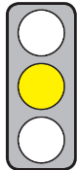


## KERNPUNKTE

**Ziel der Verordnung:** Mehr Kapital, auch von Kleinanlegern, soll in langfristige Investitionsprojekte fließen.

**Betroffene:** Professionelle Anleger und Kleinanleger, Alternative Investmentfonds (AIF) und ihre Verwaltungsgesellschaften (AIFM), qualifizierte Portfoliounternehmen.



**Pro:** (1) Harmonisierte Fondsvorschriften für ELTIF bauen Informationsdefizite bei den Anlegern ab und stärken das Anlegervertrauen.

(2) Die Erlaubnis zur Kreditvergabe an qualifizierte Portfoliounternehmen ist angesichts der restriktiven Regelungen vertretbar.

**Contra:** (1) Das Rücknahmeverbot für ELTIF-Anteile schmälert die Attraktivität der ELTIF insbesondere für Kleinanleger.

(2) Eine strenge Anwendung des Gebots der Fristenkongruenz senkt die Rentabilität des ELTIF: Sie verringert die Möglichkeiten des ELTIF, langfristige Anlagen zu veräußern und so Gewinnmitnahmeeffekte auch vor Fälligkeit zu realisieren. Auch verteuert sie die Darlehensaufnahme des ELTIF.

## INHALT

### Titel

**Vorschlag COM(2013) 462** vom 26. Juni 2013 für eine **Verordnung** des Europäischen Parlaments und des Rates **über langfristige Investmentfonds (ELTIF)**

### Kurzdarstellung

#### ► Hintergrund und Ziele

- In der EU existieren harmonisierte Vorschriften für Fonds, die die Bezeichnungen „Alternative Investmentfonds“ (AIF) oder „OGAW-Investmentfonds“ führen wollen.
  - „Alternative Investmentfonds“ verwalten primär Gelder von professionellen Anlegern; hierzu zählen insbesondere Private-Equity-Fonds, Hedgefonds, Rohstoff- und Immobilienfonds. [AIFM-Richtlinie 2011/61/EU, s. [cepAnalyse](#)].
  - „OGAW-Investmentfonds“ investieren Gelder von Kleinanlegern in Wertpapiere und andere liquide Finanzanlagen [OGAW-Richtlinie 2009/65/EG, s. [cepAnalyse](#)]; zu ihnen zählen insbesondere die traditionellen Investmentfonds.
- Auf europäischer Ebene – wie auch in einigen Mitgliedstaaten – gibt es hingegen keine entsprechenden Vorschriften für langfristig orientierte Investmentfonds. Laut Kommission behindert dies Kapitalanlagen in langfristige Vermögenswerte (Begründung S. 2 und 4, Folgenabschätzung S. 13).
- Die Kommission will daher eine neue Kategorie alternativer Investmentfonds (AIF) schaffen: AIF dürfen die Bezeichnung „Europäische langfristige Investmentfonds“ (European Long-term Investment Funds; ELTIF) führen, wenn sie die Vorschriften der vorliegenden Verordnung erfüllen (Art. 6 Abs. 1, Begründung S. 1).
- Ziel ist es, „geduldiges“ Kapital sowohl von professionellen Anlegern als auch von Kleinanlegern insbesondere in Infrastrukturprojekte, Immobilien und nicht-börsennotierte Unternehmen zu lenken. Dadurch sollen Investitionen weniger von einer Bankenfinanzierung abhängig sein. (Begründung S. 1 und 3, s. auch [cepAnalyse](#) zum Grünbuch Langfristige Finanzierung)

