

Europäische ELTIF-Studie Marktentwicklung und Perspektiven



Im Jahr 2015 hat die EU ein neues Fondsvehikel geschaffen, das vermögenden Privatanlegern einen europaweit einheitlichen, regulierten Zugang zu illiquiden Anlageklassen ermöglicht: den European Long Term Investment Fund (ELTIF). Nach einem verhaltenen Start schätzt Scope auf Basis einer aktuellen repräsentativen Umfrage unter Asset Managern den ELTIF-Markt per Ende 2021 auf ein Volumen von 7,2 bis 7,7 Mrd. Euro für 53 registrierte und vermarktete Produkte. Der Markt ist damit signifikant größer, als die jüngste Schätzung in Höhe von 2,4 Mrd. Euro per April 2021 vermuten ließ.

Das meiste Kapital vereint die Assetklasse Private Debt auf sich mit 36% des platzierten Volumens. Zweitstärkstes Anlagesegment ist mit 31% Infrastruktur, wobei viele Produkte dieser Kategorie nur für professionelle Investoren zugelassen wurden. Rund 26% sind in Private-Equity-ELTIFs angelegt. Die restlichen 7% beschränken sich nicht auf eine Assetklasse, sondern stecken in gemischten ELTIFs. 46% des Marktvolumens sind in ELTIFs platziert, die professionellen Kunden vorbehalten sind, 54% in Produkten, die sowohl für Privatanleger als auch für professionelle Kunden zugelassen sind. Zu den aktivsten Asset Managern, die ihre Produkte auch Privatanlegern anbieten, gehören Amundi, Azimut, BlackRock, Commerz Real, Muzinich und Partners Group. Die meisten ELTIFs wurden bei der Luxemburger Aufsichtsbehörde registriert.

Die regional größten Märkte in Europa in Bezug auf den Vertrieb sind Italien und Frankreich. Der italienische ELTIF-Markt wird von Privatanlegern dominiert, die unter bestimmten Bedingungen von steuerlichen Anreizen profitieren können. Der französische ELTIF-Markt hingegen ist vor allem ein Markt für professionelle Investoren und hat die längste Historie in Europa.

Der ELTIF-Markt in Deutschland hängt im Vergleich zu Italien und Frankreich hinterher. Einer der Gründe ist vermutlich, dass es nach den schlechten Erfahrungen mit geschlossenen Beteiligungen in der Finanzkrise gerade in Deutschland lange eine Skepsis gegenüber geschlossenen Produkten gab. Zudem behindert die komplexe Abwicklung mit teilweise hohem manuellem Aufwand den Vertrieb im fragmentierten deutschen Bankenmarkt mit zusätzlich vielen unterschiedlichen Fondsplattformen. ELTIFs wurden deshalb in Deutschland bislang vor allem in Private-Wealth-Einheiten von Großbanken erfolgreich platziert, die die Abwicklung im eigenen Haus durchführen.

Nach Startschwierigkeiten gibt es in jüngster Vergangenheit allerdings positive Beispiele dafür, dass der ELTIF auch abseits der Großbanken in Deutschland ankommt. Sowohl im Vertrieb der Private-Banking-Einheiten als auch bei den Abwicklungsplattformen setzen Lernprozesse ein.

Als weiterer Wachstumstreiber für den ELTIF-Markt könnte sich die aktuell innerhalb der EU diskutierte Gesetzesnovelle erweisen, die die Rahmenbedingungen für das Angebot und den Vertrieb von ELTIFs durch weniger Restriktionen optimieren soll. Außerdem wäre die Etablierung eines Sekundärmarkthandels förderlich, da gerade gehobene Privatkunden die Illiquidität der allermeisten ELTIF-Produkte teilweise als Hürde empfinden. Darüber hinaus zeigt die Erfahrung aus Italien, dass insbesondere nationale steuerliche Anreize ein großer Treiber für das Wachstum des ELTIF-Markts sein können.

Bedarf an einer stärkeren Verbreitung von ELTIFs haben nicht nur die Anleger und die Anbieter. Auch vonseiten der EU besteht ein berechtigtes Interesse. ELTIFs könnten sich als schlagkräftiges Instrument bei der Umsetzung des europäischen Green Deals erweisen, weil sie Investitionen in Sachwerte und Infrastruktur fördern.

