

Eltif oder Teil-II-Fonds: Initiatoren haben die Wahl

Unkomplizierter Vertrieb innerhalb der EU zeichnet Eltifs aus

Börsen-Zeitung, 8.7.2023

Seit der kürzlich erfolgten Überarbeitung der EU-Verordnung über die – besser unter dem Kürzel Eltif (European Long-Term Investment Fund) bekannten – europäischen langfristigen Investmentfonds sind eine Reihe von neuen Schlagworten öfters zu lesen: So wird etwa von einer „Demokratisierung der Private Assets“ oder auch „Retailisierung von alternativen Vermögenswerten“ geschrieben. Auch wenn die Assoziation mit lupenreinen Demokraten fraglos eine positive ist, stellt es sich in der Praxis als schwieriger da, mit den Komplexitäten wie der Geeignetheit solcher Vermögenswerte für verschiedene Kategorien von Anlegern umzugehen. Des Weiteren ist die Frage zu beantworten, welche Anlagevehikel für diesen Zweck derzeit zur Verfügung stehen. Einige dieser Aspekte sollen im Folgenden kurz beleuchtet werden, und zwar am Beispiel von Luxemburg und seiner Investmentfonds-Landschaft.

Warum Luxemburg?

Als mit Abstand größter Standort von Investmentfonds verfügt Luxemburg seit Jahrzehnten über Erfahrung mit Fonds, die an Privatanleger vertrieben werden dürfen. Auch wenn das Großherzogtum traditionell mit OGAW (Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren) in Verbindung gebracht wird, deren Anlage-

Luxemburg hat schon seit mehreren Jahrzehnten Erfahrung mit Retail-Vehikeln im Bereich der alternativen Anlagen wie etwa Immobilien, Private Equity oder Debt.

Universum auf Wertpapiere beschränkt ist, die an geregelten Märkten gehandelt werden, gibt es bereits seit den 1980er Jahren die sogenannten Teil-II-Fonds. Deren Bezeichnung leitet sich davon ab, dass ihre Regeln im zweiten Teil des Fonds-Gesetzes vom 17. Dezember 2010 festgehalten sind (dessen erster Teil die OGAW-Richtlinien in Luxemburger Recht umsetzt). Sie müssen, ähnlich den OGAW, durch die Luxemburger Aufsichtsbehörde CSSF genehmigt werden und unterliegen ihrer ständigen Überwachung, sind jedoch nicht an die engen Anlagegrenzen der OGAW gebunden und können – jedenfalls in Luxemburg – auch an Privatanleger vertrieben werden.

Luxemburg hat somit schon seit mehreren Jahrzehnten Erfahrung mit Retail-Vehikeln im Bereich der alternativen Anlagen wie etwa Immobilien, Private Equity oder Debt. Während die Teil-II-Fonds seit Umsetzung der AIFM-Richtlinie (AIFM steht für Alternative Investment Fund Manager) eher ein Schattendasein geführt



Marcel Bartnik

Partner bei
Bonn & Schmitt

haben, ist momentan eine kleine Renaissance dieses Produkts zu beobachten. Insbesondere angelsächsische, aber zunehmend auch wieder europäische Initiatoren nutzen es, um hierüber ihr Angebot an alternativen Vermögenswerten auf Privatanleger auszudehnen. Angesichts dessen überrascht es auch wenig, dass die weit aus überwiegende Mehrzahl an Eltif in Luxemburg aufgelegt wurden und so die Erfahrung der Aufsichtsbehörde sowie der lokalen Dienstleister nutzen.

Für Anleger, die als professionelle Kunden gemäß den Regeln der Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente (Mifid) einzuordnen sind – also vor allem institutionelle Großanleger oder auch sehr vermögende Privatanleger mit der entsprechenden Erfahrung – gibt es weitaus flexiblere Produkte im Bereich der alternativen Vermögenswerte als die Teil-II-Fonds oder auch einen Eltif. Denn für beide gelten eine Reihe von Restriktionen wie beispielsweise der Umfang der erwerbenden Vermögenswerte, betreffend der Risikostreuung sowie der Notwendigkeit der Durchführung eines Genehmigungsverfahrens mit der Aufsichtsbehörde. Da ist es sinnvoller, zu einem Produkt wie dem reservierten alternativen Investmentfonds (RAIF) oder einem alternativen Investmentfonds in Form einer Kommanditgesellschaft (SCS/SCSp) zu greifen, für welche diese Einschränkungen nicht gelten.

