und den laufenden Betrieb seiner Fonds sowie über Beteiligungstransaktionen zu informieren, sofern diese nicht kleine und mittlere Unternehmen nach der EU-Definition betreffen⁵⁾.

Wie die bisherige Darstellung gezeigt hat, wird die AIFMD in Zukunft nicht nur mit den Vorzügen eines europäischen Fundraising-Passes ausgestattet sein, sondern einen erheblichen administrativen Aufwand für Risikokapitalgeber mit sich bringen. Der Unterschwellenbereich wurde u. a. geschaffen, um für kleine Managementteams solche Belastungen zu vermeiden.

Die AIFMD enthält dabei eine Reihe von speziellen Bestimmungen für Private-Equity-Fonds, die weit über die bisherige Marktpraxis hinausgehen. So ist der AIF verpflichtet, die Aufsichtsbehörden über Erwerb, Verkauf oder Erhalt bedeutender Beteiligungen an nicht börsennotierten Unternehmen innerhalb von 10 Arbeitstagen zu informieren. Ebenso ist bei Erlangen der Kontrolle über ein nicht börsennotiertes Unter-

⁴⁾ Die erforderliche Mindestausstattung erhöht sich über dieser Grenze um 0,02% des verwalteten Kapitals, das den Betrag von 250 Mio. € übersteigt, bis zur Obergrenze von insgesamt 10 Mio. €.

⁵⁾ Nach der Logik des Regulators sind kleine und mittlere Unternehmen zu klein, um systemische Risiken zu verursachen. Ausführliche Berichte zu Beteiligungen an Kleinunternehmen sind daher nicht nötig.

nehmen eine Mitteilungspflicht an die Aufsicht, die Anteilseigner des Unternehmens und das Unternehmen selbst vorgesehen. Weiters enthält die AIFMD gesonderte Bestimmungen zur Vermeidung der Zerschlagung von Unternehmen (Verkauf einzelner Unternehmensteile – Asset Stripping). Etwa darf der AIFM innerhalb von 24 Monaten nach Erlangen der Kontrolle durch den AIF keine Begünstigung oder Anordnung zur Ausschüttung, Kapitalherabsetzung, Rücknahme von Anteilen und/oder Ankauf eigener Anteile durch das Unternehmen ermöglichen (vgl. *Lucius*, 2013).

Da der überwiegende Teil der österreichischen Risikokapitalgeber ein Volumen von weniger als 50 Mio. € verwaltet und damit als klein im Sinne der Richtlinie gilt (*Jud et al.*, 2013, S. 129, Abbildung 65), ist die konkrete Ausprägung eines nationalen Gesetzesentwurfes von besonderer Bedeutung. Das Alternative Investmentfonds Manager-Gesetz (AIFMG)⁶⁾ wurde basierend auf der AIFMD vom österreichischen Nationalrat am 5. Juli 2013 beschlossen.

Adressat des AIFMG ist der Fondsmanager (AIFM), nicht der Fonds (AIF). Ein AIFM ist dabei jede juristische Person, deren reguläre Geschäftstätigkeit darin besteht, einen oder mehrere AIF zu verwalten. AIF ist jeder Organismus für gemeinsame Anlagen einschließlich seiner Teilfonds, der von Anlegern Kapital einsammelt, um es gemäß einer festgelegten Anlagestrategie zum Nutzen der Anleger zu investieren, ohne dass das eingesammelte Kapital unmittelbar operativer Tätigkeit dient, und der keine Genehmigung gemäß Art. 5 OGAW-Richtlinie benötigt. Das AIFMG sieht dabei ein vereinfachtes Aufsichtsregime für AIFM vor, wenn das verwaltete Vermögen die Grenze von 100 Mio. € bei Hebelfinanzierung und 500 Mio. € ohne Hebelfinanzierung nicht überschreitet und innerhalb von fünf Jahren nach der ersten Anlage keine Rücknahmerechte ausgeübt werden dürfen. Das Risiko auf Ebene der Portfoliounternehmen, für das der AIFM nicht haftet, wird grundsätzlich nicht in die Berechnung einbezogen. Für diesen von der AIFMD übernommenen Unterschwellenbereich sieht das AIFMG eine Registrierungspflicht vor. Bei vorübergehender Überschreitung (höchstens drei Monate) ist kein Konzessionsantrag notwendig, anderenfalls muss der Konzessionsantrag binnen 30 Tagen gestellt werden. Im Rahmen der Registrierung muss der AIFM sich selbst und alle verwalteten AIF ausweisen, Informationen zu Anlagestrategien der AIF vorlegen, jährlich die wichtigsten Instrumente, die größten Risiken und Konzentrationen der AIF an die Finanzmarktaufsicht melden und dieser jede Auflage und Abwicklung eines AIF unverzüglich anzeigen, bestätigen dass Anteile der AIF nicht an Privatkunden vertrieben werden, und unverzüglich mitteilen, wenn er die oben genannten Voraussetzungen nicht mehr einhalten kann (*Zahradnik*, 2013).

