

zeb

GSK
STOCKMANN

ELTIF 2.0

Der neue Verkaufsschlager
unter den Fondsprodukten?

WORKING
PAPER

partners for change

ELTIF 2.0: der neue Verkaufsschlager unter den Fondsprodukten?

Das nicht so neue Vertriebslabel „**ELTIF**“ bekommt durch die im März 2023 erfolgte Novellierung neuen Aufschwung. Insbesondere in Anbetracht des aktuell unsicheren Zinsumfelds könnten ELTIFs nunmehr eine geeignete Anlageform mit stabilen Renditen darstellen.

Die neuen ELTIF-Regelungen umfassen insbesondere flexiblere Anlagemöglichkeiten, beseitigen bisherige Vertriebshindernisse für Privatinvestoren und ermöglichen Investitionen in Infrastruktur, erneuerbare Energien, Private Debt und Private Equity.

GSK Stockmann und zeb blicken gemeinsam aus rechtlicher und betriebswirtschaftlicher Sicht auf die Anpassungen der ELTIF-Verordnung, um Auswirkungen für Investoren und Produkthersteller zu identifizieren. In der folgenden Struktur wird insbesondere ein Blick auf Erfolgsfaktoren sowie Prozeduren zur Auflage eines solchen ELTIF-Produktangebots entlang der Wertschöpfungskette von Asset-Managern gegeben:

1. Einführung (Quo vadis, ELTIF?)
2. Umschwung durch die ELTIF-Novellierung
3. Regulatorische Anforderungen/Auflage und Zulassung eines ELTIF
4. Gestaltungsmöglichkeiten im Rahmen der Anlagestrategie
5. Erfolgsfaktoren bei der Auflage
6. Handlungsmaßnahmen für den Aufsatz eines ELTIF-Produktangebots
7. Fazit

1 Einführung (Quo vadis, ELTIF?)

1.1 Was ist ein ELTIF?

ELTIF steht für „**E**uropean **L**ong **T**erm **I**nvestment **F**und“ – eine EU-einheitliche Fondskategorie, die von der EU-Kommission bereits im Jahr 2015 speziell für Infrastrukturinvestitionen entwickelt wurde, um Kapital von privaten und institutionellen Anlegern in langfristige alternative Anlagen zu lenken.

ELTIFs sind im Grundsatz geschlossene Alternative Investmentfonds („**AIF**“), die der Aufsicht der nationalen Aufsichtsbehörden im Sinne der AIFMD¹ sowie – mit Blick auf deren Vertrieb –

¹ [Richtlinie 2011/61/EU](#) des europäischen Parlaments und des Rates 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

der MiFID II² unterstehen und Investitionen in alternative Anlagen wie Infrastrukturprojekte, Immobilien und Private Equity ermöglichen. Diese Fonds sollen institutionellen wie privaten Anlegern ein diversifiziertes Portfolio mit langfristigen Anlagen bieten, welche in der Regel durch stabile Renditen und eine geringe Volatilität gekennzeichnet sind.

Das Besondere dabei ist: Erwirbt ein in einem Mitgliedstaat auf Grundlage der nationalen AIFM-Regulierung aufgelegter AIF eine Vertriebszulassung auf Basis der ELTIF-Verordnung, kann dieser über einen europäischen Pass innerhalb der EU grenzüberschreitend – ohne weitere nationale Zulassungsvoraussetzungen – auch an Privatanleger in anderen Mitgliedstaaten vertrieben werden. Dies war nach Maßgabe der AIFM-Regulierung bislang nur für Spezial-AIF möglich.

1.2 Entwicklung der Regulatorik

Die ELTIF-Verordnung³ wurde 2015 im Rahmen einer Initiative der Europäischen Kommission zur Kapitalmarktunion eingeführt, um insbesondere einen Beitrag zur Finanzierung der Realwirtschaft innerhalb der Europäischen Union zu leisten. Zu diesem Zweck sollen ELTIFs Finanzierungsmittel dauerhafter Natur für Infrastrukturprojekte, nicht börsennotierte Unternehmen oder börsennotierte kleine und mittlere Unternehmen bereitstellen und hierdurch das Finanzierungsangebot der Kreditwirtschaft sinnvoll ergänzen.

Auf Grundlage der ursprünglichen ELTIF-Verordnung, welche initial im Jahr 2015 veröffentlicht wurde, hat sich das Marktsegment ELTIF nur schleppend entwickelt. Die Verordnung barg zu hohe regulatorische Hürden: Komplizierte Zulassungsvoraussetzungen für den ELTIF führten zu einem sehr begrenzten Produktangebot und damit zu einer geringen Wahrnehmung auf dem Markt. Die konkrete Ausgestaltung war für professionelle Anleger meist wenig attraktiv, während der Vertrieb an Kleinanleger erheblichen Beschränkungen unterlag, die im Ergebnis dazu führten, dass ELTIF nur an verhältnismäßig vermögende Kleinanleger vertrieben werden konnten.

Diese fehlende Wahrnehmung spiegelt sich auch in relevanten Marktzahlen wider. Laut ESMA wurden mit Stand zum April 2023 nur etwa 78 ELTIF Produkte⁴ registriert.

Am 15. März 2023 wurde nunmehr eine Verordnung zu einer umfassenden Änderung der ELTIF-Verordnung (**ELTIF-Novellierung**)⁵ veröffentlicht, die ab dem 10. Januar 2024 Anwendung findet. ELTIF, die gemäß den vor dem 10. Januar 2024 geltenden Bestimmungen der ELTIF-Verordnung zugelassen sind und diese erfüllen, gelten mindestens bis zum 11. Januar 2029 als mit der neuen Regulatorik vereinbar. Alternativ besteht aber auch die Möglichkeit

² [Richtlinie 2014/65/EU](#) des europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Mai 2014 über Märkte für Finanzinstrumente sowie zur Änderung der Richtlinien 2002/92/EG und 2011/61/EU

³ Verordnung (EU) 2015/760 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 29. April 2015 über europäische langfristige Investmentfonds

⁴ zeb.research; [ESMA – Register der zugelassenen ELTIFs](#), Stand 30. April 2023

⁵ Verordnung (EU) 2023/606 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. März 2023 zur Änderung der Verordnung (EU) 2015/760

selbst zu entscheiden, bereits vorab der ELTIF-Novellierung zu unterfallen und die Neuerungen praktisch umzusetzen (Artikel 2 ELTIF-Novellierung).

Die ELTIF-Novellierung zielt darauf ab, den regulatorischen Rechtsrahmen zu vereinfachen, die Attraktivität für professionelle Anleger zu steigern und gleichzeitig durch wirksame Anlegerschutzmaßnahmen tatsächlich einer breiten Masse an Kleinanlegern Investitionen zu ermöglichen und so eine breitere Palette von ELTIF-Produkten am europäischen Kapitalmarkt zu etablieren.

Konkretisiert wurden die Vorgaben zuletzt durch den am 23. Mai 2023 veröffentlichten Entwurf der Regulatory Technical Standards (kurz „RTS“) der Europäischen Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde ESMA („Consultation Paper: Draft regulatory technical standards under the revised ELTIF Regulation“, nachfolgend auch „**ELTIF-RTS**“)⁶.

Per Definition sind RTS delegierte technische Rechtsakte, die von einer europäischen Aufsichtsbehörde ausgearbeitet werden. Ziel ist die Weiterentwicklung, Präzisierung und Festlegung der Bedingungen für eine kohärente Harmonisierung der im Basisrechtsakt enthaltenen Vorschriften. Dabei dürfen RTS grundsätzlich keine neuen strategischen Entscheidungen oder politischen Weichenstellungen festlegen, sondern lediglich bereits vorgegebene Rechtsakte konkretisieren. Gemäß der ELTIF-Verordnung muss die ESMA öffentliche Konsultationen zu RTS-Entwürfen durchführen, bevor sie der Europäischen Kommission vorgelegt werden. Diese RTS sollen u. a. Regelungen zu den folgenden Themen beinhalten:

- die Umstände, unter denen die Nutzung von Finanzderivaten einzig und allein der Absicherung gegen Risiken dient, die mit den Investitionen verbunden sind,
- die Umstände, unter denen die Laufzeit eines ELTIF lang genug ist, um die Laufzeit jedes einzelnen seiner Vermögenswerte abzudecken,
- die Merkmale des Zeitplans für die geordnete Veräußerung der Vermögenswerte des ELTIF,
- die Begriffsbestimmungen und Berechnungsmethoden für vom Anleger zu tragende Kosten,
- die Darstellung der Kosteninformationen sowie
- die Eigenschaften der Einrichtungen, die ELTIFs in jedem Mitgliedstaat, in dem sie Anteile vertreiben wollen, vorzuhalten haben.

Die derzeitigen RTS-Entwürfe sind somit noch nicht final, geben aber einen ersten Eindruck zur Einschätzung der ESMA und werden daher nachfolgend indiziell herangezogen.

⁶ [ESMA34-1300023242-124 Consultation Paper on the Draft regulatory technical standards under the revised ELTIF Regulation \(europa.eu\)](https://ec.europa.eu/esma/consultation/papers/consultation-paper-draft-regulatory-technical-standards-under-the-revised-eltif-regulation)

1.3 Entwicklung/Aktuelle Marktvolumina

Mit Blick auf die bis heute aufgelegten ELTIFs – etwa 78 in ganz Europa – fällt in Abbildung 1 auf, dass die Registrierung derzeit in nur sehr wenigen EU-Mitgliedstaaten stattfindet. Der Fondsstandort Luxemburg führt klar mit etwa 48 registrierten ELTIFs, gefolgt von Frankreich mit – gegenüber Luxemburg – weniger als der Hälfte an registrierten Fonds (18 ELTIFs) sowie Italien (zehn ELTIFs) und Spanien mit gerade mal zwei registrierten und bestehenden ELTIFs seit 2015. Die Gründe für diese Verteilung sind vielfältig und je nach Land unterschiedlich:

Luxemburg

Aufgrund der vorhandenen Expertise rund um die Registrierung und Administration von Fonds in Luxemburg ist es wenig überraschend, dass auch im Bereich der ELTIFs der Fondsstandort Nr. 1 in Europa am häufigsten für die Auflage genutzt wird (nach Anzahl der registrierten Fonds⁷). Einige Gründe dafür liegen in der vorhandenen Infrastruktur für Fondsprodukte (u. a. Nähe zu Anbietern für Verwahrung, Fondsadministration, Rechtssupport sowie Wirtschaftsprüfern), der Reaktivität des lokalen Regulators (CSSF) sowie der Internationalität des Standorts. Zusätzlich wird Luxemburg von vielen Anbietern als europäischer Hub genutzt, um dort lizenzierte Produkte und Dienstleistungen mittels des europäischen Passes in der ganzen EU anbieten zu können.

Frankreich

Ausgehend vom insgesamt platzierten ELTIF-Volumen ist Frankreich bislang der größte Standort für ELTIFs. Maßgeblich hierfür sind vor allem Produkte für institutionelle Anleger. Allein sieben der zehn in 2022 neu in Frankreich zum Vertrieb zugelassenen ELTIFs stehen ausschließlich professionellen Anlegern zur Anlage offen. Gründe für diese hohe Bedeutung für institutionelle Anleger könnten insbesondere die folgenden drei Faktoren sein: (1) Das ELTIF-Label wurde in Frankreich von Beginn an mit regulatorischer Sicherheit für die Eigenkapitalunterlegung bei Private-Equity-Investments für Investoren verbunden, die der Solvency-II-Richtlinie unterliegen (z. B. Versicherungen). (2) Das ELTIF-Regime bietet für französische Investoren weitere Vorteile in Bezug auf die Transparenzanforderungen beim Reporting. (3) Zuletzt stellt der ELTIF das einzige Vehikel dar, das flexible Investitionen in Direktkredite ermöglicht – mit der Folge, dass sich besonders Private-Debt-ELTIFs positiv entwickelten.⁸

Daneben lässt sich aktuell die zunehmende Bedeutung für Kleinanleger in Frankreich erkennen. Auslöser dafür ist u. a., dass sich ELTIFs auch als Produkte für fondsgebundene Lebensversicherungen qualifizieren. Folglich werden sie vermehrt von Privatanlegern im Rahmen einer Lebensversicherung erworben. So entfällt beim Erwerb von ELTIFs im Rahmen von fondsgebundenen Lebensversicherungen die Einkommenssteuer auf reinvestierte Kapitalerträge, wenn die Lebensversicherung mindestens acht Jahre gehalten wird. Kommt es zur Auszahlung der Lebensversicherung nach mindestens acht Jahren, existieren weitere steuerliche Vorteile.

Darüber hinaus halten die Kleinanleger die Fondsanteile im Rahmen der fondsgebundenen Lebensversicherungen nicht direkt, sondern der jeweilige Versicherer. Die Unternehmen fallen

⁷ Gemäß Auswertung [ESMA – Register der zugelassenen ELTIFs](#), Stand 30. April 2023

⁸ Scope, Europäische ELTIF Studie – Marktentwicklung und Perspektiven (24. März 2023)

unter die Solvency-II-Regeln. Sie profitieren somit bei ELTIFs, die in Private Equity investieren, von reduzierten Anforderungen an die Eigenkapitalunterlegung. Neben steuerlichen Vorteilen können Privatanleger bei Liquiditätsbedarf unmittelbar auf die Lebensversicherung zurückgreifen; das Investment des Lebensversicherers in den ELTIF ist davon zunächst nicht direkt betroffen.

