

European Long Term Investment Funds (ELTIF) Fondsvehikel für Private Markets Strategien



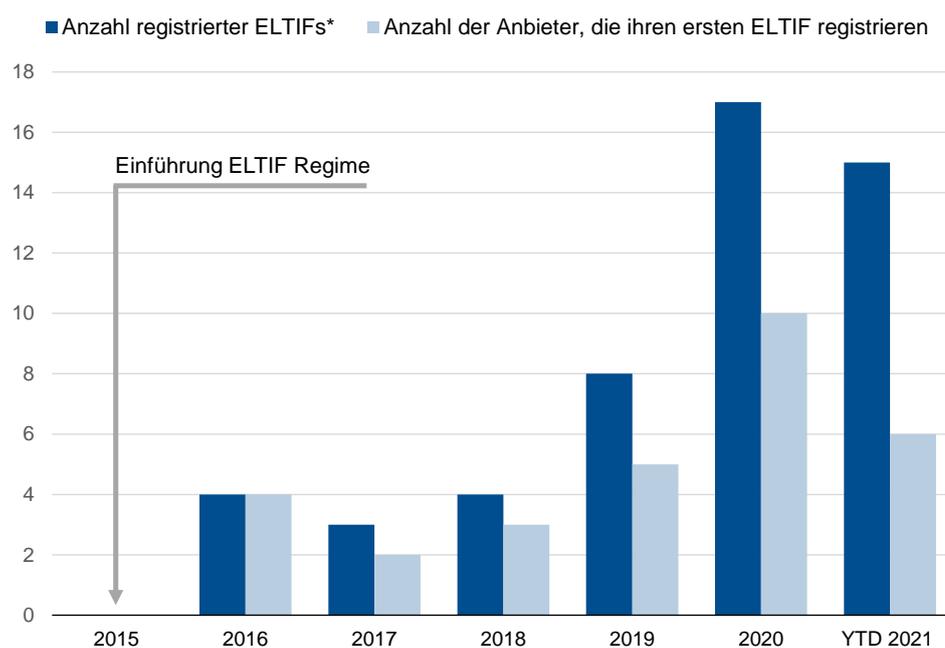
Scope
Analysis

Mit der ELTIF-Verordnung hat die EU im Jahr 2015 ein neues Fonds-Regime geschaffen, das die Eigenschaften geschlossener Fonds mit den Merkmalen von UCITS-Fonds kombiniert. Das verschafft vermögenden Privatanlegern einen europaweit vereinheitlichten, regulierten Zugang zu illiquiden Anlageklassen wie Private Equity und Infrastruktur.

European Long Term Investment Funds sind keine Produktgattung, sondern ein Regulierungsregime. Das bedeutet: Die EU-Kommission hat sie als alternative Investmentfonds (Publikums-AIFs) konzipiert, die in unterschiedlichen europäischen Rechtsformen gestaltet werden können, also beispielsweise als herkömmliche SICAV, Kommanditgesellschaft (KG), Limited Partnership (LP) oder auch in anderer Form. Das verbindende Element ist der Regulierungsrahmen für den Inhalt, das ELTIF-Regime: Es geht darum, langfristige Investitionen in illiquide Privatmarktanlagen zu ermöglichen, also in nicht-börsennotierte Anlageobjekte wie Infrastrukturprojekte, Unternehmensbeteiligungen (Private Equity) sowie Fremdkapitalfinanzierungen (Private Debt).

Seit Einführung vor sechs Jahren bis Ende September 2021 wurden 51 ELTIFs von 30 Anbietern bei der Europäischen Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (ESMA) registriert. Nach Angaben der ESMA waren in dem Anlagevehikel im April 2021 insgesamt rund 2,4 Milliarden Euro Assets unter Management gebunden. Der Markt für ELTIFs ist also verhalten gestartet. In den vergangenen zwei Jahren hat sich der Markt allerdings erkennbar belebt. Mehr als die Hälfte der registrierten ELTIFs stammt aus den vergangenen zwei Jahren, und auch die Zahl der Anbieter hat sich seit Anfang 2020 mehr als verdoppelt. Der Markt wächst also. Auf niedrigem Niveau zwar, aber zuletzt überaus dynamisch. Zu den aktivsten Anbietern gehören Partners Group, BlackRock, Muzinich, Amundi, Tikehau und Commerz Real.