AIFM werden bei erteilter Konzession mit den Vorzügen eines europäischen Fundraising-Passes ausgestattet sein, mit dem ein europaweiter Vertrieb von AIF durch (konzessionierte) AIFM möglich ist.

Bei der nationalen Umsetzung der AIFMD ist es den Mitgliedsländern freigestellt, den Vertrieb der AIF an Privatanleger eigenständig zu regeln. Nach dem AIFMG können Anteile an Risikokapitalfonds in der beschlossenen Fassung nun nicht an Privatanleger vertrieben werden. Lediglich eine Sonderregelung im Rahmen der EuVECA ist vorgesehen, wonach professionelle oder andere Anleger jeweils mindestens 100.000 € investieren können.

Mit den Regelungsbereichen des AIFMG wird die Einhaltung der gesetzlichen Vorschriften (Compliance) von der Konzession und Erfüllung der Anforderungen über die Voraussetzungen für die Verwaltung bis zum Vertrieb von AIF ein maßgebliches Thema für die betroffenen AIFM. Das AIFMG sieht Anforderungen an Struktur, Organisation und Abläufe vor wie z. B. die Vergütung von Gehältern und (freiwillige) Leis-

⁶⁾ Mit dem österreichischen AIFMG werden gleichzeitig das Bankwesengesetz, das Betriebliche Mitarbeiter- und Selbständigenvorsorgegesetz, das Investmentfondsgesetz 2011, das Immobilien-Investmentfondsgesetz, das Finanzmarktaufsichtsbehördengesetz, das Wertpapieraufsichtsgesetz 2007, das Kapitalmarktgesetz, das Einkommensteuergesetz 1988, das EU-Quellensteuergesetz und das Körperschaftsteuergesetz 1988 geändert und das Beteiligungsfondsgesetz aufgehoben.

Das österreichische AIFM-Gesetz

tungen für definierte Mitarbeiterkategorien, das Risikomanagement oder die funktionale und hierarchische Trennung von operativen Abteilungen, ein angemessenes Liquiditätsmanagementsystem zur Überwachung der Liquiditätsrisiken des AIF, die Sicherstellung einer ordnungsgemäßen und unabhängigen Bewertung für jeden verwalteten AIF, die Bestellung einer einzigen Verwahrstelle für jeden vom AIFM verwalteten AIF, eine Reihe von Transparenzvorschriften und Offenlegungspflichten sowie die Regelung der Voraussetzungen für eine Delegation einer oder mehrerer Aufgaben des AIFM an einen Dritten (Strauss, 2013).

Wie groß die administrativen Belastungen sein werden, lässt sich im aktuellen Stadium des Gesetzgebungsprozesses und mangels Erfahrungen aus der Anwendung nur schätzen. Ein möglicher Ansatz dafür sind die Kosten der Administration von Risikokapitalfonds in der Luxemburger SICAR⁷⁾, einem zur AIFMD ähnlichen Regulierungsregime, das bis zu einem gewissen Grad Vorbildfunktion für die AIFMD hatte. Die SICAR wurde 2004 eingeführt und verfügt bereits seit damals über Komponenten wie ein Zulassungsprozedere, bestimmte Kapitalerfordernisse, Bestimmungen zur Geschäftsordnung, Transparenzvorschriften und eine verpflichtende Depotbank.

Die SICAR wurde als ergänzende Rechtsinfrastruktur eingerichtet, um den Fondsstandort Luxemburg um ein auf Risikokapitalfonds spezialisiertes Produkt zu erweitern. Die SICAR bietet als Fondsstruktur breite Gestaltungsmöglichkeiten und lässt sich gut an die Bedürfnisse von Managementteams und Fondsinvestoren anpassen. Ihre administrativen Kosten erwachsen im Wesentlichen aus folgenden Anforderungen:

- Die Depotbank ist für das rechts- und vertragskonforme Management von Zahlungsströmen und Fondsassets zuständig.
- Daneben übernimmt eine Zentralverwaltung die Bewertung der Net Assets und das Reporting an die Investoren und die Luxemburger Aufsichtsbehörde.
- Ein Wirtschaftstreuhänder ist für die Prüfung der Jahresberichte zu beauftragen.