Italien

Italien ist mit einem platzierten Volumen von insgesamt 2,56 Mrd. EUR (Ende 2022) der zweitgrößte ELTIF-Markt in Europa. Maßgeblich hierfür sind vor allem Produkte für Kleinanleger mit vergleichsweise kleinen durchschnittlichen Absatzzahlen pro Kunde von weniger als 100.000 EUR. Die Gründe sind auch hier steuerlicher Natur. In Italien bestehen steuerliche Anreize für Produkte, die nach bestimmten Vorgaben entweder in die italienische Wirtschaft oder in Innovationen investieren, sogenannte PIR-compliant-Produkte („*Piani Individuali di Risparmio*“ – individueller Pensionsplan). Bei diesen Produkten kommt in Italien ansässigen Kleinanlegern eine Befreiung von der Kapitalertragssteuer (normalerweise 26 %) und der Erbschaftssteuer zugute, sofern eine Mindesthaltedauer von fünf Jahren eingehalten wird. Steuervorteile für Kleinanleger können dabei bis zu 30.000 EUR pro Jahr und insgesamt 150.000 EUR bei einer Haltedauer von mindestens fünf Jahren betragen.⁹

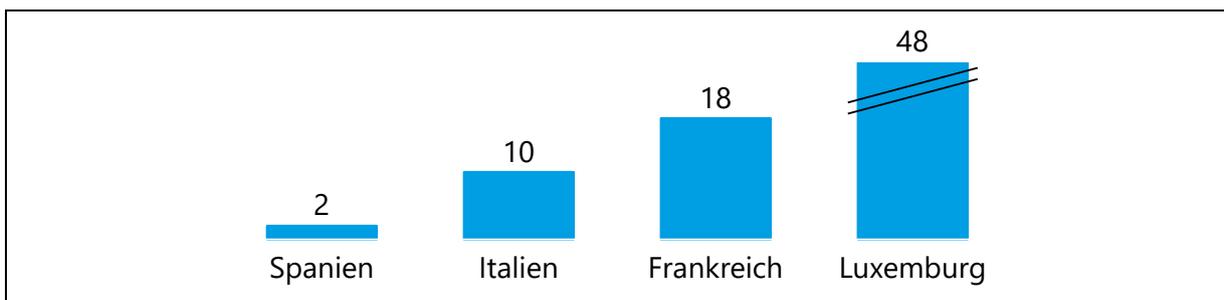


Abbildung 1: Überblick Anzahl registrierter ELTIFs nach Land¹⁰

Einen weiteren spannenden Vergleich bietet der Blick auf die aktive Vermarktung der registrierten ELTIFs (vgl. Abbildung 2). Italien und Frankreich sind mit 44 bzw. 34 Fonds die Länder in der EU mit der höchsten Anzahl an aktiv vertriebenen Fonds. Auf Platz drei steht Deutschland mit ca. 25 Fonds (Stand April 2023). Etwa die Hälfte der Fonds wird in mehreren EU-Ländern aktiv vertrieben, während die andere Hälfte in sehr wenigen, dezidierten Ländern vertrieben wird. Länder mit entsprechend großen Märkten (u. a. IT, FR, DE, ES) und Zugang zu internationalen Finanzmärkten liegen aufgrund der höheren Anzahl an potenziellen Investoren vorn, wobei EU-Staaten wie z. B. Polen oder Ungarn mit drei bzw. einem Fonds im aktiven Vertrieb weit zurückliegen.

Hinzu kommt, dass beispielsweise in Italien auch solche ELTIFs erfolgreich vertrieben werden, die nicht steuerlich begünstigt (PIR-compliant) sind. Dies dürfte daran liegen, dass der ELTIF aufgrund der erfolgreichen Platzierung von PIR-compliant-Produkten in Italien unter Privatanlegern vergleichsweise bekannt ist. Dies hat auch Einfluss auf Produkte, die nicht PIR-compliant sind. Verstärkt wird dieser Effekt dadurch, dass der italienische Markt mit einer

⁹ Commission Staff Working document, Impact Assessment Report on Proposal for a regulation amending Regulation (EU) 2015/760

¹⁰ Gemäß Auswertung [ESMA – Register der zugelassenen ELTIFs](#), Stand 30. April 2023

Vielzahl an Finanzberatern und vergleichsweise hohen Gebühren als besonders vertriebsstark gilt. Auch die Abwicklung von ELTIFs erweist sich in Italien als weniger kompliziert.

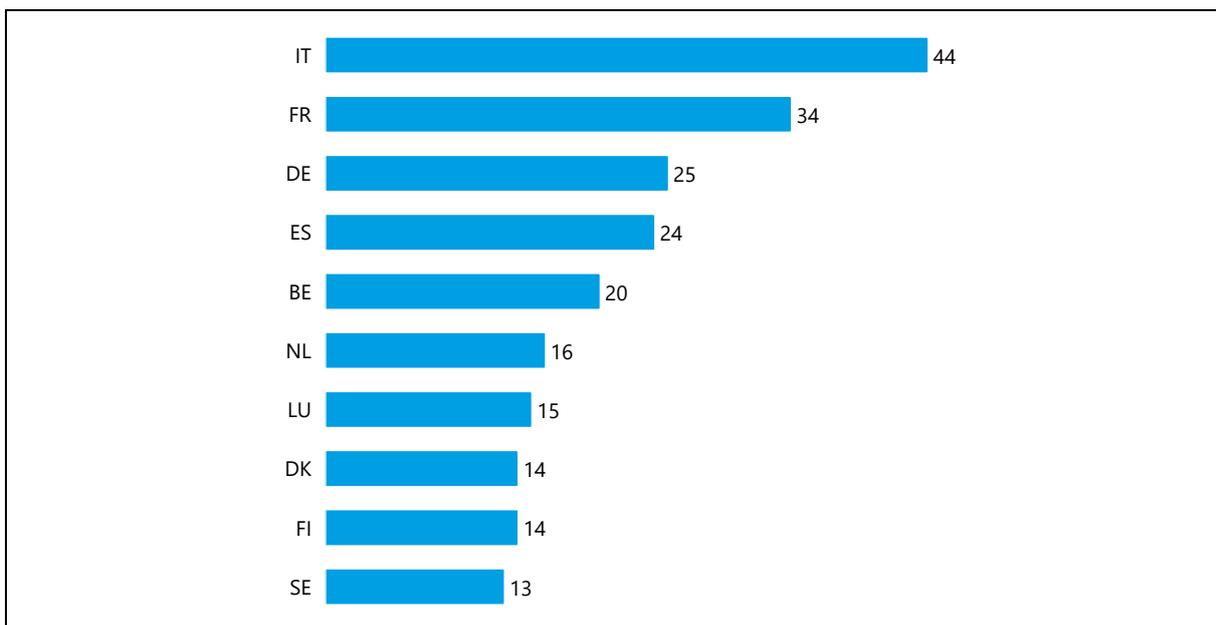


Abbildung 2: Überblick registrierter ELTIFs nach Top-10-Vertriebsländer¹¹

Mit Blick auf die Asset-Manager hinter den ELTIF-Fonds wird deutlich, dass insbesondere große Marktplayer sowie spezialisierte Asset-Manager ELTIF-Produkte anbieten. Azimut führt als spezialisiertes Haus mit 14 ELTIFs im aktiven Vertrieb. Aufgrund der vorher beschriebenen Gegebenheiten am italienischen Markt positioniert sich Azimut bewusst in einer Nische und bietet eine breite Produktpalette in unterschiedlichen Assetklassen an. Amundi folgt mit 8 ELTIFs als führender französischer Asset-Manager mit einer langjährigen Expertise in diversen alternativen Anlageklassen (Private Debt, Private Equity & Real Estate). Auch Challenger-Unternehmen wie beispielsweise October Factory¹², Kreditplattform für institutionelle Häuser und KMU, nutzen die Möglichkeit einer internationalen Distribution über den ELTIF, um höhere Investitionen aus unterschiedlichen Ländern für die Kreditvergabe an Unternehmen in Europa zu generieren.

TOP 10 ELTIF Manager nach # Fonds	# registrierte ELTIFs
Azimut Investments	14
Amundi Asset Management	8
Partners Group	4
Blackrock	3
Muzinich & Co.	3
Neuberger Berman	3
October Factory	3
Waystone Management Company	3
IDInvest Partners	2
Mirova	2

Abbildung 3: Überblick Top-10-ELTIF-Manager nach Anzahl registrierter Fonds⁹

¹¹ Gemäß Auswertung [ESMA – Register der zugelassenen ELTIFs](#), Stand 30. April 2023

¹² [Institutionelle Kreditgeber – October Deutschland](#)

2 Umschwung durch die ELTIF-Novellierung

2.1 Kritik aus dem Markt

Der Erfolg der ELTIF-Verordnung ist mit dem bislang geringen Marktvolumen und der sehr langsamen Entwicklung seit der Publikation im April 2015 sichtlich ausgeblieben. Bei der initialen Veröffentlichung wurde bereits festgelegt, dass eine Überprüfung sowie ggf. Anpassung der Verordnung nach fünf Jahren stattfinden soll. Aufgrund dessen hat die EU-Kommission im Oktober 2020 eine öffentliche Konsultation durchgeführt, um Marktteilnehmer zu der Attraktivität von ELTIFs zu befragen, mit dem Ziel, Optimierungspotenziale zu identifizieren. Im Ergebnis hat das EU-Parlament im November 2021 den Vorschlag der EU-Kommission zur Änderung der ELTIF-Verordnung angenommen. Marktteilnehmer wie u. a. die EFAMA oder der BVI, welche an dem Vorschlag beteiligt waren, begrüßen in öffentlichen Stellungnahmen den Vorschlag der EU, der die Sorgen und Ideen der Branche für eine erfolgreiche Umgestaltung der ELTIF-Verordnung berücksichtigen sollte.

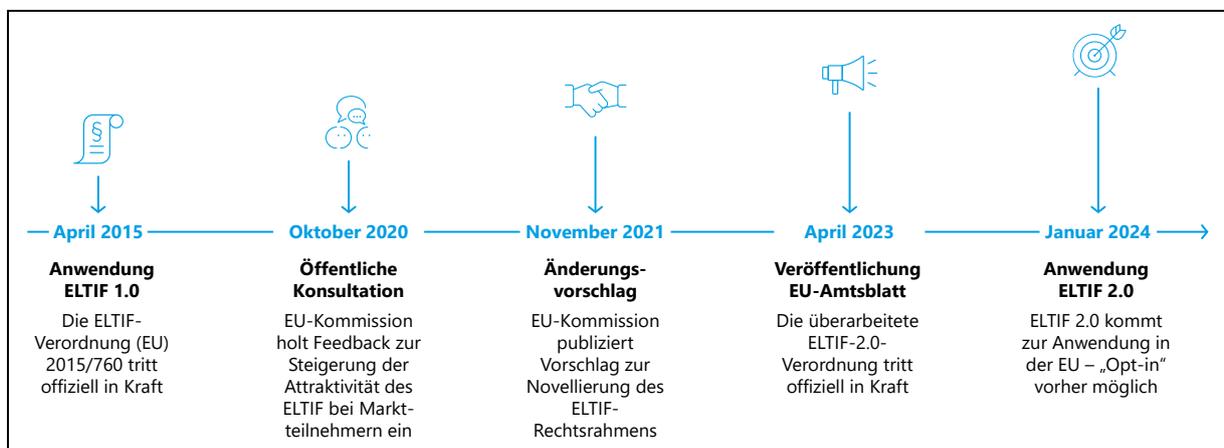


Abbildung 4: Regulatorische Zeitleiste der ELTIF-Verordnung (EU) 2015/760

Die Sorgen der Branche bezogen sich insbesondere auf die zu hohen Anforderungen für den Vertrieb an Privatkunden. Da die Entwicklung der ELTIF-Struktur auf regulatorischer Ebene zeitlich eng auf die Finanzkrise folgte, standen Themen rund um den Anlegerschutz sowie Ausfallrisiken verstärkt im Fokus. Alternative Anlageklassen gelten per se als risikoreich und komplex, weshalb ein Zugang für Privatanleger mit entsprechenden Eintrittshürden geregelt wird. Hohe Mindestanlagesummen, aufwendige Geeignetheitsprüfungen, ein restriktives Anlageuniversum sowie ein geregelter Maximalanteil des individuellen Kleinanlegerportfolios, welcher in solche ELTIF-Strukturen investiert werden durfte, sorgten jedoch für eine zu massive Abschreckung im Markt, insbesondere aus Sicht der Produkthersteller.

Darüber hinaus war das damalige ELTIF-Produkt aus Sicht von Asset-Managern für eine Distribution im europäischen Raum ungeeignet, da lokale Vertriebseinheiten in den jeweiligen Distributionsländern eingerichtet werden mussten. Die Skalierungsoptionen für ein solches Produkt in nur wenigen Ländern mit einem sehr restriktiven potenziellen Anlegerkreis blieben somit aus – genau wie das Vermarktungsinteresse von Produktherstellern. Zusätzlich galten Mindestinvestitionsvolumina für einzelne Assets von 10 Mio. EUR, welche das Anlageuniversum weiter auf große Projekte reduzierten und somit die Strukturierung insbesondere für kleine bis mittlere Fonds und Asset-Manager erschwerten. Mit der

Novellierung wird dieser Schwellenwert beispielsweise auf 1 Mio. EUR reduziert, um die ELTIF-Struktur für einen breiteren Kreis an Marktteilnehmern zugänglich zu machen.

Ein geringes Angebot auf der Produktseite, fehlende Anreize in den meisten EU-Mitgliedstaaten sowie die häufig stärker kommunizierten Nachteile dieser Struktur führten zu einem fehlenden Bewusstsein bei privaten und institutionellen Kunden über die Existenz sowie den eigentlichen „Sweet Spot“ von ELTIFs.

Mit der Erneuerung der ELTIF-Regelung wurden mehrere Änderungen eingeführt, die sich voraussichtlich positiv auf die Entwicklung von ELTIFs auswirken werden. Eine wesentliche Änderung ist die Einführung einer neuen Art von ELTIF, des EuVECA-ELTIF. Dieser Hybridfonds kombiniert die Merkmale des ELTIF mit dem Europäischen Risikokapitalfonds (EuVECA) und ermöglicht es, sowohl in alternative Anlagen als auch in innovative KMU zu investieren. Es wird erwartet, dass diese neue Art von ELTIF ein breiteres Spektrum von Anlegern anziehen und zusätzliche Mittel für innovative KMU bereitstellen wird.

2.2 Regulatorische Neuerungen – Überblick

Mit der ELTIF-Novellierung wird der ELTIF zu einem deutlich flexibleren Investitionsvehikel. Insbesondere Kleinanleger stehen im Fokus der Änderung.