Analystin

Dr. Andrea Vathje
+49 30 27891-223
a.vathje@scopeanalysis.com

Group Managing Director

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

Business Development

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

Redaktion/Presse

Christoph Platt
+49 30 27891-112
c.platt@scopegroup.com

Scope Fund 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.scopeexplorer.com



Bloomberg: RESP SCOP

Erleichterter Zugang zu illiquiden Investments

Einführung

Die Europäische Union hat es sich zum Ziel gesetzt, die Finanzmärkte transparenter und stabiler zu machen und sie innerhalb der EU besser miteinander zu verknüpfen. Als ein Baustein in diesem Prozess wurde 2015 ein neues Instrument für Anleger geschaffen: der European Long Term Investment Fund (ELTIF).

Mit ELTIFs will die EU langfristige Investitionen in illiquide Privatmarktanlagen ermöglichen, also Engagements in nicht-börsennotierte Anlageobjekte wie Infrastrukturprojekte, Unternehmensbeteiligungen (Private Equity) und Fremdkapitalfinanzierungen (Private Debt). Auch Immobilienanlagen sind möglich, aber nur, wenn die Investition langfristigen Zwecken mit sozialem oder ökonomischem Nutzen dient.

Ein ELTIF ist keine Produktgattung, sondern ein Regulierungsregime. Es setzt die Rahmenbedingungen für die Anlageprodukte, die sich dem Regime unterwerfen wollen.

Neben den übergeordneten Zielen gibt es konkrete Bedürfnisse, die die EU durch ELTIFs befriedigt sehen will. In der EU besteht ein großer Bedarf an Finanzierungen, der auf einen strukturellen Investitionsstau für Infrastrukturprojekte nach der globalen Finanzkrise zurückgeht. Während der Bedarf an Finanzierungen groß ist, werden die Anforderungen an die Kreditvergabe durch Banken immer strenger. Diese Kluft zwischen Finanzierungsbedarf und -angebot soll durch das Engagement privater Investoren geschlossen werden. ELTIFs sollen dieses Engagement erleichtern und Privatanlegern den Zugang zu Anlagen ermöglichen, die bislang institutionellen Kunden vorbehalten waren.

Anlegerschutz steht im Mittelpunkt

Auch als Lehre aus der globalen Finanzkrise stellt die EU bei ELTIFs den Schutz des Anlegers in den Mittelpunkt. So muss ein ELTIF verschiedene Maßgaben erfüllen. Dazu zählen transparente Kosten, ein begrenzter Fremdkapitaleinsatz, Depotfähigkeit und hohe Auflagen an den Asset Manager in Bezug auf Diversifikation und Art des Investments. So müssen beispielsweise mindestens 70% der Fondsvolumens langfristig in Form von Unternehmensbeteiligungen, Fremdkapitalfinanzierungen, Infrastruktur oder in mittelständische Unternehmen investiert sein.

Auch die Anforderungen an den Anleger sind restriktiv: Besitzt ein Anleger ein Vermögen von weniger als 500.000 Euro, darf er maximal 10% davon in ELTIFs allozieren. In Kombination mit dem vorgeschriebenen Mindestvermögen von 100.000 Euro ergibt sich eine Mindestanlagesumme von 10.000 Euro. Diese Restriktionen dienen dem Anlegerschutz, da ELTIFs in den allermeisten Fällen keine oder nur eine eingeschränkte Liquidität bieten. Es soll sichergestellt werden, dass der Investor während der Laufzeit des ELTIFs auch tatsächlich auf sein eingesetztes Kapital verzichten kann.

Unkomplizierter Vertrieb in der EU

ELTIFs können europaweit vertrieben werden, landesspezifische Lösungen, die häufig mit hohen Kosten verbunden sind, sind obsolet. Das Passporting in andere Länder der EU funktioniert sehr schnell und dauert im Regelfall nur eine bis anderthalb Wochen. Die Kosten, die beim Setup eines ELTIFs anfallen, relativieren sich, da der Vertrieb in ganz Europa unkompliziert möglich ist.

Zurzeit arbeitet die EU an einer Gesetzesnovelle, um die Entwicklung von ELTIFs und den Zugang der Anleger zu erleichtern. Mit dem Inkrafttreten der Novelle ist frühestens im zweiten Halbjahr 2022 zu rechnen.