#### ► Zulassung von ELTIF und ihren Verwaltungsgesellschaften

- Als ELTIF können nur solche AIF zugelassen werden, die (Art. 3 Abs. 1)
  - in der EU zugelassen oder registriert sind oder in der EU Sitz oder Hauptverwaltung haben und
  - die Vorschriften dieser Verordnung erfüllen.
- Die Zulassung als ELTIF erfolgt durch die zuständige Behörde im Herkunftsmitgliedstaat des AIF (im Folgenden: ELTIF-Behörde). Die Zulassung ist in allen EU-Staaten gültig („EU-Pass“). (Art. 3 Abs. 1, Abs. 2 UAbs. 2)
- Nur nach der AIFM-Richtlinie zugelassene Verwaltungsgesellschaften („AIF-Manager“) dürfen ELTIF verwalten und vertreiben. Sie benötigen hierfür eine zusätzliche Genehmigung der ELTIF-Behörde. (Art. 4 Abs. 2)

#### ► Anlagepolitik von ELTIF

- Ein ELTIF muss mindestens 70% des beschafften Kapitals in langfristige „zulässige Anlagewerte“ investieren. Das sind (Art. 8. Abs. 1, Art. 9, Art. 12 Abs. 1, Begründung S. 11)
  - direkte Beteiligungen an Sachwerten wie Schiffen, Immobilien oder Flugzeugen mit Anfangsinvestitionen von mindestens 10 Mio. Euro,
  - Anteile an anderen ELTIF, EU-Risikokapitalfonds (EuVECA) und EU-Fonds für soziales Unternehmertum (EuSEF), sofern diese nicht ihrerseits zu mehr als 10% ihres Kapitals in ELTIF engagiert sind,

- Eigenkapital- oder eigenkapitalähnliche Instrumente sowie Schuldtitel, die von „qualifizierten Portfoliounternehmen“ begeben werden, sowie Kredite des ELTIF an diese „qualifizierten Portfoliounternehmen“; „qualifizierte Portfoliounternehmen“ sind alle Unternehmen außer AIF, OGAW-Investmentfonds, Banken, Wertpapierfirmen, Versicherungen und börsennotierten Unternehmen (Art. 10).
- Ein ELTIF darf maximal 30% des beschafften Kapitals in „liquide Anlagewerte“ investieren. Das sind liquide Anlagen, in die OGAW-Investmentfonds üblicherweise investieren (Art. 8 Abs. 1), insbesondere Aktien, Geldmarktinstrumente – d. h. auf dem Geldmarkt handelbare Wertpapiere wie Schatzanweisungen und kurzfristige Schuldverschreibungen –, OGAW-Anteile und Sichteinlagen mit einer Höchstlaufzeit von zwölf Monaten (Art. 50 Abs. 1 der OGAW-Richtlinie).
- Die Quoten von 70% und 30% gelten (Art. 15 Abs. 1 lit. a)
  - ab dem in den Vertragsbestimmungen oder der Satzung des ELTIF festgelegten Datum, jedoch
  - spätestens sechs Jahre nach Zulassung des ELTIF.
- Ein ELTIF darf nicht (Art. 8 Abs. 2, Art. 12 Abs. 4):
  - Finanzderivate einsetzen, außer sie dienen der Absicherung von Zinsänderungs- oder Wechselkursrisiken anderer ELTIF-Anlagen,
  - Vermögenswerte verkaufen, die er zum Verkaufszeitpunkt nicht besitzt („Leerverkauf“),
  - Wertpapiere verkaufen, die er zu einem späteren Zeitpunkt wieder zurückkaufen muss („Pensionsgeschäft“) – umgekehrte Pensionsgeschäfte sind erlaubt –,
  - Wertpapiere verleihen oder leihen, die er zu einem späteren Zeitpunkt wieder zurücknehmen oder zurückgeben muss („Wertpapierleihgeschäft“ und „Wertpapierverleihgeschäft“),
  - direkte oder indirekte Engagements in Rohstoffen halten.
- ▶ **Weitere Diversifizierungs- und Konzentrationsregeln**
  - Ein ELTIF muss sein Anlagekapital – sowohl bei den langfristigen als auch bei den liquiden Anlagewerten – streuen. Hierfür gelten folgende Höchstsätze:
    - maximal 10% in ein einzelnes qualifiziertes Portfoliounternehmen oder einen Sachwert (Art. 12 Abs. 2 lit. a und b); dieser Wert kann auf 20% erhöht werden, sofern der Wert seiner Anlagen in diese Unternehmen und Sachwerte, die über 10% hinausgehen, nicht über 40 % seines Kapitals hinausgehen (Art. 12 Abs. 5),
    - maximal 10% in einen einzelnen ELTIF, EuVECA oder EuSEF,
    - zusammengenommen maximal 20% in ELTIF-, EuVECA- und EuSEF,
    - maximal 5% in „sonstige Anlagen“ eines einzelnen Emittenten und
    - zusammengenommen maximal 5% in außerbörsliche Derivatgeschäften und umgekehrte Pensionsgeschäfte mit einer einzelnen Gegenpartei.
  - Ein ELTIF darf (Art. 13)
    - maximal 25% der Anteile an einem ELTIF, EuVECA, EuSEF oder einem OGAW halten,
    - maximal jeweils 10% der stimmrechtslosen Aktien, Schuldverschreibungen und Geldmarktinstrumente eines Emittenten halten,
    - keine Aktien mit Stimmrechten erwerben, sofern er damit „nennenswerten“ Einfluss erlangt.
- ▶ **Beschränkungen bei der Kreditaufnahme**