Im Folgenden werden die wichtigsten Änderungen der Novellierung jeweils im Hinblick auf Auswirkungen für private und institutionelle Anleger sowie auf Produkthersteller gegenüber dem vorherigen ELTIF-Regime dargestellt:

Thema	Bisherige ELTIF-VO		ELTIF-Novellierung	
Portfolio¹³	mind. 70 % zulässige Anlagevermögenswerte nach 1–3		mind. 55 % zulässige Anlagevermögenswerte nach 1–3	
Sachwerte (1)	je max. 10 %	Wert mind. 10 Mio. EUR	je max. 20 %	kein Mindestwert
Kleine und mittlere Unternehmen (2)	je max. 10 %	Marktkapitalisierung bis 500 Mio. EUR oder nicht gelistet; keine Finanzunternehmen	je max. 20 %	Marktkapitalisierung bis 1,5 Mrd. EUR oder nicht gelistet; keine Finanzunternehmen mit Ausnahme von FinTechs (max. 5 Jahre alt)
Zielfonds (3)	insg. max. 20 %	ELTIF, EuVECA, EuSEF	bis insg. 100 % (Dachfonds), je max. 20 %	ELTIF, EuVECA, EuSEF + OGAW, EU-AIF

¹³ Diversifizierungsvorgaben gelten bei ELTIF nicht für professionelle Anleger

Thema		Bisherige ELTIF-VO	ELTIF-Novellierung
Portfolio ¹³		mind. 70 % zulässige Anlagevermögenswerte nach 1–3	mind. 55 % zulässige Anlagevermögenswerte nach 1–3
			Anrechnung auf Kernportfolioquote i. R. d. Durchschau, soweit zulässige Vermögensgegenstände
Sonstige zulässige Anlagen	OGAW-Vermögensgegenstände + Vermögensgegenstände 1–3	bis 30 %	bis 45 %
Kreditaufnahmegrenzen		bis 30 % des NAV	bis 50 % des NAV, bei nur prof. Anlegern bis 100 % des NAV
Ausgestaltung:			
Geschlossen		ja	ja
Offen		ja Aber durch strenge Anlagevorgaben in illiquide Assets nicht praktikabel	ja Relevant wegen liquiderer Anlagegegenstände; vgl. ESMA RTS
Vertrieb:			
Mindestanlage-summe		10.000 EUR	Keine Mindestanlagesumme
Geeignetheitsprüfung		ELTIF-spezifisch; max. Investment von 10 % des liquiden Vermögens des Anlegers in ELTIFs	MiFID-Regeln/Geeignetheitsprüfung
Bes.-Warnungen		Anlegerwarnung, wenn Laufzeit > 10 Jahre wegen Illiquidität	unter best. Voraussetzungen Hinweispflichten
Vertriebs-einrichtungen		Lokale, physische Einrichtung	Onlinepräsentation

Tabelle 1: Regulatorische Änderungen und ihre Auswirkungen

Mit der ELTIF-Novellierung werden jedoch auch einzelne Anforderungen an Produkthersteller bzw. Anbieter verschärft. Anlegerschutzmaßnahmen wie beispielsweise strengere

Offenlegungspflichten, verpflichtende unabhängige Bewertungen und die Auferlegung von Mindestliquiditätsstandards werden angewandt. Diese Maßnahmen tragen dazu bei, die mit alternativen Anlagen verbundenen Risiken zu mindern und sicherzustellen, dass die Anleger umfassend über die von ihnen eingegangenen Risiken informiert wurden. Auch diese Transparenzanforderungen sollen letztlich das Interesse der Anleger, insbesondere von Retail-Anlegern, langfristig stärken.

3 Regulatorische Anforderungen/Auflage und Zulassung eines ELTIF

3.1 Antrag und Zulassungsvoraussetzungen

ELTIFs sind als EU-weit einheitliche Fondskategorie zu verstehen, die auf der Basis von jeweils national und auf Grundlage der AIFM-Richtlinie zulässiger Strukturen aufgelegt werden und unter Einhaltung der speziellen Produktregulierungsvorgaben der ELTIF-Verordnung eine spezielle, grenzüberschreitende Vertriebszulassung erwerben können („Europäischer Pass“).

Neben der Lizenzierung der Kapitalverwaltungsgesellschaft (**AIFM**) benötigt auch jeder ELTIF eine Zulassung (Vertriebszulassung). Die Zulassung als ELTIF gilt jedoch für den Vertrieb in allen Mitgliedstaaten.

Zulassungsvoraussetzungen sind:

1. der EU-AIF erfüllt alle Anforderungen der ELTIF-Verordnung,
2. Genehmigung des AIFM, der Vertragsbedingungen/Satzung des Fonds und der Wahl der Verwahrstelle (Artikel 6 ELTIF-VO).



Abbildung 5: Voraussetzungen Antrag und Zulassung

Insofern bedarf es zunächst der Auflage eines EU-AIF auf Grundlage der nationalen Bestimmungen im Herkunftsstaat. Zusätzlich muss ein Antrag gemäß Artikel 5 ELTIF-Verordnung auf Zulassung als ELTIF bei der zuständigen Behörde gestellt werden.

Die zuständige Behörde ist die national zuständige Aufsichtsbehörde des EU-AIF im Sinne von Artikel 4 Absatz 1 h der AIFM-RL (Artikel 2 Nr. 10 ELTIF-VO), in Deutschland ist dies die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (**BaFin**).

Der Antrag umfasst u. a. die Vertragsbedingungen oder die Satzung des AIF, den Namen des AIFM, den Namen der Verwahrstelle sowie bei Vertrieb an Kleinanleger eine Beschreibung der

zusätzlichen Informationen und des Umgangs mit Beschwerden, ggf. auch Informationen zur Master-Feeder-Struktur.

In zeitlicher Hinsicht hat die Information über die erfolgte Zulassung innerhalb von zwei Monaten nach Antragsstellung zu erfolgen (Artikel 5 Abs. 3 ELTIF-VO). Wurde ein Antrag einmal abgelehnt, darf er nicht bei den zuständigen Behörden anderer Mitgliedstaaten erneut eingereicht werden (Artikel 6 Abs. 6 ELTIF-VO).

3.2 Vertrieb

Vor Vertriebsbeginn ist ein Prospekt im Sinne der ELTIF-Verordnung zu veröffentlichen (vgl. Artikel 23 ELTIF-VO), beim Vertrieb an Kleinanleger zusätzlich ein Basisinformationsblattes i.S.d. PRIIP VO¹⁴. Der Prospekt enthält sämtliche Angaben, die erforderlich sind, damit sich die Anleger über die ihnen vorgeschlagene Anlage und vor allem über die damit verbundenen Risiken ein fundiertes Urteil bilden können. Dabei ist insbesondere auf die Illiquidität des ELTIF hinzuweisen.

Im Übrigen werden an den Prospekt dieselben Anforderungen wie nach der AIFMD und der Verordnung (EU) 2017/1129 des Europäischen Parlaments und des Rates gestellt (vgl. Artikel 23 Abs. 3 ELTIF-VO) gestellt; insofern beinhaltet die Regelung in Artikel 23 ELTIF-Verordnung lediglich (zusätzliche) Mindestanforderungen an den Inhalt, die in dem Prospekt integriert sein müssen. Weitere nationale Vorgaben, etwa nach dem KAGB, können nach derzeitigem Marktverständnis, mit den Vorgaben der ELTIF-Verordnung in einem Dokument komprimiert werden.

Der Anleger ist zudem ausdrücklich über folgende Risiken zu informieren (vgl. Artikel 30 Abs. 2 ELTIF-VO):

- Wenn die Laufzeit eines ELTIF zehn Jahre übersteigt, dass sich das ELTIF-Produkt möglicherweise nicht für Kleinanleger eignet, die eine solch langfristige und illiquide Verpflichtung nicht eingehen können; und
- wenn die Vertragsbedingungen oder die Satzung eines ELTIF die Möglichkeit bietet, Anträge auf Übertragung von Anteilen des ELTIF miteinander abzugleichen (vgl. Artikel 19 Abs. 2a ELTIF-VO), dass das Vorhandensein einer solchen Möglichkeit dem Kleinanleger keine Garantie oder Berechtigung bietet, seine Anteile am betroffenen ELTIF abzustoßen oder zurückzunehmen.

Dies kann ebenfalls im Rahmen des Prospekts erfolgen (Artikel 24 ELTIF-VO).

Darüber hinaus ist dem Kleinanleger nach derzeitigem Marktverständnis eine zusätzliche Widerrufsbelehrung auszuhändigen. Hintergrund dessen ist, dass Artikel 30 Abs. 7 ELTIF-Verordnung Kleinanlegern zusätzlich zu den Regelungen des Fernabsatzrechts ein zweiwöchiges Widerrufsrecht gewährt mit der Konsequenz, dass diese im Fall eines Widerrufs

¹⁴ Verordnung (EU) Nr. 1286/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 26. November 2014 über Basisinformationsblätter für verpackte Anlageprodukte für Kleinanleger und Versicherungsanlageprodukte (PRIIP)

ihr Geld ohne Abzüge zurückerhalten. Die Widerrufsbelehrung muss nicht zwingend in einem separaten Dokument erfolgen, sondern kann auch als Teil der übrigen Produktdokumentation ausgeführt werden, die dem Anleger ohnehin übergeben werden muss.

Eine weitere Besonderheit des ELTIF liegt zudem in der bereits erwähnten Möglichkeit, die Anteile über einen europäischen Pass innerhalb der EU ohne weitere nationale Zulassungsvoraussetzungen auch an Privatanleger zu vertreiben. Der grenzüberschreitende Vertrieb innerhalb der EU war auf Grundlage der AIFM-Regulierung bislang Spezial-AIF und professionellen Anlegern vorbehalten.

Im Übrigen gelten die Regelungen der MiFID II, insbesondere in Bezug auf etwaige Geeignetheitsprüfungen (vgl. hierzu auch Abschnitt 3.4.3.).

3.3 Rechtsform der ELTIFs

ELTIFs sind alternative Investmentfonds mit Sitz in der Union („**EU-AIF**“) oder EU-AIF-Teilfonds, die durch einen vollregulierten AIFM verwaltet und in der Union als europäische, langfristige Investmentfonds vertrieben werden (Artikel 1 ELTIF-VO).

Grundsätzlich stehen für die Auflage von ELTIF sämtliche auf Grundlage der AIFM-RL zulässigen europäische Rechtsformen zur Verfügung. Die zulässigen Rechtsformen des ELTIF im konkreten Mitgliedstaat richten sich nach dem einschlägigen nationalen Recht des Mitgliedstaats, in dem der Fonds zugelassen ist oder seinen Sitz und/oder seine Hauptverwaltung hat. Ausweislich der Gesetzesbegründung (Erwägungsgrund 13) kann ein ELTIF auch Rechtsformen annehmen, die keine Rechtspersönlichkeit verleihen, so dass sowohl die Möglichkeit einer gesellschaftsrechtlichen als auch vertraglichen Ausgestaltung möglich sind. .

Besonderheiten gelten nach der ELTIF-Verordnung darüber hinaus lediglich für den Vertrieb an Kleinanleger (Artikel 30 Abs. 6 ELTIF-VO). Die Rechtsform eines ELTIF darf keine Haftung für den Anleger mit sich bringen, die über den ursprünglichen Kapitaleinsatz hinausgeht.

Konsequenzen für die ELTIF-Auflage in Deutschland

Den Rechtsrahmen für ELTIF in Deutschland bilden das KAGB und die ELTIF-Verordnung. Im Falle von Überschneidungen kommt der ELTIF-Verordnung nach § 338a KAGB und aus europarechtlichen Gründen Vorrang zu. Neben den grenzüberschreitenden Vertriebsregeln betrifft dies insbesondere die zulässigen Anlagevermögenswerten, die Portfoliozusammensetzung und Diversifizierung sowie die Kreditaufnahme.

3.4 Bestehende Herausforderungen und künftige Lösungsansätze

3.4.1 ELTIF als offener Fonds oder geschlossener Fonds

ELTIF steht für „European Long Term Investment Fund“ – per Definition handelt es sich damit um ein Regulierungsregime, das auf Investitionen mit einem langfristigen Anlagehorizont abzielt. Eine Besonderheit der ELTIF-Verordnung ist jedoch, dass sie, trotz der grundsätzlich

langfristigen Ausrichtung nach dem Vorbild geschlossener Fonds, mit verschiedenen – wenn auch eingeschränkten – Möglichkeiten vorzeitiger Anteilsrücknahmen auch Charakteristika offener Fonds vorsieht.

Die ELTIF-Verordnung differenziert nun klar zwischen ELTIF ohne und ELTIF mit Rücknahmemöglichkeiten; ob damit zugleich eine Differenzierung nach geschlossenen und offenen AIF einhergeht, gilt als noch nicht abschließend geklärt. Die Rückgabemechanismen von ELTIF sind Gegenstand der RTS.

Die Frage, ob ELTIF, die von den Rücknahmemöglichkeiten Gebrauch machen, als offene AIF qualifizieren, wird darin nach dem bisherigen Stand nicht beantwortet. Indiziell richtungsweisend könnte ein Vergleich der maßgeblichen Kriterien für eine Einordnung von Altfonds im Rahmen der Übergangsbestimmungen der AIFM-RL mit den Vorgaben für ELTIF mit Rückgabemöglichkeit sein:

Als geschlossene AIF wurden nach Artikel 1 Abs. 5 der Delegierten Verordnung (EU) Nr. 694/2014 der Kommission vom 17. Dezember 2013 zur Ergänzung der Richtlinie 2011/61/EU des Europäischen Parlaments und des Rats („AIFM-Richtlinie“) im Hinblick auf technische Regulierungsstandards zur Bestimmung der Arten von Verwaltern alternativer Investmentfonds (nachfolgend „Del.-VO“) zu diesem Zweck solche AIF betrachtet, deren Anteile vor Beginn der Liquidations- oder Auslaufphase erst nach einer Wartezeit von mindestens fünf Jahren, während derer Rücknahmerechte nicht ausgeübt werden können, auf Ersuchen eines Anteilseigners zurückgenommen oder zurückgekauft werden können. Offen war ein AIF folglich, wenn die Mindesthaltedauer weniger als fünf Jahre betrug.

Artikel 1 Abs. 5 der Del.-VO stützte die Differenzierung also noch auf die Länge der Mindesthaltedauer, ein Kriterium, das nun auch im Rahmen der ELTIF-Verordnung eine entscheidende Rolle spielt. Anhand dieses Abgrenzungskriteriums könnten auch ELTIF, die zwar eine vorzeitige Rückgabemöglichkeit, diese jedoch erst nach Ablauf einer Mindesthaltedauer von fünf Jahren vorsehen, als geschlossene AIF kategorisiert werden: In Übereinstimmung mit der Del.-VO ist auch gemäß Artikel 18 Abs. 2 ELTIF-Verordnung die vorzeitige Rückgabe von Anteilen nur unter Einhaltung einer „Mindesthaltedauer“ möglich, ihre Länge ist indes (noch) nicht vorgegeben.