Abbildung 1: Positiver Trend nach verhaltenem Start – Registrierte ELTIFs und neue Anbieter pro Jahr seit Einführung



Quelle: Überblick über registrierte ELTIFs der EMSA (Stand September 2021) [hier](#).
Öffentliche Konsultation zum ELTIF Framework (Stand Juni 2020) [hier](#).

Analystin

Dr. Andrea Vathje
+49 30 278910
a.vathje@scopeanalysis.com

Managing Director

Said Yakhoulfi
+49 69 6677389-32
s.yakhoulfi@scopeanalysis.com

Business Development

Christian Michel
+49 69 6677389 35
c.michel@scopeanalysis.com

Redaktion / Presse

André Fischer
+49 30 27891 147
a.fischer@scopegroup.com

Scope Analysis GmbH

Neue Mainzer Straße 66-68
60311 Frankfurt am Main
Tel. + 49 69 6677389 0

Headquarters

Lennéstraße 5
10785 Berlin
Tel. +49 30 27891 0
Fax +49 30 27891 100
Service +49 30 27891 300

info@scopeanalysis.com
www.scopeanalysis.com



Bloomberg: RESP SCOP

Anlegerschutz steht im Zentrum des Regimes

Das ELTIF-Regime ist ein Krisenkind. Nach der Finanzkrise von 2008 hatte die EU-Kommission einen strukturellen Investitionsstau für Infrastrukturprojekte festgestellt. Zugleich ging man davon aus, dass nicht nur bei institutionellen Investoren, sondern auch bei Privatanlegern ein hohes Kapitalangebot verfügbar wäre.

Allerdings haben in der Vergangenheit vor allem vieler Privatanleger schlechte Erfahrungen mit der Geldanlage in geschlossene Fonds gemacht. Aus diesem Grund entwickelten die Regulierer mit dem ELTIF ein Regime, bei dem der Investorenschutz ins Zentrum rückte. Wesentlich sind dabei insbesondere die folgenden fünf Kriterien.

Der EU-Gesetzgeber erlaubt keine Dachfonds-Konstruktionen

Kostentransparenz: ELTIFs sollen für Anleger sämtliche Kosten und Gebühren über die gesamte Laufzeit nachvollziehbar ausweisen. Daher erlaubt der EU-Gesetzgeber auch keine Dachfonds-Konstruktionen, die zu mehreren und nicht nachvollziehbaren Gebührenebenen führen und die Rendite verwässern würden. Vielmehr tätigen ELTIFs grundsätzlich Direktinvestitionen.

Das Kapital muss mindestens auf zehn Assets verteilt werden

Risikodiversifikation: Anders als früher populäre geschlossene Fonds beispielsweise mit Schiffs- oder Flugzeugbeteiligungen sind mit ELTIFs keine Single-Asset-Investitionen möglich. Das Kapital muss vielmehr mindestens auf zehn Assets verteilt werden, keine Investition darf dabei mehr als zehn Prozent Anteil am Gesamtportfolio haben. Jede einzelne Investition muss dabei mindestens zehn Millionen Euro betragen.

Fremdkapital auf maximal 30% begrenzt

Begrenzter Fremdkapitalhebel: Das ELTIF-Regime erlaubt auf Fondsebene einen Fremdkapitaleinsatz von maximal 30 Prozent. Zudem ist der Einsatz von Derivaten nur zu Absicherungszwecken erlaubt. Die Möglichkeiten zur Rendite-Optimierung des Eigenkapitals per Financial Engineering sind damit eng begrenzt.

Min. 70% müssen in illiquide, nicht-börsennotierte Anlageobjekte investiert sein

Investitionsschranken: ELTIFs müssen zu mindestens 70 Prozent in illiquide, nicht-börsennotierte Anlageobjekte investiert sein. Dazu gehören insbesondere Infrastruktur-Anlagen und Unternehmensbeteiligungen, aber auch klassische Sachwerte wie Flugzeuge, Schiffe oder Züge sind mögliche Investitionsziele. Investitionen in Unternehmen aus dem Finanzsektor sind ausgeschlossen, ebenso wie solche in Rohstoffe.