Das europäische Produktangebot

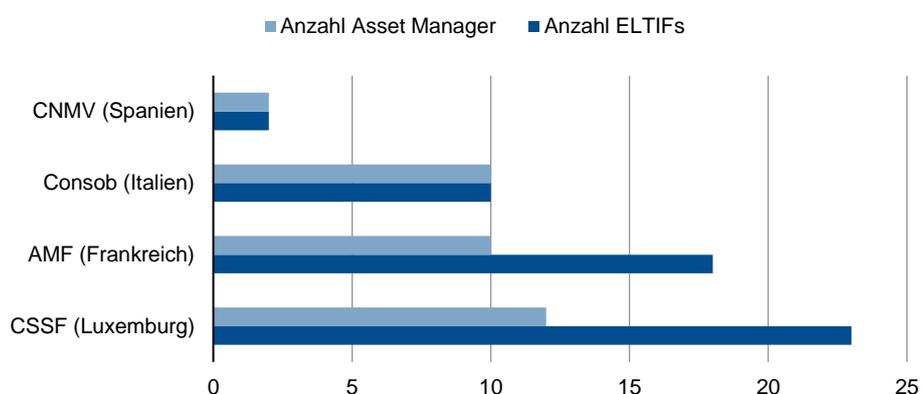
Basis der europäischen ELTIF-Studie von Scope sind insgesamt 53 ELTIFs, die gemäß ELTIF-Register der Europäischen Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde ESMA bis Ende Dezember 2021 bei einer lokalen europäischen Aufsichtsbehörde registriert wurden

Bislang Beschränkung auf vier lokale Aufsichtsbehörden

oder von den Asset Managern gemeldet wurden und in der aktiven Vermarktung sind¹. Angeboten werden diese von 31 verschiedenen Asset Managern².

Seit 2015 wurden ELTIFs bei vier Aufsichtsbehörden registriert: bei der Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) in Luxemburg, bei der Autorité des Marchés Financiers (AMF) in Frankreich, bei der Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (Consob) in Italien und bei der Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) in Spanien. 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.

Abbildung 1: Registrierung der ELTIFs nach Aufsichtsbehörde



Quelle: ESMA und eigenes Research, erstellt von Scope; Stand: 31.12.2021

Mit 23 derzeit aktiv vermarkteten ELTIFs wurden die meisten Produkte bei der CSSF registriert. Insgesamt neun der dort registrierten Produkte wurden nicht nur in einem Land vertrieben, sondern mit Hilfe des Passportings in mehreren Ländern vermarktet.

Bei der AMF wurden mit 18 ELTIFs die zweitmeisten Produkte registriert. Auch hiervon werden viele Produkte (sechs) nicht nur in Frankreich, sondern in mehreren Ländern vertrieben.

Zehn ELTIFs wurden bei der CONSOB in Italien registriert, zwei ELTIFs in Spanien bei der CNMV. Die dort registrierten Produkte wurden jeweils nur in Italien bzw. Spanien zum Vertrieb angemeldet.

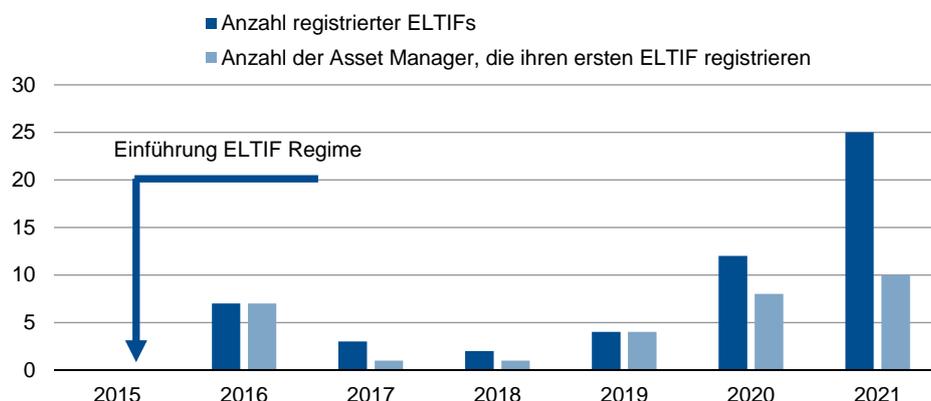
Hohe Dynamik seit 2020

Schaut man sich die Anzahl der registrierten ELTIFs und die zugehörigen Asset Manager im Zeitablauf an, so ist deutlich zu erkennen, dass nach wenigen Registrierungen zwischen 2016 und 2019 seit 2020 deutlich mehr ELTIFs registriert wurden. Diese Dynamik spiegelt sich auch in vielen Gesprächen mit Banken und Drittanbietern wie Fondsplattformen wider, wo der ELTIF erst in den vergangenen sechs bis 18 Monaten ein praxisrelevantes Thema geworden ist.