Ein genauerer zeitlicher Rahmen ist Gegenstand der im Entwurfsstadium vorliegenden RTS (vgl. Artikel 18 Abs. 7 Ziffer a) ELTIF-Verordnung).

Nach dem derzeitigen RTS-Entwurf ist die Länge der Mindesthaltedauer primär abhängig von der anfänglichen Investitionsphase. Sie muss mindestens mit dieser Dauer übereinstimmen und daneben die konkrete Ausgestaltung des ELTIFs berücksichtigen (Anmerkung: Die Kriterien werden im Detail unter 4.4. beschrieben). Zum Zwecke der Standardisierung und besseren Vergleichbarkeit ist die Festlegung einer konkreten, bislang noch nicht in Jahren konkretisierten allgemeinen Mindesthaltedauer beabsichtigt. Insofern könnte (vorerst) folgende Abgrenzung in Betracht kommen:

- ELTIF mit einer Mindesthaltedauer von bis zu fünf Jahren qualifizieren als offene AIF
- ELTIF mit einer Mindesthaltedauer von min. fünf Jahren qualifizieren als geschlossene AIF, mit besonderen Rücknahmemodalitäten nach der ELTIF-Verordnung

Dies könnte zumindest vorübergehend auch deshalb gelten, als nach Artikel 35 Abs. 2 der ELTIF-Verordnung die Vorgaben der AIFM-Richtlinie durch die zuständigen Behörden zu beachten sind. Die Del.-VO fungiert insoweit als deren Ergänzung.

Bis zur finalen Festlegung der RTS und einer belastbaren Verwaltungspraxis der BaFin wird jedoch eine gewisse Rechtsunsicherheit verbleiben.

3.4.2 Erlaubniserweiterung notwendig?

Zur Verwaltung eines ELTIF benötigt der AIFM eine Zulassung, die der Ausgestaltung des ELTIF entspricht.

Die ELTIF-Verordnung stellt keine zusätzlichen Vorgaben hinsichtlich des Umfangs der Erlaubnis der AIFM auf. Es muss sich um einen „EU-AIFM“ handeln und demnach um einen AIFM mit satzungsmäßigem Sitz in einem Mitgliedstaat. Bezüglich des Umfangs der Erlaubnis enthält die ELTIF-Verordnung größtenteils nur allgemeine Ausführungen. Dennoch wird klargestellt, dass der dem Antrag zugrunde liegende ELTIF vom Umfang der dem antragstellenden AIFM erteilten Zulassung erfasst sein muss. Welche Anforderungen der ELTIF genau an den „Geltungsbereich der Zulassung“ stellt, bleibt dabei offen.

Sofern auch Kleinanleger an dem ELTIF beteiligt werden sollen, muss der ELTIF die Voraussetzungen an einen Publikums-AIF erfüllen. Folglich bedarf der auflegende AIFM nach derzeitigem Marktverständnis auch einer Erlaubnis, die Publikums-AIF umfasst. Inwieweit daneben auch die Qualifikation des ELTIF als offener, bzw. geschlossener AIF Rückwirkung auf den erforderlichen Erlaubnisumfang hat, ist ebenfalls noch nicht abschließend geklärt. Unter Berücksichtigung einer festen (Mindest-)Laufzeit dürfte grundsätzlich eine Erlaubnis zur Auflage und Verwaltung geschlossener AIF erforderlich und ausreichend sein. Sofern die Anlagebedingungen/Vertragsbedingungen eines ELTIF jedoch in einem Umfang von Rücknahmemöglichkeiten Gebrauch machen, die eine Qualifikation des ELTIF als offener AIF zur Folge haben (vgl. hierzu Ziff. 3.4.1), könnte auch eine Erlaubnis für offene Fondsprodukte notwendig werden.

Dies könnte vor allem für solche AIFM von Relevanz sein, die aktuell lediglich über eine Erlaubnis für geschlossene Publikums-AIF (und ggf. Spezial-AIF) verfügen und beabsichtigen, nunmehr auch ELTIF-Produkte aufzulegen. Sollen diese auch die als attraktiv verstandenen Rücknahmemöglichkeiten aufweisen, könnte dies zur Folge haben, dass die bestehende Lizenz des AIFM nicht ausreicht und zunächst eine Lizenzerweiterung für offene AIF beantragt werden müsste. Nicht zuletzt aus diesem Grund ist die Einstufung des ELTIF als offenes oder geschlossenes Produkt – insbesondere in Zusammenhang mit der Gestaltung von Rücknahmemöglichkeiten – von wesentlicher Bedeutung.

3.4.3 Drittvertrieb

Der Vertrieb von ELTIF Anteilen richtet sich grundsätzlich nach der MiFID II.

Dementsprechend dürfen ELTIF-Anteile nur dann an Kleinanleger vertrieben werden, wenn zuvor eine Beurteilung der Eignung durchgeführt und dem Kleinanleger eine Erklärung zur Geeignetheit übermittelt wurde (vgl. Artikel 30 Abs. 1 ELTIF-VO).

Im Rahmen des Fremdvertriebs gilt dabei jedoch folgende Besonderheit:

Nach derzeitigem Marktverständnis ist ein Vertrieb von ELTIF Anteilen an Kleinanleger nur nach einer vorherigen Anlageberatung mit positiver Geeignetheitsprüfung rechtssicher zulässig.

Der Gesetzgeber scheint zwar auch von der Möglichkeit einer vorherigen Geeignetheitsprüfung außerhalb einer Anlageberatung auszugehen; zumindest aber aus zivilrechtlicher Sicht ergeben sich hierbei Schwierigkeiten, zu einer rechtssicheren Abgrenzung zu kommen.

Ob alternativ ein Vertriebsweg über eine „bloße“ Anlagevermittlung, jedoch in Kombination mit einer ansonsten nur im Rahmen der Anlageberatung üblichen Geeignetheitsprüfung möglich ist, ist daher derzeit noch nicht abschließend geklärt.

3.4.4 Doppelzulassung

Nach derzeitigem Marktverständnis benötigt ein ELTIF für den Vertrieb keine Doppelzulassung nach AIFM-RL/KAGB und der ELTIF-Verordnung, sondern lediglich eine (Vertriebs-)Zulassung nach der ELTIF-Verordnung.

4 Gestaltungsmöglichkeiten im Rahmen der Anlagestrategie

Der ELTIF ist seit der ELTIF-Novellierung ein Multi-Asset-Produkt mit EU-Pass für den grenzüberschreitenden Vertrieb.

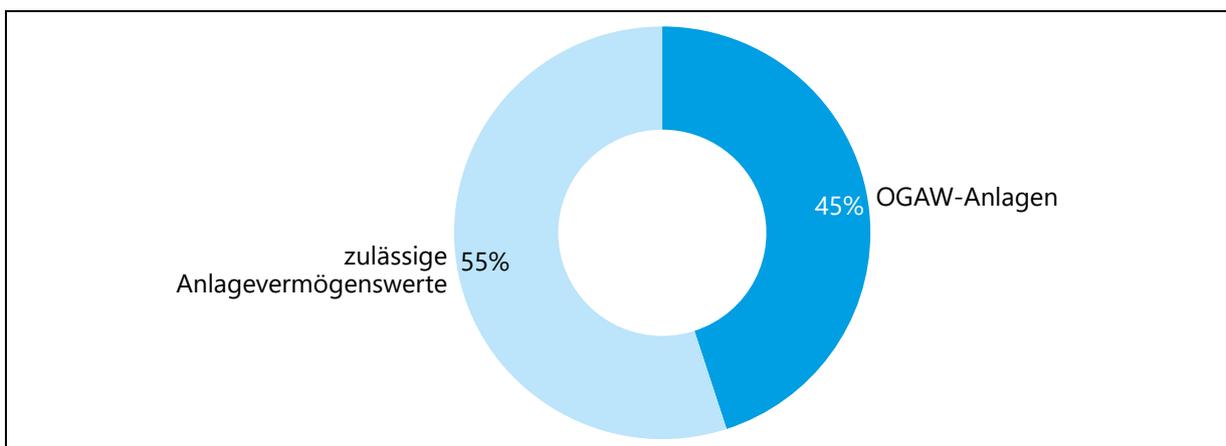


Abbildung 6: Gestaltungsmöglichkeiten im Rahmen der Anlagestrategie

4.1 Mögliche Assets

Der ELTIF ist in seiner novellierten Ausgestaltung ein flexibles Investitionsvehikel, das neben den in Artikel 50 Absatz 1¹⁵ genannten Vermögenswerten (insb. Wertpapiere und Geldmarktinstrumente) **mindestens 55 %** seines Kapitals in folgende zulässige Anlagen investieren muss:

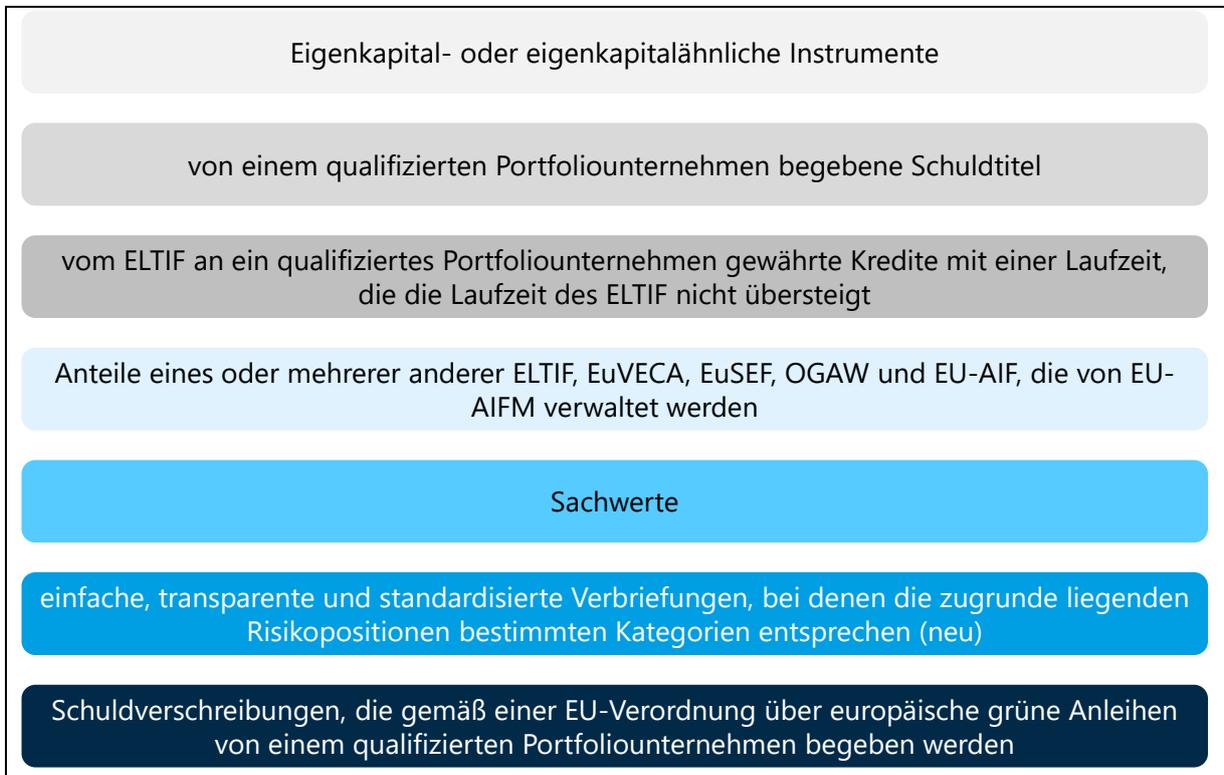


Abbildung 7: Mögliche Anlagen des Kapitals eines ELTIF (min. 55%)

Bezeichnend dabei ist, dass auch tendenziell illiquide Unternehmensbeteiligungen und Sachwerte erworben werden können.

Der ELTIF kann auch als Dachfonds ausgestaltet werden und bis zu 100 % in liquide Anlagen wie OGAW und AIFs investieren, jedoch nur bis zu max. 20 % je Titel. Zudem sind zukünftig auch bestimmte einfache, transparente und standardisierte Verbriefungsinstrumente für ELTIF zulässige Anlagevermögenswerte, vgl. Artikel 10 Abs. 1 lit. f) ELTIF-Verordnung in der Fassung der ELTIF-Novellierung. Ausgeschlossen sind lediglich Anlagen in die nachfolgenden Assets (Artikel 9 Abs. 2):

- Leerverkäufe von Vermögenswerten,
- direktes oder indirektes Engagement in Rohstoffe,
- Wertpapierverleih- oder Wertpapierleihgeschäfte, Pensionsgeschäfte oder andere Geschäfte, die vergleichbare wirtschaftliche Auswirkungen haben und ähnliche Risiken darstellen, wenn davon mehr als 10 % der Vermögenswerte des ELTIF betroffen sind,

¹⁵ Richtlinie 2009/65/EG

- Einsatz von Finanzderivaten, außer in Fällen, in denen der Gebrauch solcher Instrumente einzig und allein der Absicherung der mit anderen Anlagen des ELTIF verbundenen Risiken dient.