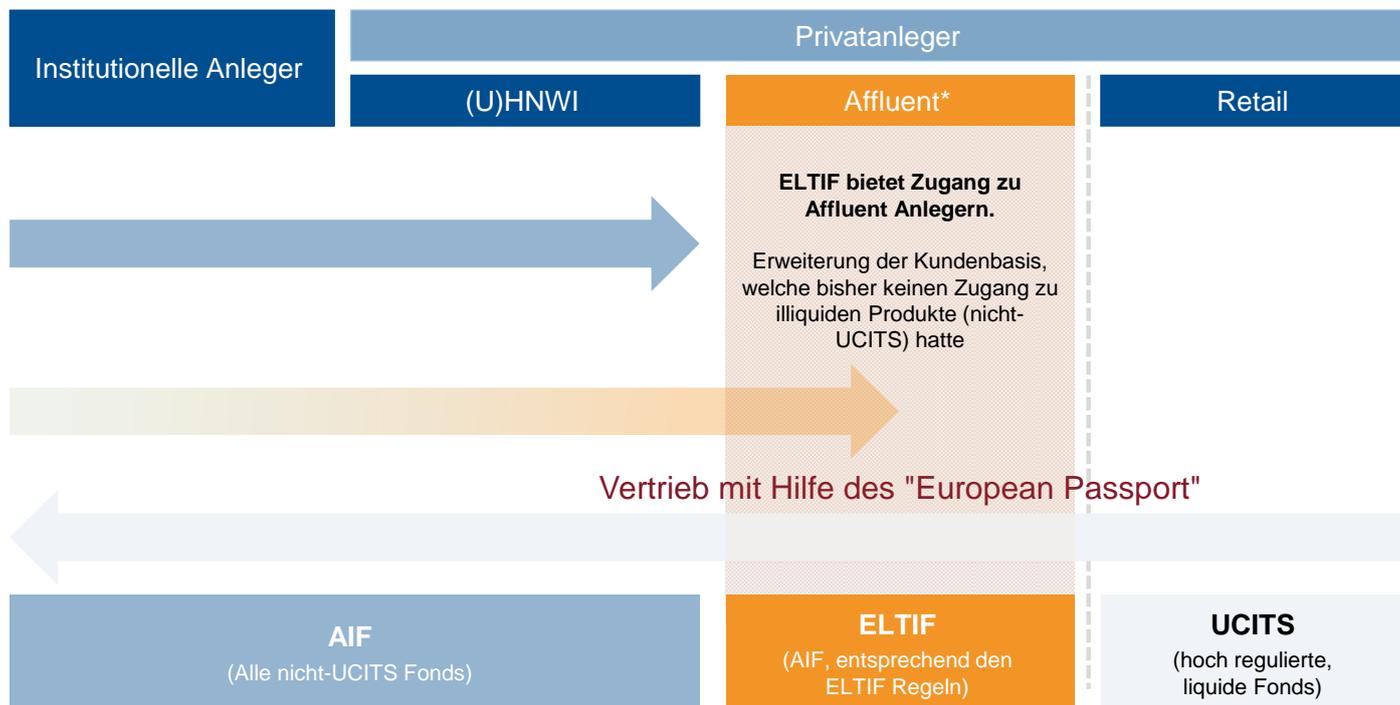
Immobilienanlagen sind möglich, allerdings nur, wenn die Investition langfristigen Zwecken mit sozialem oder ökonomischem Nutzen dient. Reine Immobilienspekulation ist also untersagt – auch wenn die Regularien die Langfristigeitsanforderung in diesem Fall nicht präzise definieren.

Mindestanlagesumme beträgt 10.000 Euro

Mindestanlagesumme: Anleger, die ein liquides Vermögen von höchstens 500.000 Euro besitzen, dürfen maximal zehn Prozent ihres Kapitals in ELTIFs investieren. Da zugleich eine Mindestanlagesumme von 10.000 Euro gilt, sind die Produkte nur Anlegern mit mindestens 100.000 Euro Liquidität zugänglich. Der Vermögensnachweis wird in der Regel durch Eigenauskunft / Selbsterklärung erbracht.