Nach Auskunft von namhaften Luxemburger Dienstleistungsanbietern vom Sommer 2010, betragen die jährlichen Kosten der Zentralverwaltung und der Depotbank eines etwas über 100 Mio. € großen Risikokapitalfonds ungefähr 90.000 € bis 130.000 €, die Kosten des Wirtschaftstreuhänders erreichen 15.000 € bis 20.000 €. Insgesamt sind daher administrative Aufwendungen von zumindest 100.000 € bis 150.000 € pro Jahr zu erwarten⁸⁾.

Diese Kosten können in derselben Höhe auch für den Betrieb eines Fonds unter der AIFMD unterstellt werden, da sowohl Bewertung und Reporting als auch ein (geprüfter) Jahresbericht gelegt werden müssen und eine Depotbank nach dem SICAR-Muster erforderlich ist. Hinzu kommen die Kosten der erweiterten Transparenzerfordernisse und organisatorischen Regeln, sodass die Administration eines AIFM mindestens 170.000 € bis 220.000 € pro Jahr kosten wird.

Wie empirische Erhebungen zeigen (Jud et al., 2013, S. 129, Abbildung 65), ist die überwiegende Mehrheit der österreichischen Fonds klein mit einem Volumen von unter 50 Mio. €. Bei einer Management Fee von 2% des kommittierten Kapitals (Jud et al., 2013, S. 138, Abbildung 77) ergibt sich für einen Fonds mit 50 Mio. € ein administrativer Aufwand von 20% der Management Fee, für einen Fonds mit nur 30 Mio. € sogar von einem Drittel oder mehr. Diese Kostenanteile würden außerdem abhängig von den Vereinbarungen zur Management Fee nach Ende der Investitionsperiode erheblich steigen (Jud et al., 2013, S. 136).

Angesichts einer Mindestausstattung des Managementteams mit drei bis vier Investment-Managern (jährliche Kosten: 400.000 €), ein bis zwei Analysten (150.000 €) und einem Sekretariat (40.000 €), laufenden Kosten für Infrastruktur und Reisen

Die administrative Belastung durch das AIFMG ist für die im internationalen Vergleich kleinen österreichischen Private-Equity- und Venture-Capital-Fonds auch im Unterschwellenbereich hoch.

⁷⁾ Die Société d'investissement en capital à risque – SICAR ist eine speziell auf das Risikokapitalgeschäft abgestimmte Fondsstruktur in Luxemburg (Jud et al., 2013, S. 146).

⁸⁾ Weil die Angebote der Dienstleister auf das jeweilige Fondsprojekt zugeschnitten sind und meist von der Geschäftstätigkeit abhängen, können sie nur ungefähr geschätzt werden. Fast immer ergeben sich darüber hinaus zusätzliche Kosten durch Abweichungen von der Kalkulationsgrundlage, die sich im Zuge der Einrichtung eines Fonds so gut wie immer ergeben.

(100.000 €) sowie Beratungskosten (Due Diligence, laufende Betreuung, Exit von Beteiligung; 200.000 € für zwei Beteiligungen pro Jahr) würden diese administrativen Kosten die Managementteams in der Regel überfordern. Das wiegt umso schwerer, als die Anforderungen der Regulierung zusätzliches Personal erfordern, auch wenn viele Abwicklungsaufgaben an externe Dienstleister ausgelagert werden können.

Dies trifft auf die von den Regulierungen des AIFMG betroffenen AIFM zu. AIFM im Unterschwellenbereich laut AIFMG haben deutlich geringere administrative Aufwendungen. Sie müssen dennoch die mit der Registrierungspflicht verbundenen Auflagen erfüllen und können in der Mittelaufbringung nicht die Vorzüge eines gesamt-europäischen Fundraising-Passes nutzen. Weiters können kleinere Frühphasen-AIFM mit der EuVECA (siehe Kasten "European Venture Capital Regulation – EuVECA") unter einem wesentlich erleichterten Regime einen Europäischen Venture-Capital-Pass erlangen.

Vor diesem Hintergrund sind für die meist kleinen österreichischen Risikokapitalfonds die Konsequenzen aus der Umsetzung des AIFMG sehr klar zu umreißen:

Aufgrund der prohibitiv hohen administrativen Kosten gemäß AIFMG wird für die meisten österreichischen Risikokapitalgeber ein Opting-in nicht möglich sein. Sie werden daher im Unterschwellenbereich verbleiben, die damit verbundenen erhöhten administrativen Kosten tragen und auf jeden Vorteil aus der neuen Regulierung verzichten müssen. Hinzu kommt voraussichtlich eine Erschwernis im internationalen Fundraising für Unterschwellenfonds, weil viele institutionelle Investoren einen Europäischen Venture-Capital-Pass als Mindestausstattung für ein Fondsinvestment festlegen werden. Diese Problematik wird mit der EuVECA etwas entschärft. Zumindest die AIF des Unterschwellenbereiches, die die Investment-Kriterien der EuVECA erfüllen, können den nunmehr für internationale Mittelaufbringung nötigen Fundraising-Pass mit einem erleichterten Regime erlangen. Für die österreichischen AIF des Unterschwellenbereiches, die nicht unter die EuVECA fallen, ist dieses Regime nicht zugänglich, hier bleibt als Alternative nur, sich in vollem Umfang dem AIFMG zu unterwerfen, wenn internationales Fundraising angestrebt wird. Dies wird eine große Herausforderung für die Branche sein und letztlich Auswirkungen für private Risikofinanzierung kleiner und mittlerer Unternehmen haben.

Schlussfolgerung

Glossar

Compliance: Prozess, der sicherstellt, dass eine Person oder Organisation zu jeder Zeit in Einklang mit den geltenden Regularien agiert (<http://www.evca.eu/toolbox/glossary.aspx?id=982>).

Family Offices: Büro, das für eine (oder mehrere) Familien Services von Investmentmanagement, Steuerberatung bis hin zur finanziellen Beratung anbietet.

Fundraising: Mittelakquisition, wobei private Beteiligungskapitalgeber die Mittel üblicherweise bei institutionellen Investoren für einen Fonds einwerben.

Leverage: Hebelung des Fondsvolumens; neben eigenen Mitteln werden auch Fremdmittel eingesetzt, um die Ertragsrate für die Eigenmittel zu steigern; dieses Ziel wird nur erreicht, wenn die ungehebelte Ertragsrate über der Verzinsung für die Fremdmittel liegt; da abhängig von der Investitionstätigkeit die Ertragsrate auch negativ ausfallen kann und die Fremdmittel unabhängig vom Veranlagungserfolg durch die Eigenmittelinvestoren zurückgezahlt werden müssen, steigt mit der Hebelung das Risiko für die Eigenkapitalgeber beträchtlich.

Management Fee: Vergütung, die das Fondsmanagement von den Investoren erhält, um die Overheadkosten des Fonds abzudecken.

Net Assets: in der einfachsten Form Gesamtvermögen abzüglich Gesamtverbindlichkeiten.

Private Equity: außerbörsliches Eigenkapital privater oder institutioneller Anleger, häufig auf diese Beteiligungsform spezialisierte Kapitalbeteiligungsgesellschaften; nicht an geregelten Märkten (Börsen) handelbar.

Venture Capital: Private Equity, das in junge innovative Unternehmen mit hohem Risiko und großen Wachstumschancen investiert wird (http://de.wikipedia.org/wiki/Private_Equity).

Literaturhinweise

Europäisches Parlament, Europäischer Rat, Richtlinie 2011/61/EU vom 8. Juni 2011 über die Verwalter alternativer Investmentfonds und zur Änderung der Richtlinien 2003/41/EG und 2009/65/EG und der Verordnungen (EG) Nr. 1060/2009 und (EU) Nr. 1095/2010, Brüssel, 2011.

Jud, Th., Marchart, J., Friesenbichler, K. S., Peneder, M., Haslinger, S., Risikokapital in Österreich: Angebots- und nachfrageseitige Erklärungen der geringen Ausprägung und Empfehlungen zu ihrer Überwindung, Improveo, WIFO und AVCO, Wien, 2013, <http://www.wifo.ac.at/www/pubid/46677>.

Lucius, E., Vortragsdokumentation "Herausforderung AIFM-Richtlinie", Deloitte, Wien, 2013.

Strauss, R., Vortragsdokumentation "Regelungsbereiche des AIFMG", TPA Horvath, Wien, 2013.

Zahradnik, A., Vortragsdokumentation "Was ist das AIFM-Gesetz und für wen gilt dieses?", Dora Brugger Jordis, Wien, 2013.

Possible Consequences of the Implementation of the EU Directive on the Management of Alternative Investment Funds for the Austrian Risk Capital industry – Summary

In July 2011, the European Union issued the "Alternative Investment Fund Managers Directive (AIFMD)" which aims at establishing a regulatory framework for better surveillance and management of systemic risks that alternative investment fund managers may create for investors and other market participants concerned. Implementation of the AIFMD into national law has been initiated by the adoption of the AIFM Act (AIFMG) by the Austrian Parliament. The AIFMG addresses the fund manager rather than the fund itself. It provides for a simplified surveillance regime if the assets managed by the AIFM do not exceed certain thresholds. With the areas to be regulated by the AIFMG, the fund managers concerned face new terms of reference for their business operations as soon as the Act enters into force.