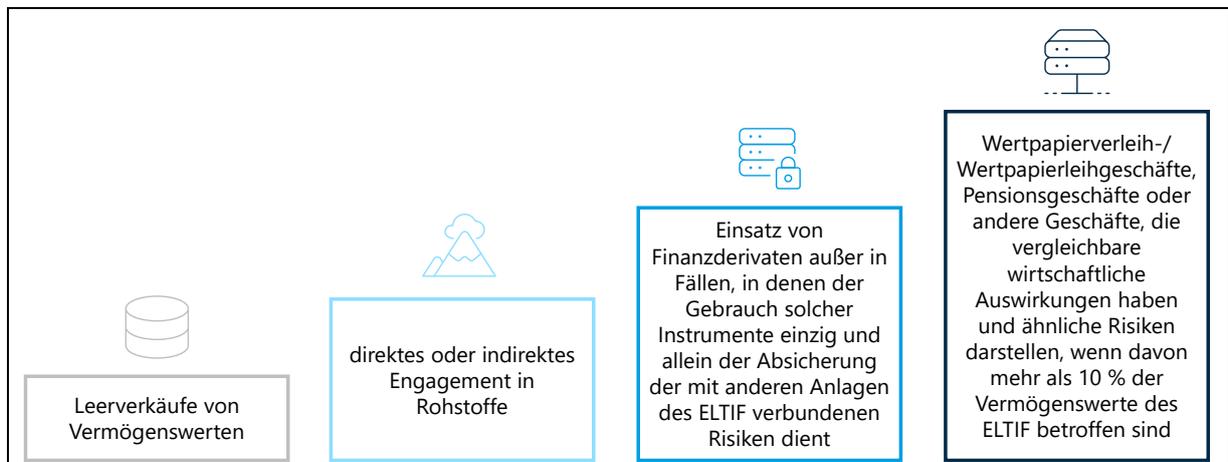


Abbildung 8: Unzulässige Vermögensgegenstände im Rahmen der Anlagestrategie

4.2 Portfoliozusammensetzung, Diversifizierung und Obergrenzen

Hinsichtlich der genauen **Portfoliozusammensetzung und Anlagegrenzen** (Artikel 13 ELTIF-VO) gilt das Folgende:

Nach der ELTIF-Novellierung muss ein ELTIF mindestens 55 % seines Kapitals in die vorgenannten „zulässigen Anlagevermögenswerte“ investieren. Die restlichen 45 % dürfen auch in sogenannte „OGAW-Anlagen“ (z. B. Wertpapiere und Geldmarktinstrumente, die an einem geregelten Markt gehandelt werden) angelegt werden.

Die Anlagehöchstgrenze für einen einzigen Sachwert beträgt 20 %. Das Gleiche gilt für Anteile an einem einzigen ELTIF, EuVECA, EuSEF, OGAW und EU-AIF, die von einem EU-AIFM verwaltet werden.

Sollte der ELTIF in Instrumente investieren, die von ein und demselben qualifizierten Portfoliounternehmen begeben werden, oder Kredite, die ein und demselben qualifizierten Portfoliounternehmen gewährt wurden, darf er insoweit ebenfalls maximal 20 % seines Kapitals investieren.

Anders verhält es sich jedoch, wenn lediglich professionelle Anleger beteiligt sind. Nach der ELTIF-Novellierung sollen die vorgenannten Anlagegrenzen (abgesehen von der 55%-Grenze) nicht für solche ELTIFs gelten, die ausschließlich an professionelle Anleger vertrieben werden. Entsprechend können dann beispielsweise bis zu 100 % in einen Sachwert investiert werden.

Bei den **Obergrenzen bezüglich Konzentration** (Artikel 15 ELTIF-VO) gilt das Folgende:

Ein ELTIF darf nicht mehr als 30 % der **Anteile** eines einzigen ELTIF, EuVECA, EuSEF, OGAW oder EU-AIF, der von einem EU-AIFM verwaltet wird, **erwerben**.

Die für OGAW-Anlagen festgelegten Obergrenzen¹⁶ bezüglich der Konzentration gelten auch für OGAW-Anlagen im Rahmen der ELTIF-Verordnung. Diese Obergrenzen finden jedoch in beiden Fällen abermals keine Anwendung, wenn ELTIFs ausschließlich an professionelle Anleger vertrieben werden.

4.3 Kreditaufnahme

Darüber hinaus sind auch **Kreditaufnahmen** (Artikel 16 ELTIF-VO) im Rahmen des ELTIF-Regimes möglich. Die ELTIF-Verordnung unterscheidet hier zwischen ELTIFs für professionelle und Kleinanleger:

- Bei ELTIFs, die an Kleinanleger vertrieben werden können, sind Kreditaufnahmen bis einschließlich 50 % des Nettovermögenswerts des ELTIF möglich und
- bei ELTIFs, die ausschließlich an professionelle Anleger vertrieben werden, sogar bis einschließlich 100 % des Nettovermögenswerts des ELTIF.

4.4 Laufzeit des ELTIF

Entsprechend der langfristigen Ausrichtung von ELTIFs können die Anleger eines ELTIF die Rücknahme ihrer Anteile grundsätzlich nicht vor Ende der Laufzeit des ELTIF beantragen. Die Laufzeit eines ELTIF muss als vereinbar mit den Laufzeiten bzw. Lebenszyklen der einzelnen Vermögenswerte des ELTIF gelten.

Laut dem derzeitigen RTS-Entwurf der ESMA muss der Verwalter eines ELTIF für diese Zwecke die folgenden Umstände berücksichtigen: Laufzeit des ELTIF, Liquiditätsprofil der einzelnen Assets und des ELTIF-Portfolios, Zeitpunkt des Erwerbs und der Veräußerung der einzelnen Assets, Anlageziel des ELTIF, ggf. Rücknahmegrundsätze, Cash-Management-Bedarf, erwarteter Cashflow und Verbindlichkeiten des ELTIF, Übertragungsmöglichkeiten, Bewertungsmöglichkeiten, sonstige betriebliche, finanzielle und wirtschaftliche Faktoren.

4.5 Besonderheit: Rücknahmemöglichkeit von Anteilen

Abweichend hiervon kann in den Vertragsbedingungen oder der Satzung eines ELTIF unter den folgenden Voraussetzungen die Möglichkeit von Rücknahmen während der Laufzeit des ELTIF vorgesehen werden:

1. Rücknahmen werden nicht vor dem Ablauf einer **Mindesthaltedauer** gewährt (vgl. RTS-Entwurf der ESMA).

¹⁶ Artikel 56 Absatz 2 der Richtlinie 2009/65/EG

2. Es sind angemessene Rücknahmeregelungen und Liquiditätsmanagementinstrumente vorgesehen, die mit der langfristigen Anlagestrategie des ELTIF vereinbar sind.
3. In der Rücknahmeregelung des ELTIF sind die Verfahren und Bedingungen für Rücknahmen eindeutig angegeben.
4. Rücknahmen sind auf einen bestimmten Prozentsatz der genannten Vermögenswerte beschränkt.
5. Es ist sichergestellt, dass Anleger fair behandelt und Rücknahmen anteilig gewährt werden, wenn die Anzahl der Anträge auf Rücknahme den Prozentsatz überschreitet.

Wie unter Ziffer (1) dargestellt, ist Grundvoraussetzung für die Ermöglichung einer vorzeitigen Rückgabe die Festlegung einer **Mindesthaltedauer**. Die Mindesthaltedauer ist der Zeitraum, währenddessen das Kapital auf dem Niveau festgehalten wird, das der ELTIF zu Beginn seiner Laufzeit anlegt. Dieser Zeitraum muss mindestens mit der Zeit übereinstimmen, die für den Abschluss der Anlage der Kapitalbeiträge des ELTIF erforderlich ist - je mehr Zeit dies in Anspruch nimmt, desto länger sollte die Mindesthaltedauer sein.

Zur Bestimmung dieser Mindesthaltedauer stellt die ESMA in ihrem **RTS-Entwurf** abstrakte Kriterien auf, die bei der Festlegung der Mindesthaltedauer zu berücksichtigen sind. Solche abstrakten Kriterien sind beispielsweise der langfristige Charakter und die Anlagestrategie des ELTIF (insb. Anlageklassen), die Anlegerzielgruppe, das Liquiditätsprofil des ELTIF, das Bewertungsverfahren, die Portfoliozusammensetzung, Diversifizierung des ELTIF und die durchschnittliche und mittlere Lebensdauer der Vermögenswerte des Portfolios des ELTIFs.

Von der Vorgabe praktischer Leitlinien für die Mindesthaltedauer sieht die ESMA hingegen ab.

Hintergrund dessen ist laut ESMA, dass die Mindesthaltefrist je nach Art des ELTIF unterschiedlich sein könnte, da sich Anlageklassen, Sektoren und Märkte auswirken und daher längere oder kürzere Mindesthaltefristen erforderlich sein können. Dafür spricht auch, dass die Vielfalt an Fondsbezeichnungen, Anlageklassen (u.a. Infrastruktur, Private Equity, Immobilien) und Anlagestrategien der ELTIF gemeinsame Standards erfordern, die eher auf qualitativen als auf quantitativen Kriterien beruhen.

Unabhängig davon hält die ESMA aber die Festlegung einer genau bezifferten Mindesthaltedauer gleichwohl für sinnvoll und schlägt hierzu aktuell pauschal **drei Jahre** vor, und zwar ungeachtet der individuellen Besonderheiten des ELTIF. **Ausnahmen** seien nur dann möglich, wenn der ELTIF-Verwalter begründen kann, dass die Mindesthaltedauer **kürzer** sein könnte, diese willkürlich erscheint und mit der bewährten und erprobten Marktpraxis unvereinbar ist.

In der Praxis erfordert die Möglichkeit für AIFM, eine verkürzte Haltedauer zu rechtfertigen, in der Regel, dass die Aufsichtsbehörden sich auf eine Prüfungsmatrix stützen können, mit der überprüft werden kann, ob die Rechtfertigung stichhaltig ist. Eine derartige Prüfungsmatrix liegt mit den abstrakten Kriterien in Artikel 3 RTS-Entwurf der ESMA bisher jedoch nicht vor.

Eine pauschale Mindestbindungsfrist kann zudem nachteilig sein, wenn sie den AIFM daran hindert, mit einer maßgeschneiderten Mindestlaufzeit den Erwartungen der Kunden, den

Fondsmerkmalen (Vermögensklassen, Laufzeit der Vermögenswerte) sowie den anderen Liquiditätsinstrumenten, die ihm zur Verfügung stehen, gerecht zu werden.

Aus Marktperspektive wird daher vermehrt der Wunsch geäußert, die Festlegung der Länge der **Mindesthaltedauer dem Fondsmanager zu überlassen**. Die RTS der ESMA könnten, wie im Entwurf vorgesehen, bestimmte Faktoren spezifizieren, die bei einer solchen Entscheidung berücksichtigt werden sollten. Dafür spricht beispielsweise auch, dass Fonds je nach Anlageklasse sehr unterschiedliche Anlaufzeiten haben. So können Kreditfonds in 12-18 Monaten anlaufen, während bestimmte Infrastrukturfonds bis zu 4 Jahre dauern können.

Aus diesen Gründen bleibt abzuwarten, ob die finalen RTS der ESMA mehr Rechtssicherheit in Bezug auf Mindesthaltefristen bieten, insbesondere für sehr illiquide Anlageklassen wie Immobilien. Ziel sollte es sein, eine erkennbare Aufsichtspraxis zu gewährleisten und gleichzeitig ein angemessenes Maß an Flexibilität für die ELTIF-Verwalter zu erhalten.

In Bezug auf die Frage der Qualifikation eines ELTIFs als offener oder geschlossener Fonds, wie unter Ziffer 3.4.1. dargestellt, erscheint es für Anbieter geschlossener Fonds auch nach dem Vorgenannten ratsam mindestens fünf Jahre als Mindestlaufzeit zugrunde zu legen, um nicht die Einstufung als geschlossener ELTIF von vornherein zu konterkarieren.

Des Weiteren ist im Rahmen der Rücknahmemöglichkeit das Folgende zu berücksichtigen:

Um eine faire Behandlung der verbleibenden und ausscheidenden Anleger zu gewährleisten, sollte die Bewertung die neuesten verfügbaren Marktwerte widerspiegeln. Der ELTIF-Verwalter sollte dabei die Kohärenz zwischen der Häufigkeit der Berechnung des NAV, der Verfügbarkeit einer zuverlässigen, soliden und aktualisierten Bewertung der ELTIF-Vermögenswerte und der Häufigkeit der Rücknahmen während der Laufzeit des ELTIF sichern.

Zum Schutz der (verbleibenden) Anleger des ELTIF, und zur Minderung potenzieller Risiken für die Finanzstabilität sollte der Verwalter des ELTIF mindestens ein Liquiditätsmanagement – und Verwässerungsschutzinstrument wie Verwässerungsabgaben, Swing Pricing oder Rücknahmegebühren auswählen und anwenden,

Um bei Stresssituationen auf dem Markt, z. B. wenn zahlreiche oder umfangreiche Rücknahmeanträge zum selben Rücknahmezeitpunkt vorliegen und der Verkauf von Vermögenswerten – um den Anträgen nachzukommen – entweder unmöglich ist oder einen Verkauf zu einem niedrigen Preis impliziert, die Wahrscheinlichkeit einer Aussetzung des ELTIF zu verringern, sollten Rücknahmebeschränkungen vorgesehen werden. Die Inanspruchnahme sollte gleichwohl die Ausnahme bleiben, da es sich bei den Anlegern von ELTIFs insbesondere um Kleinanleger handeln kann.

Bedeutsam ist zudem die Aussage der ESMA zu der Rücknahmepolitik bei illiquiden Vermögenswerten. Die ESMA hält hier, anders als bei Investitionen in OGAWs, eine kurze Kündigungsfrist, auf beispielsweise täglicher Basis, für ausgeschlossen. Hintergrund dessen ist, dass es die ESMA bei illiquiden Vermögensgegenständen für schwierig erachtet, eine zuverlässige und korrekte Bewertung mit einer vergleichbaren Häufigkeit zu bewerkstelligen.

4.6 Reportingpflichten

Sowohl zum Zeitpunkt der Zulassung als auch während der gesamten Laufzeit des ELTIF hat der ELTIF-Verwalter der zuständigen Behörde Mindestinformationen über eine angemessene Rücknahmepolitik zur Verfügung zu stellen.

Diese Mindestinformationen sollten sich insbesondere auf die Bewertungsverfahren des ELTIF, die vom Verwalter des ELTIF durchgeführten Liquiditätsstresstests und die dabei verwendeten Methoden und Parameter sowie auf die Verfahren beziehen, in denen im Einzelnen dargelegt wird, welche Liquiditätsmanagementinstrumente zur Verfügung stehen und wie diese kalibriert und aktiviert werden. Um die Beaufsichtigung von ELTIF zu erleichtern und zu verbessern, kann die zuständige Behörde des Herkunftsmitgliedstaats des ELTIF, wenn sie Informationen vom Verwalter des ELTIF erhält, die zuständige Behörde des Herkunftsmitgliedstaats des Verwalters des ELTIF ersuchen, die vom Verwalter des ELTIF vorgelegten Informationen zu ergänzen und zu integrieren, sofern diese sich von denen der zuständigen Behörde des ELTIF unterscheiden.