Die Produkte dürften also zusätzlich zum institutionellen Geschäft ihren Hauptabsatzmarkt unterhalb der qualifizierten Investoren im Private Banking finden – ganz konkret vor allem im sogenannten „Affluent-Segment“, also Anleger mit einem Anlagevermögen ab 100.000 Euro. Genau dort füllen ELTIFs eben eine Marktlücke, indem sie Kunden einen regulierten Zugang zu illiquiden Asset-Klassen ermöglichen.

Abbildung 2: Zugang zu Privatanlagen - Für Affluent Anleger erstmals mit dem ELTIF möglich



*Anleger mit einem Anlagevermögen größer EUR 100.000.

ELTIFs im Vertrieb: Settlement ist noch lückenhaft

Der ELTIF lässt sich über den „European Passport“ grundsätzlich in der gesamten Europäischen Union vertreiben, sobald er in einem Mitgliedstaat vom dort zuständigen Regulator geprüft und genehmigt wurde.

Einer der großen Vertriebsvorteile besteht darin, dass damit Private Markets Investments in Form depotfähiger Wertpapiere geschaffen wurden, die sich grundsätzlich ohne irgendeine zwischengeschaltete Verwaltungsgesellschaft direkt über traditionelle Fondsplattformen erwerben lassen.

Die Plattformen müssen allerdings einige Modifikationen vornehmen, um die Produkte auch tatsächlich listen zu können. Daher ist das Angebot derzeit noch nicht flächendeckend verfügbar. Anders als bei manchen regionalen Plattformen lassen sich ELTIF-Transaktionen aber inzwischen in der Regel problemlos über die großen überregionalen Settlement-Plattformen wie Euroclear oder Clearstream abwickeln.

Stichwort (II-)Liquidität: Anbieter agieren uneinheitlich

Wer in einen ELTIF anlegt, tätigt ein langfristiges Investment mit einer festen Laufzeit. Das bedeutet: Nach dem Closing müssen die Initiatoren keine vorzeitige Rückgabe der Anteile zulassen.

Apropos Closing: Für das ELTIF-Regime ist kein klassisches Kapitalabrufmodell wie bei traditionellen geschlossenen Fonds oder Private-Equity-Investments zwingend vorgesehen, wo nach der Kapitalzusage die Einzahlungen immer erst fällig werden, sobald die Transaktionen getätigt wurden. Verbreitet sind vielmehr auch ELTIF, bei denen die Investoren von Beginn an eine Volleinzahlung leisten – insbesondere bei geringen Mindestanlagesummen ist dies ein übliches Vorgehen zur Vereinfachung. Die Fonds halten dann aber in der Regel auch nicht über längere Zeit höhere Cashquoten.

Private Markets Investments werden zu depotfähigen Wertpapieren

Möglichkeit der vorzeitigen Rückgabe der Anteile kann, muss aber nicht vorgesehen sein

Da alle Direktinvestitionen in der Regel mit langfristigen Laufzeiten einhergehen, die ebenso nicht regelhaft kündbar und als Private Markets Anlagen per Definition nicht öffentlich handelbar sind, trägt die regulatorische Illiquidität dem speziellen Charakter der Investments Rechnung. Eine vorzeitige massenhafte Rückgabe von ELTIF-Anteilen könnte die Initiatoren schnell vor Liquiditätsproblemen stellen – genau dies will der Regulator vermeiden.

Trotzdem sind nicht alle am Markt verfügbaren ELTIFs als unverkäufliche geschlossene Fonds gestaltet. Manche Produkte bieten eine Teilliquidität. Diese kann beispielsweise mit einer Mindest-Haltefrist verbunden, mit längeren Kündigungsfristen versehen, in der Höhe begrenzt oder nur gegen Vorfälligkeitsentschädigung gestattet sein.

Sollte es zu einer massenhaften Rückgabe kommen, lässt sich die Rücknahme auch zum Schutz der Interessen der übrigen Anleger aussetzen. In der Gestaltung erinnert hier einiges an den inzwischen restriktiveren Umgang mit der Rückgabe von Anteilen an den in Deutschland so beliebten offenen Immobilienfonds.