Ein ELTIF darf Kredite aufnehmen, sofern diese (Art. 14)

  - 30% des eingebrachten Kapitals nicht übersteigen,
  - dem Erwerb einer Beteiligung an „zulässigen Anlagewerten“ dienen,
  - in der gleichen Währung lauten wie die mit dem Kredit erworbenen Vermögenswerte,
  - die Vermögenswerte nicht belasten, etwa in Form einer Hypothek.
- ▶ **Ertragsausschüttungen**

Ein ELTIF „kann“ regelmäßig Erträge an die Anleger ausschütten. Die Grundsätze, nach denen die Ausschüttung erfolgt, müssen in den Vertragsbestimmungen oder der Satzung dargelegt werden. (Art. 20 Abs. 1 und 3)
- ▶ **Laufzeit von ELTIF sowie Rücknahme, Handel und Ausgabe von ELTIF-Anteilen**
  - Ein ELTIF hat immer eine feste Laufzeit (Art. 16 Abs. 1 UAbs. 2).
  - Die Laufzeit muss „lang genug sein“, um den Lebenszyklus eines jedes Vermögenswerts im Portfolio „abzudecken“ (Art. 16 Abs. 2). Die Einzelheiten legt die Europäische Wertpapieraufsichtsbehörde (ESMA) in Form technischer Standards fest (Art. 16 Abs. 6).
  - Der Anleger kann vor Laufzeitende keine Rücknahme seiner ELTIF-Anteile verlangen (Art. 16 Abs. 1 UAbs. 1). Er kann die ELTIF-Anteile aber jederzeit auf dem Sekundärmarkt verkaufen (Art. 17).
  - Ein ELTIF kann neue Anteile ausgeben, darf sie aber unter dem Wert des Fondsvermögens („Nettoinventarwert“) nur ausgeben, wenn sie Altanlegern bereits zu diesem niedrigeren Preis angeboten wurden (Art. 18).
- ▶ **Transparenzanforderungen**
  - Die Verwaltungsgesellschaft des ELTIF muss vor dem Vertrieb des ELTIF einen Prospekt veröffentlichen, der u.a. Angaben zu der Anlage und ihren Risiken enthält. Vertriebt er den ELTIF an Kleinanleger – der ELTIF gilt dann als „Anlageprodukt für Kleinanleger“ im Sinne der PRIIPs-Verordnung (COM(2012) 352; s. [cepAnalyse](#)) –, muss er zudem ein Basisinformationsblatt veröffentlichen. (Art. 21 Abs. 1, Erwägungsgrund 35)