Sowohl Teil-II-Fonds als auch Eltif bieten daher nur dann einen Mehrwert, wenn Anleger unterhalb der Schwelle der Einordnung als professionelle Kunden angesprochen werden sollen. Auch diesen können jedoch nur Produkte angeboten werden, die die gemäß der Mifid vorgeschriebene Geeignetheitsprüfung für den betreffenden Anleger bestehen, deren Eigenschaften und Risiken dieser somit durchdringen kann. Dies wird die weit

Fortsetzung auf Seite 3

Eltif oder Teil-II-Fonds: Initiatoren haben die Wahl

Fortsetzung von Seite 2

überwiegende Mehrzahl der nicht-professionellen Kunden wohl ausschließen, was weniger eine Aussage über die finanzmarkttechnische Allgemeinbildung als eher der Komplexität der meisten alternativen Anlageklassen geschuldet ist. Auch wenn man daher kaum von einer volksübergreifenden Demokratisierung sprechen kann, gibt es fraglos eine mit nicht unerheblichen Finanzmitteln ausgestattete Gruppe von Privatanlegern, die sowohl das Interesse als auch das Know-how für solche Vermögenswerte mitbringt.

Vor- und Nachteile der Produkte

Eltif haben gegenüber Teil-II-Fonds eine Reihe von Vor- und Nachteilen. Als Vorteil steht – neben der aus Sicht des Marketings vorteilhaften Eigenschaft als „neues“ Produkt – vor allem der unkomplizierte Vertrieb innerhalb der Europäischen Union (EU) durch die Nutzung des sogenannten EU-Vertriebs-Pass zu Buche. Das bedeutet, dass man einen in Luxemburg zugelasse-

nen Eltif mittels eines einfachen Anzeigeverfahrens in allen EU-Mitgliedstaaten an für Eltif in Betracht kommende Privatanleger vertreiben kann.

Das ist beim Teil-II-Fonds schwieriger: Die Zulassung in Luxemburg ermöglicht zwar einen Vertrieb an Privatanleger in Luxemburg, mangels EU-Vertriebs-Pass (für nicht-professionelle Anleger) jedoch nicht an ausländische Privatanleger. Hierfür sind weitere Genehmigungsverfahren in jedem einzelnen der betreffenden Vertriebsländer notwendig, was entsprechend aufwändig ist. Soweit man nur eine begrenzte Anzahl an Vertriebsländern anvisiert, ist dies in der Praxis jedoch keine allzu große Hürde: So werden Teil-II-Fonds seit langem ohne größere Probleme in Deutschland (dort zum Beispiel an sogenannte semiprofessionelle Anleger) sowie in anderen deutschsprachigen Ländern wie Österreich oder der Schweiz vertrieben.

Vorteil des Teil-II-Fonds ist seine größere Flexibilität: So gibt es nahezu keine Grenzen im Hinblick auf das Anlageuniversum, und mangels genauer gesetzlicher

Vorgaben nur rudimentäre Regeln im Hinblick auf die Risikostreuung bei spezifischen Assetklassen wie beispielsweise Immobilien oder Private Equity. Diese ergeben sich aus sehr lange zurückliegenden Rundschreiben der CSSF aus den Jahren 1991 und 2002 oder der ungeschriebenen Verwaltungspraxis, und laufen meist auf ein Maximum einer Anlage in Höhe von 20% in ein einziges Ziel-Asset hinaus.

Neues bei Teil-II-Fonds

Die damit auch verbundene Rechtsunsicherheit sollte sich jedoch mittelfristig ändern, da die Aufsichtsbehörde derzeit wohl mit einer umfassenden Überarbeitung der Regeln für Teil-II-Fonds befasst ist. Darüber hinaus wird auch aufgrund eines dem Parlament vorgelegten Gesetzesentwurfs in Kürze die Auswahl an möglichen Rechtsformen erweitert, so dass ähnlich wie bei einem RAIF Kommanditgesellschaften wie die SCA (Kommanditgesellschaft auf Aktien – Société en commandite par action), SCS (einfache

Kommanditgesellschaft – Société commandite simple) oder SCSp (Spezialkommanditgesellschaft – Société en commandite spéciale) eingesetzt werden können.

Teil-II-Fonds können auch ohne Weiteres als offene Evergreen-Fonds aufgelegt werden, müssen allerdings Vorkehrungen zum Liquiditäts-Management treffen, wie zum Beispiel Lock-ups, Gates oder das zeitliche Strecken von Rückzahlungen. Diese sind auch beim Eltif vorgesehen, jedoch werden die genauen Details für einen offenen Eltif mit der Möglichkeit der Rückgabe von Anteilen derzeit noch im Rahmen der sogenannten RTS (Regulatory and Technical Standards) diskutiert.

Das Eltif-Regime kann jedoch auch beliebig mit den existierenden Luxemburger Fondsstrukturen kombiniert werden. So wäre es beispielsweise möglich, einen Teilfonds innerhalb eines Teil-II-Fonds mit mehreren Teilfonds als Eltif auszugestalten. Die Luxemburger Aufsichtsbehörde würde die Eltif-Regeln in diesem Fall zusätzlich zu den auf Teil-II-Fonds anwendbaren Regeln prüfen.