Was sind die Renditeerwartungen an den Private Equity Markt?

Eine der wichtigsten Assetklassen für den ELTIF ist der Private Equity Markt. Der Markt für Private Equity hat sich in den vergangenen Jahrzehnten vervielfacht. Ein wesentlicher Grund: Gemäß einer Studie des U.S. Census Bureau ist die Zahl der börsennotierten Unternehmen beispielsweise in den USA seit Ende der 1980er-Jahre um 40 Prozent zurückgegangen. Dagegen nahm die Zahl der Firmen abseits der Börse um 50 Prozent zu.

Die Renditeerwartungen an den Private Equity Markt liegen oft bei langfristigen jährlichen Wertzuwächsen im hohen einstelligen oder auch im zweistelligen Bereich. Diese vergleichsweise hohen Renditeerwartungen sind zunächst einmal ein Premium für die angesprochene Illiquidität.

Die Fondsmanager können mit dem Kapital mehr oder weniger ungestört ihre in der Regel mehrjährigen Businesspläne verfolgen und zwischenzeitliche Störungen etwa durch konjunkturelle Schwächephasen durchstehen, ohne dass die Zielrenditen sich grundsätzlich verschieben – oder womöglich nur entlang der Zeitachse.

Mit anderen Worten: Es kann unter Umständen länger dauern, bis ein ELTIF die selbst-gesteckten Ziele erreicht, gegebenenfalls kann sich auch die Laufzeit des Investments verlängern, sofern dies in den Bedingungen vorgesehen ist. Dabei muss dem Investor die maximal mögliche Laufzeit angezeigt werden.

Zur Risiko-Rendite-Positionierung der Anbieter gehören weiterhin die beiden traditionellen Faktoren Diversifikation sowie der Investment-Fokus. Bei beiden Themen macht der Regulator gewisse Vorgaben (s.o.), über die die Anbieter teilweise freiwillig hinaus gehen.

So finden sich zum Teil deutlich mehr als die mindestens vorgeschriebenen zehn Direktinvestments in den Portfolios. Und bei der Anlagestrategie konzentrieren sich einige ELTIF-Initiatoren auf die Beteiligung an etablierten Unternehmen mit langjährig erprobten Geschäftsmodellen, während Venture-Capital- oder Turnaround-Investments eher selten eingegangen werden.

Ein besonderes Augenmerk verdient schließlich die Rolle des Managements: Die Fondsmanager gehen bei der Entscheidungsfindung für eine Investition völlig anders vor als Aktieninvestoren. Der Blick auf Finanzkennzahlen, Analystenberichte und Benchmarks ist weitaus weniger bedeutsam und angesichts des privaten Charakters der Investitionsziele oft auch gar nicht in derselben Transparenz, Aktualität und Kurzfristigkeit möglich.

Private Equity ist eine der wichtigsten Assetklassen für den ELTIF

Illiquiditätsprämie ist ein wesentliche Renditetreiber für Private Markets

Renditen im Bereich Private Equity sind in der Regel weniger volatil als Aktienmärkte

Stattdessen verstehen sich die Spezialisten für Direktinvestments oft als „legal insider“, da sie sich intensiv mit Geschäftsmodellen, Wachstumszielen, Synergien und dem Potenzial für die Markterschließung beschäftigen.

Teilweise investieren die Anbieter daher auch statt in Co-Investments bewusst nur in Mehrheits- oder mindestens in Kontrollmehrheiten. Das gibt ihnen die Möglichkeit, direkt auf wesentliche operative Entscheidungen Einfluss zu nehmen und sozusagen als Unternehmer tätig zu werden.

Nicht zuletzt sind die Renditen im Bereich Private Equity in der Regel weniger volatil als die Renditen an den öffentlichen Aktienmärkten, so dass ein Private Equity Investment auch unter Diversifikationsaspekten eine interessante Portfoliobeimischung sein kann.

Die Zukunft des ELTIFs: Die Novellierung der ELTIF Verordnung.