¹ ELTIFs eines Asset Managers, die derselben Strategie unterliegen, aber aus prospekttechnischen Gründen als mehrere ELTIFs registriert wurden, wurden als ein ELTIF gezählt. Damit reduziert sich die Anzahl der ELTIFs des ESMA-Registers per Ende 2021 von 57 auf 51 Produkte. Im nächsten Schritt wurden die Produkte gestrichen, die nur registriert, aber noch nicht vermarktet wurden (drei) und die Produkte hinzugefügt, die von Asset Managern gemeldet wurden, aber nicht auf der ESMA-Seite geführt sind (fünf).

² Verschiedene Asset Manager eines Konzerns wurden als ein Asset Manager gezählt.

Abbildung 2: Anzahl neuer ELTIFs im Zeitablauf



Quelle: ESMA und eigenes Research, erstellt von Scope; Stand: 31.12.2021

ELTIF-Markt 7,2 bis 7,7 Mrd. Euro groß

Der Studie liegen Daten für 43 der insgesamt 53 registrierten ELTIFs vor. Die Informationen stammen von den Asset Managern, von externen Datenanbietern wie Bloomberg oder sind öffentlich im Internet verfügbar. In diesen 43 ELTIFs wurde bis Ende 2021 ein **Volumen in Höhe von 7,0 Mrd. Euro** platziert³.

Für die restlichen zehn Produkte liegen keine Informationen zum platzierten Vermögen vor⁴, so dass für sie das platzierte Volumen bis Ende 2021 geschätzt wurde. Unter Berücksichtigung dieser Abschätzung liegt die Größe des ELTIF-Markts in Europa wahrscheinlich im Bereich **zwischen 7,2 und 7,7 Mrd. Euro per Ende 2021**.

Schätzung liegt deutlich über bisherigen Prognosen

Das geschätzte Marktvolumen von 7,2 bis 7,7 Mrd. Euro ist immer noch nur ein kleiner Anteil des Markts aller Alternative Investment Fonds (AIFs) in Europa, den die ESMA per Ende 2020 auf 6,8 Bio. Euro taxiert⁵. Allerdings liegt die aktuelle Scope-Schätzung deutlich oberhalb der jüngsten Schätzung der ESMA, wonach per April 2021 nur 2,4 Mrd. Euro in ELTIFs platziert wurden⁶.

Die Abweichung der Zahlen ist dabei vermutlich auf zwei Faktoren zurückzuführen: Zum einen hat der ELTIF-Markt gerade innerhalb der vergangenen zwölf Monate eine große Dynamik entwickelt, so dass ein Teil der Abweichung allein darauf zurückzuführen ist, dass die Scope-Schätzung acht Monate später durchgeführt wurde als die der ESMA. Es ist allerdings anzunehmen, dass allein die zeitliche Komponente den großen Unterschied nicht erklären kann. Da die nationalen Aufsichtsbehörden zumindest zurzeit noch nicht dazu verpflichtet sind, die platzierten Volumina der ESMA mitzuteilen, ist davon auszugehen, dass die Daten einiger Produkte der ESMA nicht zugeliefert wurden und so nicht erfasst werden konnten.

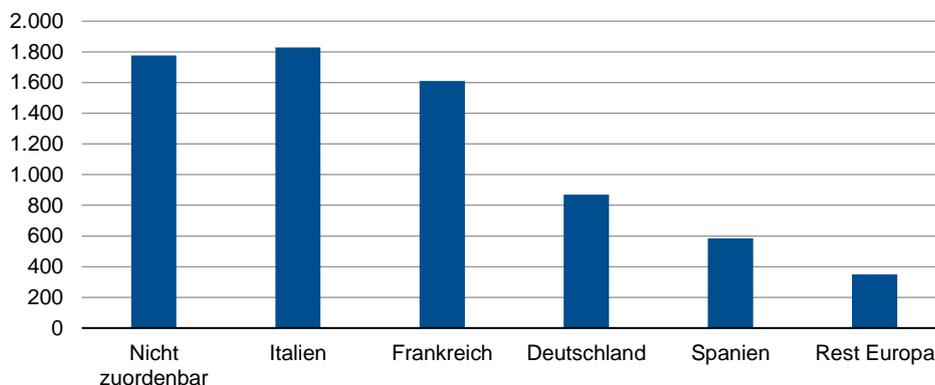
³ Für 33 Produkte von 16 verschiedenen Asset Managern liegen Detailinformationen zum platzierten Volumen vor. Grundsätzlich mitgewirkt an der Studie haben 19 Asset Manager.