- Beide Unterlagen müssen den Anleger in Kenntnis setzen über (Art. 21 Abs. 4, Art. 22 Abs. 1, 3 und 4)
    - den „illiquiden und langfristigen Charakter“ der Anlage,
    - das Datum des Laufzeitendes,
    - einen etwaigen Vertrieb auch an Kleinanleger,
    - die Tatsache, dass die Anlage vor Laufzeitende nicht zurückgegeben werden kann,
    - die Häufigkeit und Zeitpunkte von Ertragsausschüttungen,
    - die „direkten und indirekten“ Kosten eines ELTIF; zu Definitionen, Berechnungsgrundlagen und Darstellungsweisen der Kosten erstellt die ESMA technische Standards.
- Die Unterlagen müssen dem Anleger „unmissverständlich“ dazu „raten“, nur einen Teil seines Anlagevermögens in ELTIF anzulegen (Art. 21 Abs. 4 lit. w).

### Subsidiaritätsbegründung der Kommission

Laut Kommission bergen nationale Vorschriften für langfristige Investmentfonds die Gefahr, dass unter derselben Bezeichnung Anlageprodukte mit unterschiedlichen Merkmalen vertrieben und dadurch Anleger verunsichert werden.

### Politischer Kontext

In der Binnenmarktakte II [COM(2012) 573] wurde die Förderung langfristiger Investitionen für die Realwirtschaft als eine von zwölf Leitaktionen genannt. Im Grünbuch „Langfristige Finanzierung der Europäischen Wirtschaft“ [COM(2013) 150, s. [cepAnalyse](#)] werden einige Maßnahmen zur Unterstützung langfristiger Investitionen angeregt und ein Gesetzesentwurf zu ELTIF angekündigt. Es existieren bereits EU-Vorschriften für Alternative Investmentfonds [AIFM-Richtlinie (2011/61/EU), s. [cepAnalyse](#)] und OGAW-Investmentfonds [OGAW-Richtlinie (2009/65/EG), s. [cepAnalyse](#)]. Zudem gibt es Vorschriften zu EU-Risikokapitalfonds [Verordnung (EU) Nr. 345/2013] und zu EU-Fonds für soziales Unternehmertum [Verordnung (EU) Nr. 346/2013]. Die geplante PRIIPs-Verordnung [COM(2012) 352, s. [cepAnalyse](#)] verpflichtet Anbieter von Anlageprodukten – und damit auch ELTIF –, Basisinformationsblätter zu veröffentlichen. Die geplante MiFID-II-Richtlinie [COM(2011) 656, s. [cepAnalyse](#)] legt Vorschriften für den Vertrieb dieser Produkte – z.B. Provisionsregelungen – fest.

### Stand der Gesetzgebung

26.06.13 Annahme durch Kommission  
Offen Annahme durch Europäisches Parlament und Rat, Veröffentlichung im Amtsblatt, Inkrafttreten

### Politische Einflussmöglichkeiten

Federführende Generaldirektion:	GD Binnenmarkt
Federführender Ausschuss des EP:	Wirtschaft/Währung, Berichterstatte(r)in: Rodi Kratsa-Tsagaropoulou (EPP-Fraktion, GR)
Federführendes Bundesministerium:	Ministerium der Finanzen
Federführender Ausschuss des BT:	Finanzen
Entscheidungsmodus im Rat:	Qualifizierte Mehrheit (Annahme durch Mehrheit der Mitgliedstaaten und mit 260 von 352 Stimmen; Deutschland: 29 Stimmen)

### Formalien

Kompetenznorm:	Art. 114 AEUV
Art der Gesetzgebungszuständigkeit:	Geteilte Zuständigkeit (Art. 4 Abs. 2 AEUV)
Verfahrensart:	Art. 294 AEUV (ordentliches Gesetzgebungsverfahren)

## BEWERTUNG

### Ökonomische Folgenabschätzung

#### Ordnungspolitische Beurteilung

**Ähnlich wie bei OGAW-Investmentfonds bauen EU-weite Vorschriften für Fonds, die unter der Bezeichnung ELTIF vertrieben werden dürfen, Informationsdefizite bei den Anlegern ab und stärken so das Anlegervertrauen.**