Aktuell laufen in der Europäischen Union turnusmäßige Konsultationen zur Novellierung der ELTIF-Verordnung. Viele Vertreter der Investmentindustrie sind im Rahmen der Anhörungen interessiert daran, die ELTIFs durchlässiger zu gestalten für liquide Instrumente, um sie populärer zu machen.

Derzeit darf der ELTIF nur bis zu 30 Prozent seines Kapitals in liquide UCITS investieren – das könnte in der Novelle etwas liberaler gehandhabt werden. Auch die Investorenschutzregeln könnten teilweise abgebaut werden, um den ELTIFs zum Durchbruch zu verhelfen, was andererseits aber zu einer Verwässerung des Anlegerschutzes führen kann. Erste Ergebnisse des Prozesses sind frühestens Ende des Jahres 2021 zu erwarten.



European Long Term Investment Funds (ELTIF)

Fondsvehikel für Private Markets Strategien

Scope Analysis GmbH

Headquarters Berlin

Lennéstraße 5
D-10785 Berlin

Tel. +49 30 27891 0

Frankfurt am Main

Neue Mainzer Straße 66-68
D-60311 Frankfurt am Main

Tel. +49 69 6677389 0

info@scopeanalysis.com

www.scopeanalysis.com

Nutzungsbedingungen / Haftungsausschluss

© 2021 Scope SE & Co. KGaA und sämtliche Tochtergesellschaften, einschließlich Scope Ratings GmbH, Scope Analysis GmbH, Scope Investor Services GmbH (zusammen Scope). Alle Rechte vorbehalten. Die Informationen und Daten, die Scopes Ratings, Rating-Berichte, Rating-Beurteilungen und die damit verbundenen Recherchen und Kreditbewertungen begleiten, stammen aus Quellen, die Scope als verlässlich und genau erachtet. Scope kann die Verlässlichkeit und Genauigkeit der Informationen und Daten jedoch nicht eigenständig nachprüfen. Scopes Ratings, Rating-Berichte, Rating-Beurteilungen oder damit verbundene Recherchen und Kreditbewertungen werden in der vorliegenden Form ohne Zusicherungen oder Gewährleistungen jeglicher Art bereitgestellt. Unter keinen Umständen haftet Scope bzw. haften ihre Direktoren, leitenden Angestellten, Mitarbeiter und andere Vertreter gegenüber Dritten für direkte, indirekte, zufällige odersonstige Schäden, Kosten jeglicher Art oder Verluste, die sich aus der Verwendung von Scopes Ratings, Rating-Berichten, Rating-Beurteilungen, damit verbundenen Recherchen oder Kreditbewertungen ergeben. Ratings und andere damit verbundene, von Scope veröffentlichte Kreditbewertungen werden und müssen von jedweder Partei als Beurteilungen des relativen Kreditrisikos und nicht als Tatsachenbehauptung oder Empfehlung zum Kauf, Halten oder Verkauf von Wertpapieren angesehen werden. Die Performance in der Vergangenheit prognostiziert nicht unbedingt zukünftige Ergebnisse. Ein von Scope ausgegebener Bericht stellt kein Emissionsprospekt oder ähnliches Dokument in Bezug auf eine Schuldverschreibung oder ein emittierendes Unternehmen dar. Scope publiziert Ratings und damit verbundene Recherchen und Beurteilungen unter der Voraussetzung und Erwartung, dass die Parteien, die diese nutzen, die Eignung jedes einzelnen Wertpapiers für Investitions- oder Transaktionszwecke selbständig beurteilen werden. Scopes Credit Ratings beschäftigen sich mit einem relativen Kreditrisiko, nicht mit anderen Risiken wie Markt-, Liquiditäts-, Rechts- oder Volatilitätsrisiken. Die hierin enthaltenen Informationen und Daten sind durch Urheberrechte und andere Gesetze geschützt. Um hierin enthaltene Informationen und Daten zu reproduzieren, zu übermitteln, zu übertragen, zu verbreiten, zu übersetzen, weiterzuverkaufen oder für eine spätere Verwendung für solche Zwecke zu speichern, kontaktieren Sie bitte Scope Ratings GmbH, Lennéstraße 5, D-10785 Berlin.