4.7 Fees und Pricingstrukturen: Best Practices

Der AIFM hat die Anleger unübersehbar über die Höhe der einzelnen direkt oder indirekt von ihnen zu tragenden Kosten im Rahmen eines anzufertigenden Prospekts zu unterrichten. Die unterschiedlichen Kosten sind in folgende Rubriken untergegliedert:

- Kosten für die Errichtung des ELTIF,
- Kosten im Zusammenhang mit dem Erwerb von Vermögenswerten,
- Verwaltungskosten und von der Wertentwicklung abhängige Kosten,
- Vertriebskosten,
- sonstige Kosten, einschließlich Verwaltungs-, Regulierungs-, Verwahrungs- sowie durch professionelle Dienste und Wirtschaftsprüfung verursachte Kosten.

Der Prospekt soll Aufschluss über das allgemeine Kostenverhältnis des ELTIF geben. Die einheitlichen Definitionen, die Berechnungsmethoden und die Darstellungsweise der Kosten haben sich dabei an der PRIIP-Verordnung¹⁷ und den zugehörigen technischen Regulierungsstandards zu orientieren.

Der RTS-Entwurf der ESMA enthält hierzu einheitliche Definitionen, die Berechnungsmethoden und die Darstellungsweise der Kosten sowie das Gesamtverhältnis. Bei der Erstellung musste die ESMA auch die Vorgaben der PRIIP-Regulatorik beachten.

¹⁷ Verordnung (EU) Nr. 1286/2014

4.8 Vergleich zum Immobilienfonds

Wie gezeigt ist der ELTIF seit der ELTIF-Novellierung ein flexibles Multi-Asset-Produkt mit EU-Pass für den grenzüberschreitenden Vertrieb.

Der ELTIF ist daher dem offenen Immobilienfonds in zweierlei Hinsicht überlegen: Zum einen ist er nicht auf den Anlagekatalog des KAGB beschränkt, und zum anderen ist eine höhere Kreditaufnahmegrenze möglich.

Außerdem könnte der offene Publikums-Immobilienfonds, der nicht ohne Weiteres über Ländergrenzen vertrieben werden kann, beispielsweise im Mantel eines ELTIF-Dachfonds auch EU-weit verkauft werden.

Dadurch könnte sich der ELTIF zu einer ernsthaften Konkurrenz für den deutschen Sachwertfonds entwickeln.

5 Erfolgsfaktoren bei der Auflage

Insgesamt ist es bei der Auflegung von ELTIFs wichtig, die Segmentierung, die Anlagestrategie, die Anlegerschutzmaßnahmen, Nachhaltigkeitsüberlegungen sowie die Marketing- und Vertriebsstrategien zu betrachten, um ein wettbewerbsfähiges Produkt anbieten zu können. Durch die Berücksichtigung dieser Faktoren können Vertriebe, bzw. Vermögensverwalter ELTIFs als attraktives Anlagevehikel für ihre Zielkunden positionieren:

Segmentierung: Die Auflage und Strukturierung der Produkte für eine dezidierte Zielgruppe (z. B. institutionell, Retail, semi-professionell) sind bei ELTIF-Strukturen von großer Bedeutung, da abweichende Anforderungen für die jeweiligen Investoren gegeben sind. Die optimale Strukturierung im Hinblick auf Risiko-Rendite-Liquidität ist nur so für den jeweiligen Kunden darzustellen und ermöglicht dadurch die Berücksichtigung der Kundenbedarfe und Erwartungshaltung gegenüber dem Produkt sowie dem Unternehmen.

Anlagestrategie: Die Anlagestrategie des ELTIF sollte klar definiert und den Anlegern transparent vermittelt werden. Der Fonds sollte in Vermögenswerte investieren, die beispielsweise für institutionelle Anleger im Rahmen der aktuellen geopolitischen Situation attraktiv sind, wie z. B. Infrastrukturprojekte und Private Equity. Die Balance zwischen Risiko-Rendite sowie Liquidität ist im Hinblick auf volatile Märkte und Geldpolitik im aktuellen Umfeld umso wichtiger zu betrachten und nach außen zu kommunizieren.

Anlegerschutz: Verstärkte Anlegerschutzmaßnahmen wie unabhängige Bewertungen, Mindestliquiditätsstandards und klare Berichtspflichten sind zu berücksichtigen. Diese Maßnahmen können dazu beitragen, die mit alternativen Anlagen verbundenen Risiken zu mindern und Vertrauen in den Fonds bzw. in ELTIF-Produkte gegenüber insbesondere Retail Anlegern zu schaffen.

Nachhaltigkeit: Die Berücksichtigung von Umwelt-, Sozial- und Governance-Aspekten (ESG) wird zunehmend durch Anleger gefordert, insbesondere durch Anforderungen auf Ebene von institutionellen Anlegern. Aufgrund der Positionierung im Bereich der alternativen

Anlageklassen und somit der Finanzierung von unter anderem Infrastrukturen und Immobilien ist der ELTIF prädestiniert, die bestehende Finanzierungslücke für Infrastrukturen in Europa zu schließen. Das Interesse am Markt an nachhaltigen ELTIFs ist bereits heute groß. So entfallen allein zwei Drittel des ELTIF-Volumens in Deutschland auf den Klimavest-ELTIF von Commerz Real, ein offenes Infrastrukturprodukt, das als Artikel-9-Fonds klassifiziert ist.

Insgesamt steht der ELTIF trotz der Änderungen durch die ELTIF-Novellierung in starker Konkurrenz zu bereits bestehenden Anlagevehikeln im Bereich der alternativen Assets. Insbesondere für institutionelle Kunden fehlte bisher der Mehrwert. Aufgrund des fehlenden Erfolgs des ELTIF über die letzten Jahre stellt sich hier die Frage nach dem USP bzw. Mehrwert des ELTIF gegenüber klassischen und bereits etablierten Produkten.

Bei der richtigen Ausgestaltung des ELTIF ist dieser Mehrwert jedoch durchaus erzielbar. Dafür sind insbesondere wettbewerbsfähige Pricing-Modelle sowie ein breit aufgestelltes Vertriebsnetz notwendig. So können insbesondere hohe Volumina platziert und somit eine minimale Skalierung erreicht werden. Diese Themen werden in den folgenden Deep Dives näher erläutert.

5.1 Deep-Dive 1: USP gegenüber bestehenden Fondsstrukturen

Mehrere bereits bestehende Strukturen wie z. B. dezidierte AIF-/UCITS-Fonds sowie Direktinvestitionen ermöglichen es seit Langem, in alternative Anlagen zu investieren. Folgende Produkte können neben ELTIFs für die Investition in alternative Anlagen dienen:

- **Private-Equity-Fonds:** Investmentfonds, die in private Unternehmen investieren, welche nicht börsennotiert sind; sie bieten ein Engagement in alternativen Vermögenswerten wie Private Equity und Risikokapital.
- **Infrastrukturfonds:** Investmentfonds, die in Infrastrukturanlagen wie Flughäfen, Häfen, Mautstraßen und Energieanlagen investieren; sie bieten langfristig stabile Cashflows und institutionellen Anlegern vorhersehbare Renditen.
- **Immobilienfonds:** Investmentfonds, die in Immobilienwerte wie Bürogebäude, Wohnimmobilien und Einzelhandelsimmobilien investieren; sie bieten ein Engagement in einer Anlageklasse, die in der Vergangenheit stabile Renditen erzielt hat und eine Diversifizierung darstellen kann.
- **Direktinvestition:** Institutionelle Anleger können auch direkt in alternative Anlagen wie Private Equity, Immobilien und Infrastruktur investieren. Dies erfordert ein höheres Maß an Fachwissen und Ressourcen, ermöglicht es den Anlegern jedoch, mehr Kontrolle über ihre Investitionen zu haben und potenziell noch höhere Renditen als in einer Fondsstruktur zu erzielen.

Diese bereits langjährig etablierten Anlagemöglichkeiten sind in institutionellen Portfolios oftmals stark verankert und den Investoren bestens bekannt. Die Optimierung von Kostenstrukturen durch die Skalierung von Produkten sowie die Diversifikation durch eine optimale Beimischung verschiedenster Produkte erlaubt es institutionellen Investoren, eine

gewünschte Ausrichtung gegenüber mehreren Anlageklassen bereits heute darzustellen. Die wesentlichen Änderungen der ELTIF-Verordnung 2.0 zielen darauf ab, das Produkt v. a. für Privatanleger investierbarer zu gestalten, wobei die Neuerungen für institutionelle Investoren eher gering ausfallen.

5.2 Deep-Dive 2: Kleinanleger als Zielgruppe

Bislang hat die ELTIF-Verordnung ihr Ziel, Privatinvestoren den Zugang zu alternativen Assetklassen wie Private Equity, Private Debt und Infrastruktur zu ermöglichen und somit die Transformation der europäischen Wirtschaft zu finanzieren, verfehlt. Mit der Novellierung soll diesem Umstand entgegengewirkt werden. Trotz weitreichender Verbesserungen für Privatinvestoren bringen die Neuerungen auch Schattenseiten mit sich.

Die größte Verbesserung für Privatanleger ist die Streichung des bisherigen Mindestanlagebetrags von 10.000 EUR bzw. der 10-prozentigen Anlageobergrenze für Privatanleger mit einem Vermögen von unter 500.000 EUR. Damit wird Privatpersonen unterhalb des HNWI-Segments die Möglichkeit einer Investition in alternative Assets im Rahmen eines EU-weit regulierten und aktiv gemanagten Produkts eingeräumt. Bisher waren alternative Assetklassen für Privatpersonen lediglich über eine kleine Anzahl von ETFs, die Indizes alternativer Assets nachbilden, sowie geschlossene Sachwerte-AIFs zugänglich. Zum einen wird mit der Investition in einen ELTIF im Gegensatz zu einem ETF-Investment ein unmittelbarer Beitrag zur Transformation der europäischen Wirtschaft geleistet. Weiterhin kann eine aktiv gemanagte Investition in alternative Assets vergleichsweise hohe und stabile Renditen mit sich bringen. Im Fall von besonders langlaufenden Assets, wie z. B. Infrastruktur, ist außerdem ein Diversifizierungseffekt zu einem ansonsten liquiden Portfolio von Vorteil. Auf der anderen Seite müssen sich Anleger über lange Laufzeiten – bei Infrastrukturinvestments sogar mehrere Jahrzehnte – bewusst sein und sich vor Augen führen, dass ein solch illiquides Produkt auch Nachteile mit sich bringt.

Die Streichung einer separaten Geeignetheitsprüfung für ELTIFs und die Angleichung an die Geeignetheitsprüfung der MiFID II bringen wesentliche Vereinfachungen für den Vertrieb mit Blick auf reduzierte Aufwände hinsichtlich zusätzlicher Aufklärungs-, Abfrage- und Dokumentationspflichten mit sich. Dem somit erleichterten Zugang zu ELTIF-Produkten steht allerdings entgegen, dass Privatanleger durch mangelnde Strukturen in der Regel bislang noch keine bis wenig Erfahrungen mit alternativen Assetklassen sammeln konnten und auch Bankmitarbeitende nicht genügend für entsprechende Produkte und Beratungen geschult sind. Dieser Nachteil wird zudem dadurch verschärft, dass Anleger auch bei negativer Geeignetheitsprüfung in einen ELTIF investieren können.

Positiv für Privatanleger dürfte sich ein kosteneffizientes Setup der ELTIFs auswirken. Im Vergleich mit herkömmlichen Beteiligungsstrukturen aus dem Privatmarktbereich liegen die Kosten etwas niedriger, zum Teil bedingt durch die Möglichkeit des paneuropäischen Vertriebs. Managementgebühren liegen bislang zwischen 0,95 % und 2,5% und Erfolgsgebühren zwischen 10 % und 20 %. Gleichwohl entsteht durch die neue Möglichkeit der Dachfondsinvestitionen die Gefahr, dass in entsprechenden Strukturen eine zweite Ebene die Kosten für Investitionen in ELTIFs steigen lässt bzw. intransparent macht.

Für die nächsten Jahre werden ELTIFs von vielen Marktteilnehmern „goldene Zeiten“ prognostiziert. So erwartet Morgan Stanley Research ungefähr eine Verdopplung der Portfolioanteile von alternativen Assetklassen auf 8 % bis 10 % für HNWI bzw. 2 % bis 3 % für die darunterliegenden Segmente. Diese Prognose wird durch zahlreiche ELTIF-Produkte, die sich bereits marktweit in Planung befinden, gestützt. Sollten Steuererleichterungen auf Anlegerseite, wie in anderen europäischen Ländern, für ELTIF-Produkte hinzukommen, dürfte dieses Wachstum noch stärker ausfallen.

Die langfristigen Perspektiven für ELTIFs sind hingegen ungewiss. So können Blockchain-Technologien Vermögenswerte in kleine Anteile, sogenannte Security Tokens, stückeln und somit einer breiten Bevölkerung zugänglich machen. Vorteile dieser Technologien sind vor allem Einsparungen durch Prozessverschlinkungen und intermediärsfreie Kryptowertpapierregisterführung sowie Verwahrung und somit taggleiches Settlement. Ob sich diese Vorteile klassischen Fondsstrukturen als überlegen erweisen werden, ist noch nicht absehbar, und somit steht auch die langfristige Zukunft des ELTIF noch nicht fest.

5.3 Deep-Dive 3: Wettbewerbsfähige Pricingstruktur

Die Gebührenstruktur ist essenziell für die Wettbewerbsfähigkeit der Anlage - Die Gebühren für die Investition in einen ELTIF können je nach Fonds und Verwaltungsstruktur stark variieren. In der Regel wird eine Verwaltungsgebühr zwischen 0,5 % und 2 % des verwalteten Vermögens (AUM) pro Jahr erhoben, um die Kosten für die Verwaltung des Fonds zu decken. Je nachdem, ob die Verwahrung intern oder extern erbracht wird, können zusätzliche Gebühren für externe Dienstleister wie z. B. Verwahrstellen anfallen. Diese werden jedoch oftmals schon in den Verwaltungsgebühren berücksichtigt.