**Gleichzeitig schließen ELTIF eine bestehende Lücke:** Die bisherigen europäischen Fondskategorien richten sich entweder primär an professionelle Anleger (AIFM-Richtlinie 2011/61/EU, s. [cepAnalyse](#)) oder erlauben nur Investments in kurzfristige Anlagewerte (OGAW-Richtlinie 2009/65/EG, s. [cepAnalyse](#)). **Eine europäische Kategorie langfristiger Fonds, die auch für private Anleger in Frage kommen, fehlt bislang.**

Die Einführung eines EU-Passes, der einen europaweiten Vertrieb von ELTIF ermöglicht, ist für einen harmonisierten EU-Fondstyp folgerichtig. Der EU-Pass senkt die Vertriebskosten und stärkt den grenzüberschreitenden Wettbewerb.

Mit der Möglichkeit für ELTIF, Kredite an „qualifizierte Portfoliounternehmen“ zu vergeben, schafft die Kommission eine Art von „Schattenbank“: ELTIF dürfen bankähnliche Tätigkeiten erbringen, müssen aber den Bankvorschriften nicht genügen. Dies widerspricht dem Anliegen der Kommission, Schattenbanken strenger zu regulieren [Grünbuch COM (2012) 102, s. [cepAnalyse](#)]. **Die Erlaubnis zur Kreditvergabe an „qualifizierte Portfoliounternehmen“ ist dennoch vertretbar. Denn insbesondere die Regelungen zur Diversifizierung**

**und Konzentration, das Rücknahmeverbot von ELTIF-Anteilen während der Laufzeit des ELTIF sowie die Beschränkungen bei der eigenen Darlehensaufnahme können wesentlichen Kreditrisiken** – etwa Liquiditäts- und Fristigkeitsrisiken – **vorbeugen**. Die Beschränkung auf qualifizierte Portfoliounternehmen und damit Akteure, die nicht Teil der Finanzwirtschaft sind, mindert auch die Gefahr neuer systemischer Risiken für die Finanzmärkte.

**Das pauschale Verbot der Nutzung von Derivaten** zur Absicherung gegen mit einem Investment verbundene Risiken **verhindert, dass der ELTIF etwa sein Immobilienengagement gegen fallende Häuserpreise absichern kann. Dies dient dem angestrebten Anlegerschutz gerade nicht**. Vielmehr kann es das Risiko der Anlage in einen ELTIF erhöhen.

Die Obergrenze von 30% für die Aufnahme von Krediten ist zu pauschal. Denn der Einsatz von Fremdkapital hat nicht zwangsläufig ein hohes Anlagerisiko zur Folge. Vielmehr können damit auch risikoarme Beteiligungen finanziert oder Kredite mit geringem Ausfallrisiko ausgegeben werden. Darüber hinaus schränkt die Vorschrift, dass die Vermögenswerte des ELTIF durch eine Darlehensaufnahme nicht belastet werden dürfen, die Verschuldungsmöglichkeiten der ELTIF faktisch weiter ein, denn Darlehensgeber verlangen regelmäßig Sicherheiten.

Ob ELTIF tatsächlich erfolgreich werden, bleibt abzuwarten. Zwar reduzieren feste Laufzeiten und das strikte Verbot der Rücknahme investierter Gelder vor Laufzeitende die Risiken, die mit der Vergabe von Krediten durch ELTIF einhergehen (s.o.). Auch erhöht beides die Finanzierungs- und Planungssicherheit für ELTIF-Verwalter sowie auch für qualifizierte Portfoliounternehmen, in die ELTIF investieren. Allerdings gehen mit diesen Vorgaben auch Nachteile einher:

Erstens: **Das Rücknahmeverbot schmälert** – wie auch die Kommission zugibt [COM(2013) 462, S. 9] – **die Attraktivität der ELTIF insbesondere für Kleinanleger**, die häufig eine langfristige Bindung ihres Kapitals scheuen. Inwieweit die Option, die ELTIF-Anteile während der Laufzeit auf Sekundärmärkten zu verkaufen, dem entgegenwirkt, wird von der Liquidität dieser Märkte abhängen.