⁴ Vier Produkte befinden sich noch in der Zeichnungsphase, und die zugehörigen Asset Manager kommunizieren keine Zahlen während der Zeichnungsphase. Bei sechs Produkten haben die zugehörigen Asset Manager nicht an der Scope-Umfrage teilgenommen und auch im Internet oder bei Bloomberg waren keine Informationen verfügbar.

⁵ European Commission, Commission Staff Working Document, Impact Assessment Report, Seite 8, Quelle <https://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=SWD:2021:0342:FIN:EN:PDF> (25.11.2021)

⁶ European Commission, Commission Staff Working Document, Impact Assessment Report, Seite 6, Quelle <https://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=SWD:2021:0342:FIN:EN:PDF> (25.11.2021)

Abbildung 3: Regionale Aufteilung des ELTIF-Markts in Europa



Quelle: Scope, eigene Berechnungen; Stand: 31.12.2021

Italien größter ELTIF-Markt

Das platzierte ELTIF-Volumen ist regional ungleichmäßig verteilt⁷. Mit einem platzierten Volumen von 1,83 Mrd. Euro ist **Italien** der größte ELTIF-Markt in Europa. Hier wurden bislang 28 ELTIFs angeboten. Geprägt ist die Nachfrage in Italien vor allem von Privatanlegern mit vergleichsweise kleinen durchschnittlichen Absatzzahlen pro Kunde von weniger als 100.000 Euro.

Steuerliche Anreize stärken den Vertrieb

Einer der Treiber sind steuerliche Anreize für Produkte, die nach bestimmten Vorgaben entweder in die italienische Wirtschaft oder in Innovationen investieren. Bei diesen sogenannten PIR-compliant-Produkten („Piani Individuali di Risparmio“ – individueller Pensionsplan) profitieren in Italien ansässige Privatpersonen von einer gesetzlich vorgesehenen Befreiung bei der Kapitalertragssteuer (normalerweise 26%) und bei der Erbschaftsteuer, sofern eine Mindesthaltedauer von fünf Jahren eingehalten wird. Zusätzlich war es bis Ende 2021 unter bestimmten Umständen und bis zu gewissen Grenzen möglich, für Kapitalverluste Steuergutschriften zu erhalten. Viele der in Italien vertriebenen ELTIFs qualifizieren sich als PIR-compliant und bieten den italienischen Privatkunden somit steuerliche Anreize.

Weitere Gründe, die den Vertrieb von ELTIFs gerade im Vergleich zum deutschen Markt erleichtern, sind zum einen der Umstand, dass bei großen italienischen ELTIF-Anbietern wie Azimut, die bis Ende 2021 bereits sechs ELTIFs in der Vermarktung hatten, Produkt und Vertrieb in einer Hand liegen. Zum anderen ist der relevante Markt auf der Abwicklungsseite weniger fragmentiert als in Deutschland und wird von Anbietern wie BNP Paribas Securities Services und Allfunds dominiert, die ELTIFs grundsätzlich abwickeln können. Positiv wirkt sich auf den Vertrieb von ELTIFs in Italien sicher auch aus, dass der italienische Markt angesichts einer Vielzahl von Finanzberatern als grundsätzlich sehr vertriebsstark in Europa gilt.

Frankreich von professionellen Investoren dominiert

Zweitgrößter ELTIF-Markt in Europa ist **Frankreich** mit 1,61 Mrd. Euro. Eine Besonderheit des französischen Markts ist, dass von den 24 dort angebotenen Produkten 15 nur an professionelle Kunden vertrieben werden dürfen. Zudem hat der ELTIF-Markt in Frankreich die längste Historie in Europa. Bereits 2016 und 2017 haben Asset Manager wie Amundi, BNP, Meridiam, October und Turenne ELTIFs an den Markt gebracht, die allerdings ausschließlich für professionelle Investoren aufgelegt wurden.