ELTIFs können auch eine erfolgsabhängige Gebühr erheben, die oft als Incentive Fee oder Carried Interest (bzw. Performance Fee) bezeichnet wird. Diese Gebühr wird als Prozentsatz der Wertentwicklung des Fonds über einer bestimmten Benchmark oder „Hurdle Rate“ berechnet. Die erfolgsabhängige Gebühr soll dem Fondsmanager einen Anreiz bieten, positive Renditen für die Anleger zu erwirtschaften. Der Prozentsatz, der als erfolgsabhängige Gebühr erhoben wird, kann erheblich variieren, liegt aber in der Regel bei etwa 10 % bis 20 % des Fondsgewinns.

Es ist wichtig zu beachten, dass sich die erhobenen Gebühren erheblich unterscheiden können und somit Spezifika in den Prospekten und Angebotsunterlagen vor einer Investition in einen ELTIF berücksichtigt werden müssen. Darüber hinaus sollten Anleger die Gebühren in Verbindung mit der Anlagestrategie des Fonds, der Performance-Historie und den potenziellen Renditen betrachten, um das Gesamtwertversprechen der Anlage und somit ein wettbewerbsfähiges Pricing zu bewerten. Auch eine Finanzberatung kann wertvolle Erkenntnisse über die Gebühren und deren Auswirkungen auf die Anlagerendite liefern sowie ggf. zusätzliche Diskontierungen bei hohen Anlagevolumina durch insbesondere institutionelle Investoren mit sich bringen.

5.4 Deep-Dive 4: Breites Vertriebsnetz

Die Besonderheit des ELTIF liegt zweifelsfrei in der Möglichkeit, die Anteile über einen europäischen Pass innerhalb der EU ohne weitere nationale Zulassungsvoraussetzungen auch an Privatanleger zu vertreiben. Der grenzüberschreitende Vertrieb innerhalb der EU war auf Grundlage der AIFM-Regulierung bislang Spezial-AIF und professionellen Anlagern vorbehalten.

Auf Seiten der Produkthersteller stellt insbesondere dieser grenzüberschreitende Vertrieb eine große Herausforderung dar. Spezialisierte AIFM, wie z. B. im Immobiliensektor, sind oftmals regional aufgestellt und verfügen somit nicht über ein europäisches Vertriebsnetzwerk, um ein ELTIF-Produkt breit am europäischen Markt positionieren zu können. Hier sind insbesondere große Player mit einem entsprechenden Vertrieb in ganz Europa gut positioniert, um ein solches Produkt anzubieten, was anhand der aktuellen Auflagen, wie in Kapitel 1.3. dargestellt, bestätigt werden kann.

Um bisherige Markthürden zu überwinden, wurde der Vertrieb an Kleinanleger im Rahmen der ELTIF-Novellierung nochmals erleichtert. Die Mindestbeteiligungshöhen der ELTIF-Verordnung wurden mit der Novellierung ersatzlos gestrichen. Für den Vertrieb von ELTIFs sollen zudem ähnliche Regeln gelten wie für gewöhnliche Publikumsfonds – Grundlage ist die MiFID II-Verordnung. Wichtige Vertriebsdokumente sind nach der ELTIF-Verordnung dabei der Prospekt (siehe unter „Aufsatz ELTIF“) und beim Vertrieb an Kleinanleger zusätzlich das Basisinformationsblatt nach der PRIIP-VO. Um den Vertrieb gegenüber Privatkunden zu ermöglichen, sind verschiedenste Strukturen am Markt erkennbar. Von der Auslagerung an professionelle Vertriebe, über den Aufbau von internen Kapazitäten bis zur Kooperation mit digitalen Plattformen sind mehrere Möglichkeiten denkbar.

Die Commerzbank setzt beispielsweise bei ihrem ELTIF-Flaggschiff „Klimavest“ auf ein internes Asset-Management durch die Commerz Real, welche eine langjährige Expertise (> 50 Jahre) in den Bereichen rund um alternative Anlagen aufweist. Für den Vertrieb dieses ELTIF nutzt die Commerzbank aufgrund der hohen Anforderungen bezüglich Angemessenheitsprüfungen aus der ELTIF-1.0-Verordnung bisher eine innovative digitale Vermittlerplattform, welche den Zugang zu Privatanlegern durch ein großes Angebot an Sachwertprodukten sowie auch eine digitale Zeichnungsstrecke ermöglicht. Mit den nun vereinfachten Anforderungen im Bereich Anlegerschutz wird sich zeigen, ob die Commerzbank weiterhin auf solche externen Partner zugreift. Zusätzlich hat die Commerzbank den Vertrieb für externe Vermittler (Haftungsdächer und §-34-f-Vertriebe) geöffnet, um das Produkt noch breiter am Markt positionieren zu können.

6 Handlungsmaßnahmen für den Aufsatz eines ELTIF-Produktangebots

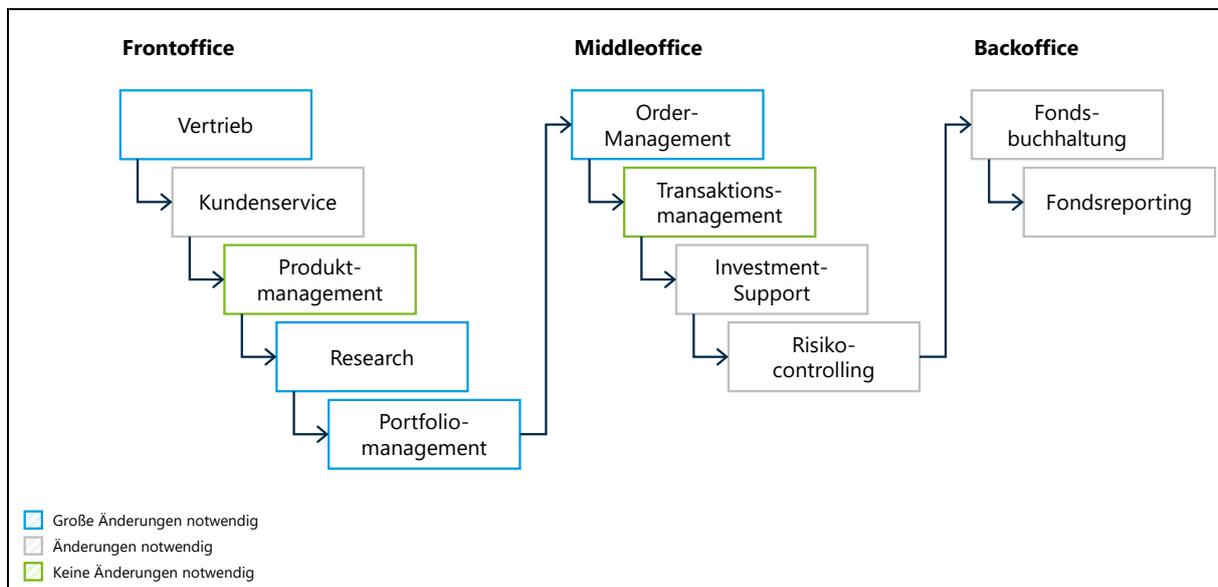


Abbildung 9: Heatmap der Handlungsmaßnahmen für ELTIFs entlang klassischer Wertpapier-Wertschöpfungskette im Asset-Management

ELTIFs unterscheiden sich durch eine Reihe von Merkmalen von klassischen Fondsprodukten für Privatinvestoren. Da ELTIFs grundsätzlich geschlossene Produkte sind, eine vergleichsweise lange Mindesthaltedauer und einen Fokus auf illiquide Assetklassen besitzen, verändern sich die Anforderungen an den bisher klassischen Wertpapier-Asset-Manager entlang der gesamten Wertschöpfungskette – vom Vertrieb bis hin zum Fondsreporting. Somit stellt sich die Frage, welche Aktivitäten entlang der Wertschöpfungskette intern abgedeckt und welche ausgelagert werden sollten. Dies ist insbesondere von Relevanz mit Blick auf vorhandene Expertise sowie die Möglichkeit zur Skalierung und somit Erreichung von Kostenvorteilen. Im bereits schwer umkämpften und immer stärker konsolidierten Markt des Asset-Managements sind die Kostenvorteile von großer Bedeutung – bei Investitionen in illiquide Anlageklassen mit hohem Sourcing- und Managementaufwand sind sie sogar unverzichtbar, um ein wettbewerbsfähiges Pricing anbieten zu können.

Durch die Neuerungen in der Regulatorik verändern sich insbesondere die Zugangsbedingungen für Privatanleger, sodass der Vertrieb von ELTIFs in den nächsten Jahren deutlich steigen dürfte – dafür gilt es, vertriebliche Aktivitäten weiterzuentwickeln. Zum einen ist der Auf- bzw. Ausbau eines Vertriebsnetzwerks nötig, da ELTIFs grundsätzlich reine Beratungsprodukte sind und somit nicht durch alle Intermediäre vertrieben werden können. Im Rahmen dessen sind Privatbanken weiterhin Schlüsselpartner, denn wegen ihrer Mindestanlagesummen bzw. Gebührenstrukturen stellen ELTIFs nach wie vor nicht für jeden „Mass-Retail-Kunden“ ein geeignetes Produkt dar. Aufgrund des deutlichen Angebotsrückgangs an geschlossenen Produkten im Zuge der Finanzkrise ist es außerdem wichtig, dass Vertriebspartner und Kundenberatung für das ELTIF-Angebot ausreichend geschult werden. Schließlich gilt es, das Onboarding der Kunden für ein solch illiquides und zunächst unbekanntes Produkt möglichst effizient und skalierbar zu gestalten, beispielsweise durch den Einsatz digitaler Beratungs- und Abschlussstrecken – eine Entwicklung, die in der

Vergangenheit bei illiquiden Assetklassen, die vorrangig Hochvermögenden zugänglich waren, nicht nötig war bzw. für die es noch keine „Best-in-Class“-Lösung auf dem Markt gibt.

Darüber hinaus werden für weitere Front- und Middleoffice-Tätigkeiten Mitarbeitende mit tiefem Fachwissen und Expertise sowie einem breiten Netzwerk hinsichtlich der im Rahmen des ELTIF angebotenen Assetklassen benötigt. Im Research und Portfoliomanagement sind diese Kenntnisse für die Bewertung der gehaltenen Assets, die Beurteilung der Risiken, wie z. B. Verzögerungen bei der Umsetzung von Infrastrukturprojekten, sowie eine möglichst diversifizierte Portfolioaufstellung notwendig. Im Ordermanagement ist außerdem die Vernetzung innerhalb der Branche äußerst wichtig, sodass der Zugang zu neuen Investitionsmöglichkeiten und Transaktionspartnern gewährleistet ist. Schließlich kommen im Investmentsupport zu klassischen Aufgaben, wie beispielsweise der Stammdatenpflege, weitere Aspekte wie Objekt-/Gesellschaftsbewertungen, Kosten- und Liquiditätsmanagement sowie das Management von Finanzierungen hinzu. Das klassische Transaktionsmanagement hingegen, wozu z. B. das Trade Matching und Netting sowie die Gebührenkontrolle zählen, entfällt aufgrund des dezentralen Handels.

Aufgrund des spezifischen Anlagefokus auf illiquide Assetklassen und der langfristigen Ausrichtung eines ELTIF gibt es an das Risikomanagement bzw. -controlling verschärfte regulatorische Anforderungen, denen Asset-Manager begegnen müssen. So sind zum einen die Risikoanalyse und -bewertungen auf die spezifischen Risiken der im ELTIF enthaltenen Assetklassen sowie die Anlagestrategie und der Anlagehorizont anzupassen. Ebenso sind die Vorkehrungen zur Einhaltung einer ausreichend hohen Liquidität zu modifizieren und strengstens zu überwachen.

Schließlich gibt es auch einige Maßnahmen, die im Rahmen der Fondsbuchhaltung und des Fondsreportings für die Auflage eines ELTIF umgesetzt werden müssen. In der Fondsbuchhaltung muss sichergestellt werden, dass eine hohe Anzahl von vergleichsweise kleinen Transaktionen effizient abgewickelt werden kann – eine Aufgabe, die in der Form und Intensität bei geschlossenen Fonds bisher nicht angefallen ist. Dazu zählen sowohl das Anteilsscheingeschäft, Zeichnungsprozesse sowie dazugehörige Buchungen und die Nettoinventarwertberechnung. Im Fondsreporting hingegen kommen verschärfte Berichtspflichten der ELTIF-Verordnung zum Tragen. Es müssen detaillierte Informationen über Anlagestrategien, Investitionen und Risikomanagementverfahren – auch über das Maß eines normalen Fondsreportings hinaus – offengelegt werden. So muss der Jahresbericht eines ELTIF beispielsweise zusätzlich Informationen über die Kapitalflussrechnung, über den Wert der einzelnen qualifizierten Portfoliounternehmen und andere Vermögenswerte, über die investierten Rechtsräume und ggf. auch über Anlagegrenzen und andere Aspekte des Risikomanagements offenlegen.

Die Anforderungen an Asset-Manager bei der Auflage eines ELTIF sind vielfältig und die sich daraus ableitenden Maßnahmen keinesfalls in kurzer Zeit umsetzbar. Zudem ergeben sich neben diesen operativen Maßnahmen weitere produktbezogene Schritte auf dem Weg zur Auflage – von der Produktkonzeption über die Bereitstellung eines Verkaufsprospekts bis hin zu vertraglichen Verhandlungen und dem Onboarding von externen Abwicklern. Folglich ist mit einer Vorlaufzeit von ca. ein bis zwei Jahren vor Auflage des ersten ELTIF zu rechnen.

7 Fazit

Das Zulassungsverfahren ist derzeit mit noch einigen Unsicherheiten behaftet. Wegen Erwägungsgrund 12 der ELTIF-Verordnung ist jedoch mit einer baldigen Klarstellung zu rechnen. Hierin heißt es: „Die in der Richtlinie 2011/61/EU vorgesehenen harmonisierten Verfahren für die Zulassung und Beaufsichtigung von AIFM sollten um ein spezielles Zulassungsverfahren für ELTIF ergänzt werden. Es sollten Verfahren eingerichtet werden, die sicherstellen, dass ELTIF nur von EU-AIFM verwaltet werden dürfen, die nach der Richtlinie 2011/61/EU zugelassen wurden und zur Verwaltung eines ELTIF in der Lage sind.“

Die weiteren Auswirkungen der Änderungen des ELTIF-Regimes auf die Entwicklung in Bezug auf das Marktvolumen und die Anzahl der ELTIFs sind schwer vorherzusagen, da sie von einer Vielzahl von Faktoren wie den Marktbedingungen, der Anlegernachfrage und der Wertentwicklung von ELTIFs abhängig sind.