Zweitens: **Eine strenge Anwendung des Gebots der Fristenkongruenz** – die Laufzeit des ELTIF darf nicht kürzer sein als der Lebenszyklus des langlebigsten Vermögenswertes im Portfolio – **senkt die Rentabilität und damit die Attraktivität des ELTIF** aus zwei Gründen. **Zum einen verringert sie die Möglichkeiten des ELTIF, langfristige Anlagen zu veräußern und so Gewinnmitnahmeeffekte auch vor Fälligkeit des ELTIF zu realisieren**. Denn nach der Veräußerung wäre der ELTIF gezwungen, die freigesetzten Mittel exakt für die Restlaufzeit des ELTIF und unter Einhaltung der Diversifizierungsregeln zu reinvestieren. Dies verringert die Chance, renditeträchtige Anlagewerte zu finden. **Zum anderen erhöht sie die Kosten einer Darlehensaufnahme**. Denn wenn der ELTIF faktisch gezwungen ist, Vermögenswerte bis zur Fondsfälligkeit zu halten, erhöht sich das Risiko, dass für diese nur ein ungünstiger Preis zu erzielen ist. Dies erhöht das Ausfallrisiko für eventuelle Darlehensgeber und damit den vom ELTIF zu zahlenden Zins, so dass die Rentabilität des ELTIF sinkt. Die ESMA steht daher in doppelter Hinsicht bei der ihr auferlegten Konkretisierung des Gebots der Fristenkongruenz vor einem Zielkonflikt.

## Juristische Bewertung

### Kompetenz

Art. 114 AEUV (Binnenmarkt) ist die einschlägige Rechtsgrundlage.

### Subsidiarität

Unproblematisch.

### Verhältnismäßigkeit

Unproblematisch.

### Sonstige Vereinbarkeit mit EU-Recht

Unproblematisch.

### Auswirkungen auf das deutsche Recht

Seit Juli 2013 besteht mit dem Kapitalanlagegesetzbuch (KAGB) erstmals ein einziges Regelwerk für sämtliche Investmentfonds und ihre Verwalter. Voraussichtlich werden ELTIF ebenfalls in das KAGB aufgenommen.

## Zusammenfassung der Bewertung

EU-weite Vorschriften für Fonds, die unter der Bezeichnung ELTIF vertrieben werden dürfen, bauen Informationsdefizite bei den Anlegern ab und stärken so das Anlegervertrauen. Gleichzeitig schließen ELTIF eine bestehende Lücke: Eine europäische Kategorie langfristiger Fonds, die auch für private Anleger in Frage kommen, fehlt bislang.

Die Erlaubnis zur Kreditvergabe an qualifizierte Portfoliounternehmen ist angesichts der Regelungen zur Diversifizierung und Konzentration, des Rücknahmeverbots und der Darlehensaufnahmebeschränkungen vertretbar. Das pauschale Verbot der Nutzung von Derivaten verhindert, dass der ELTIF etwa sein Immobilienengagement gegen fallende Häuserpreise absichern kann, und dient dem angestrebten Anlegerschutz deshalb gerade nicht. Das Rücknahmeverbot schmälert die Attraktivität der ELTIF insbesondere für Kleinanleger. Eine strenge Anwendung des Gebots der Fristenkongruenz senkt die Rentabilität des ELTIF: Zum einen verringert sie die Möglichkeiten, langfristige Anlagen zu veräußern und so Gewinnmitnahmeeffekte auch vor Fälligkeit des ELTIF zu realisieren. Zum anderen erhöht sie die Kosten einer Darlehensaufnahme.