Die mit der Erneuerung der ELTIF-Regelung eingeführte Vereinfachung der Anlegerschutzmaßnahmen dürfte jedoch die notwendigen Anreize für Privatanleger im Hinblick auf ELTIF-Strukturen setzen und somit dazu beitragen, mehr Anleger für das Produkt zu gewinnen.

Darüber hinaus könnten die Vereinfachung der Verwaltungsanforderungen und die Verbesserung des Rechtsrahmens für den grenzüberschreitenden Vertrieb von Investmentfonds zu einer Erleichterung bei Anlageverwaltungen führen, ELTIF in verschiedenen EU-Ländern zu vermarkten und zu vertreiben. Der ELTIF ist jetzt ein Multi-Asset-Produkt mit EU-Pass für den grenzüberschreitenden Vertrieb. Auf Ebene der Mitgliedstaaten regulierte Publikums-AIF, die nicht ohne Weiteres über Ländergrenzen vertrieben werden können, könnten beispielsweise im Mantel eines ELTIF-Dachfonds nun EU-weit verkauft werden. Außerdem ist der ELTIF etwa dem offenen Immobilienfonds in zweierlei Hinsicht überlegen. Zum einen ist er nicht auf den Anlagekatalog des KAGB beschränkt, zum anderen hat er eine höhere Kreditaufnahmegrenze. Der ELTIF kann damit eine ernsthafte Konkurrenz bzw. Ergänzung zu deutschen Sachwertfonds für Retailkunden darstellen.

Bleibt es wie erwartet bei der Vereinfachung der Vertriebsvorgaben für den Vertrieb an Kleinanleger, könnte die ELTIF-Verordnung für Publikumsinvestmentvermögen ein geeigneter Weg sein, mit verhältnismäßig geringem Aufwand neue europäische Absatzmärkte zu erschließen.

Zusammenfassend lässt sich sagen, dass die erneuerte ELTIF-Regelung einen bedeutenden Schritt nach vorn in der Entwicklung alternativer Anlagen in Europa darstellt. Da der Markt für alternative Anlagen in den kommenden Jahren voraussichtlich deutlich wachsen wird, sind ELTIFs gut positioniert, um eine Schlüsselrolle bei der Förderung dieses Wachstums zu spielen – insbesondere im Hinblick auf die Finanzierung der Transformation zu einer nachhaltigeren Gesellschaft. Es bleibt jedoch weiterhin abzuwarten, ob die vereinfachten Hürden das Interesse von Produktherstellern erneut wecken, sodass neue und innovative Produktangebote verstärkt auf den Markt gebracht werden.

zeb und GSK Stockmann– gemeinsam zum marktfähigen ELTIF-Produkt

zeb und GSK Stockmann identifizieren gemeinsam mit Ihnen und mit Blick auf den aktuellen Markt sowie Angebote aus dem Wettbewerb mögliche Potenziale zur Auflage eines ELTIF-Produkts durch Ihr Unternehmen. Dabei analysieren wir das Zusammenspiel zwischen internen und externen Gegebenheiten und bewerten, ob und wie ein ELTIF-Angebot einen Mehrwert für Ihre Organisation und die bestehenden bzw. erweiterten Zielkundengruppen darstellt.

Bestandsaufnahme

In einer ersten Phase sichten wir bestehende Prozesse und Prozeduren sowie Kundengruppen und bewerten die „ELTIF-Readiness“ Ihrer Organisation in sowohl wirtschaftlicher als auch aufsichtsrechtlicher Hinsicht. Folgende Kriterien werden u. a. berücksichtigt:

- **Antrag und Zulassungsverfahren** – Bewertung bestehender Lizenzen, ggf. Erweiterung dieser und Möglichkeit der Durchführung von Vertriebszulassungsverfahren (Ziel: „ELTIF-Label“)
- **Regulatorische Anforderungen** - Produkt-Strukturierung, Prüfung der Anlagestrategie und Erstellen von vertraglichen Fondsdokumentation und Prospekt nach der ELTIF-VO
- **Zielkundengruppen** – Analyse bestehender Kundenstrukturen (institutionell u. Retail) mit Blick auf Bedarf bezüglich Produkten und Investitionen sowie mögliches Interesse an einem ELTIF-Angebot
- **Umsetzungsmöglichkeiten in Prozessen und Prozeduren** – Sichtung bestehender Prozesse und Prozeduren und Identifikation der Darstellung von ELTIF-Produkten (insb. Vertrieb, Reporting, Portfoliomanagement)
- **Distribution und Vertrieb** – Sichtung bestehender Distributionsmodelle sowie Vertriebswege mit Blick auf ELTIF-Readiness, Vertriebsmöglichkeiten nach der ELTIF-VO

Setzung Ambition

Gemeinsam mit relevanten Stakeholdern aus Ihrer Organisation bewerten wir die Ergebnisse aus der Bestandsaufnahme und identifizieren sowohl Opportunitäten als auch Ausgestaltungsmöglichkeiten für den zukünftigen Aufsatz eines ELTIF-Produktangebots. Mit Blick auf folgende Fragen (nicht abschließend) diskutieren und moderieren wir Workshops und Interviews zur Ableitung der Ambition der Organisation:

- **Ressourcen und Investition:** Welche Kapazitäten und Investitionen können für den Aufbau eines solchen Produktangebots bereitgestellt werden?
- **Langfristige Verankerung in Strategie:** In welchem Umfang sollen ELTIF-Produkte weiter im Produktangebot ausgebaut und in größerer Breite angeboten werden?
- **Zielkunden:** Müssen Zielkunden(-gruppen) erweitert werden, um ein ELTIF-Produkt erfolgreich am Markt platzieren zu können?
- **Organisation:** Welche Aktivitäten entlang der Wertschöpfung sollen intern aufgebaut werden, welche müssen an externe Partner ausgelagert werden?

- **Vertrieb:** Welche Absatzmöglichkeiten bestehen – auch grenzüberschreitend und wie können diese ggf. erweitert werden?
- ... und viele weitere!

Durchführung Gap-Analyse, Ableitung Handlungsmaßnahmen und Business Case

Anhand der initialen Bestandsaufnahme sowie der gesetzten Ambition bezüglich eines zukünftigen ELTIF Produktangebots muss identifiziert werden, welche Gaps bestehen. Mittels einer Gap-Analyse werden diese aufgedeckt und dokumentiert sowie Handlungsmaßnahmen zur Erreichung der Ambition abgeleitet. Alle Ergebnisse werden anschließend mit Blick auf Kosten und Nutzen eines ELTIF-Produkts zur Entscheidungsfindung in einem Business Case dargestellt.

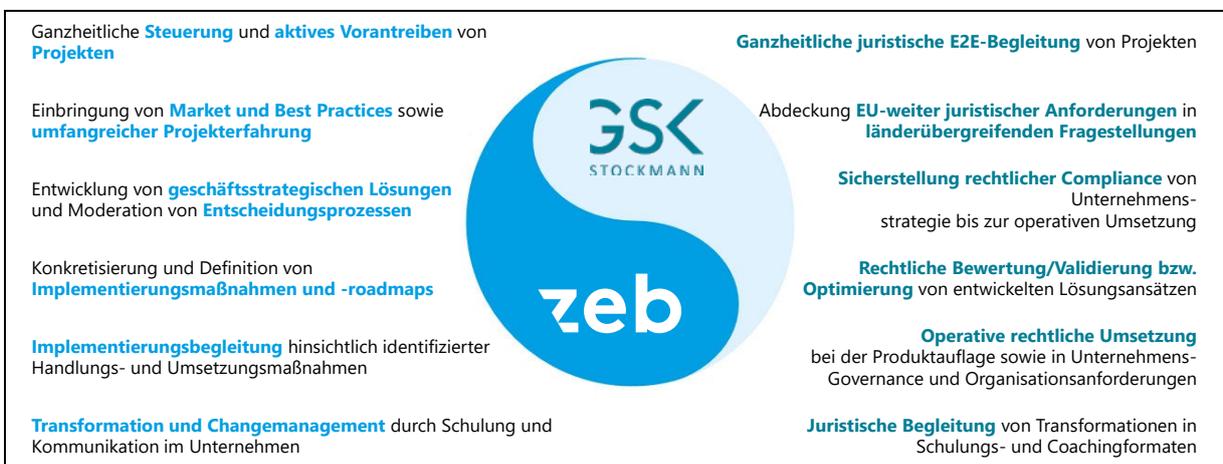
Umsetzungsbegleitung

Die Auflage eines ELTIF setzt die Anpassung von bestehenden Prozessen und Prozeduren in der Organisation sowie den Aufbau von neuer Expertise voraus. Gemeinsam mit Ihnen definieren wir konkrete Arbeitspakete zur optimalen Verankerung dieser innerhalb der bestehenden Organisation mit Blick auf u. a Vertrieb, Research, Portfoliomanagement, Reporting, Lizenzierung, Fondsdokumentation und Prospekt sowie Anlagestrategien.

Im Zusammenspiel mit der Umsetzung einer konkreten Produktidee unterstützen wir Sie bei der Erstellung der Produkt- und Vertriebsdokumentation sowie der Durchführung der Vertriebszulassungsverfahren.

zeb und GSK Stockmann – ein eingespieltes Team

Die Regulatorik von Fondsprodukten wird stetig strenger, umfassender und vor allem detaillierter. Dadurch ergeben sich jedoch nicht nur Handlungsmaßnahmen auf Seiten der Finanzdienstleister, sondern auch Chancen, welche aktiv genutzt werden können. Gemeinsam verbinden wir, zeb und GSK Stockmann, die Business-Perspektive mit einem klaren juristischen Blick auf die aktuellen Herausforderungen und Chancen und stellen sicher, dass Sie zukunftsorientiert aufgestellt sind. Die Expertise von GSK Stockmann und zeb ergänzt sich entlang aller Dienstleistungsangebote, wodurch wir für sie eine 360° Beratung entlang folgender Themen länderübergreifend anbieten:



Kontakt



Wolfgang Schlaffer

Partner

Phone +49.89.543433.363

Mobile +49.175.4074397

wschlaffer@zeb.de

Office München



Manuel Hobisch

Senior Manager

Phone +49.89.543433.341

Mobile +49.175.9372855

mhobisch@zeb.de

Office München



Fränk Hamélius

Senior Consultant

Phone +49.89.543433.330

Mobile +49.151.46692876

fraenk.hamelius@zeb.de

Office München



zeb-consulting.com

zeb

Hammer Str. 165

48153 Münster



Robert Kramer

Partner

Phone +49 89 28817-95

Robert.Kramer@gsk.de

München



Lisa Baumann

Associate

Phone +49 89 28817-55

Lisa.Baumann@gsk.de

München



gsk.de

GSK Stockmann

Karl-Scharnagl-Ring 8

80539 München

Berlin

Mohrenstraße 42
10117 Berlin
T +49 30 203907-0
F +49 30 203907-44
berlin@gsk.de

Frankfurt am Main

Bockenheimer Landstr. 24
60323 Frankfurt am Main
T +49 69 710003-0
F +49 69 710003-144
frankfurt@gsk.de

Hamburg

Neuer Wall 69
20354 Hamburg
T +49 40 369703-0
F +49 40 369703-44
hamburg@gsk.de

Heidelberg

Mittermaierstraße 31
69115 Heidelberg
T +49 6221 4566-0
F +49 6221 4566-44
heidelberg@gsk.de

München

Karl-Scharnagl-Ring 8
80539 München
T +49 89 288174-0
F +49 89 288174-44
muenchen@gsk.de

Luxemburg

44, Avenue John F. Kennedy
L-1855 Luxembourg
T +352 2718 02-00
F +352 2718 02-11
luxembourg@gsk-lux.com

London

Queens House, 8-9 Queen Street, Cheapside
London EC4N 1SP, Vereinigtes Königreich
T +44 20 4512 6869
london@gsk-uk.com

Die enthaltenen Informationen sind allgemeiner Natur und nicht auf die spezielle Situation einer Einzelperson oder einer juristischen Person ausgerichtet. Obwohl wir uns bemühen, zuverlässige und aktuelle Informationen zu liefern, können wir nicht garantieren, dass diese Informationen so zutreffend sind wie zum Zeitpunkt ihres Eingangs oder dass sie auch in Zukunft so zutreffend sein werden. Niemand sollte aufgrund dieser Informationen handeln ohne geeigneten fachlichen Rat und ohne gründliche Analyse der betreffenden Situation.

© 2023 GSK Stockmann. Alle Rechte vorbehalten. Der Name GSK Stockmann und das Logo sind eingetragene Markenzeichen.



Münster

Hammer Straße 165,
48153 Münster, DE
zeb-consulting.com

Amsterdam

Gustav Mahlerplein 28,
1082 MA Amsterdam, NL
zeb-consulting.nl

Berlin

Friedrichstr. 78,
10117 Berlin, DE
zeb-consulting.com

Frankfurt a. M.

Taunusanlage 19,
60325 Frankfurt a. M., DE
zeb-consulting.com

Hamburg

Kurze Mühren 20,
20095 Hamburg, DE
zeb-consulting.com

Kyiv

42–44 Shovkovychna Str.,
1601 Kyiv, UA
zeb-consulting.com

London

107 Cheapside,
EC2V 6DN London, GB
zeb.co.uk

Luxemburg

46A Avenue John F. Kennedy,
1855 Luxemburg, LU
zeb.lu

Mailand

Via Santa Maria Segreta 6,
20123 Mailand, IT
zeb-consulting.it

München

Theresienhöhe 13a,
80339 München, DE
zeb-consulting.com

Oslo

Filipstad Brygge 1,
0252 Oslo, NO
zeb.se

Stockholm

Biblioteksgatan 11,
111 46 Stockholm, SE
zeb.se

Warschau

ul. Krolewska 18,
00-103 Warschau, PL
zeb.pl

Wien

Praterstraße 31,
1020 Wien, AT
zeb.at

Zürich

Gutenbergstr. 1,
8002 Zürich, CH
zeb.ch