Die Entwicklung wurde dabei von zwei Faktoren maßgeblich beeinflusst. Zum einen gab das ELTIF-Vehikel zum damaligen Zeitpunkt regulatorische Sicherheit bei der Eigenkapitalunterlegung von Private-Equity-Investments für Unternehmen, die der Solvency-II-

⁷ Die im Folgenden genannten Schätzungen zu Marktgrößen basieren auf den Produkten, für die Detaildaten für diese Studie vorlagen.

Richtlinie unterliegen, wie Versicherungen und Rückversicherungen⁸. Gleichzeitig gab es im Zusammenwirken der ELTIF-Regulierung mit der allgemeinen Regulierung der AMF für französische Investoren weitere Vorteile in Bezug auf die Transparenzanforderungen beim Reporting.

Neben diesem regulatorischen Aspekt stellte der ELTIF das einzige Vehikel dar, das flexible Investitionen in Direktkredite ermöglichte. Dies wirkte sich positiv auf die Entwicklung von Private-Debt-ELTIFs aus. So hat die Gesellschaft October bereits 2016 den ersten Crowd-Funding-ELTIF aufgelegt. Auch der mit 1,3 Mrd. Euro bislang größte ELTIF, der Meridiam Infrastructure Europe III, wurde bereits 2016 aufgelegt⁹.

Weitere Besonderheit des französischen Markts: Unter bestimmten Bedingungen ist es möglich, im Rahmen von Versicherungsmänteln Investitionen in ELTIF zu tätigen. So können französische Kleinanleger bereits bis zu 10% eines Versicherungsvertrags in einen ELTIF investieren. Professionellen Investoren können sogar bis zu 50% des Vertrags in ELTIFs investieren, wobei die Grenze bei 10% ihres Vermögens liegt.

Deutschland auf Rang 3

In **Deutschland** wurden bis Ende 2021 ca. 870 Mio. Euro in ELTIFs abgesetzt, wovon knapp 590 Mio. Euro auf den klimaVest der Commerz Real entfallen. Der klimaVest investiert als Impact-Fonds (Artikel 9 der EU-Offenlegungsverordnung) in erneuerbare Energieanlagen und nachhaltige Infrastruktur. Der Fonds bietet Investoren bis zu einem gewissen Volumen eine tägliche Liquidität und nimmt damit eine Sonderstellung unter den ELTIFs ein, die in der Regel geschlossene Produkte mit keiner oder nur gelegentlicher Liquidität sind.

Private-Wealth-Einheiten als Vertriebskanal Nummer 1

Die restlichen ca. 280 Mio. Euro wurden vor allem durch Private-Wealth-Einheiten in Großbanken platziert. Erstes Produkt am Markt in Deutschland war 2018 der Direct Equity ELTIF von Partners Group, der innerhalb des Private-Wealth-Segments der Deutschen Bank vertrieben wurde. Mittlerweile hat der Private-Wealth-Bereich der Deutschen Bank nach dem Ende der Zeichnungsphase des Private Equity Opportunities ELTIFs von BlackRock mit dem Private Infrastructure Opportunities von BlackRock den dritten ELTIF im Vertrieb. Auch die UBS hat für ihr Private Banking in Deutschland mit dem Private Markets ELTIF von Partners Group zurzeit einen ELTIF im Angebot¹⁰. Außerdem wurden innerhalb des HVB-Netzwerks in Deutschland mit dem Firstlight Middle Market von Muzinich und dem Leveraged Loans Europe von Amundi bereits zwei Private-Debt-ELTIFs vertrieben. Auf die Besonderheiten des deutschen Markts wird im nächsten Abschnitt im Detail eingegangen.

Privatanleger auch in Spanien stark vertreten

Viertgrößter ELTIF-Markt ist mit 580 Mio. Euro **Spanien**. Hier wird der Markt ähnlich wie in Italien von Retail-Produkten dominiert, doch auch professionelle Investoren sind investiert. Insgesamt wurden bislang 17 ELTIFs in Spanien zum Vertrieb angeboten, davon sechs zum vorwiegenden oder ausschließlichen Vertrieb in Spanien. In Bezug auf die Assetklassen dominieren Private-Debt-Produkte, die von Asset Managern wie Oquendo, Muzinich oder Talde angeboten wurden. Nachdem es anfangs Unklarheiten zur steuerlichen Behandlung von ELTIFs in Spanien gab, gibt es nach aktuellem Recht keinen aktiven steuerlichen Nachteil beim Erwerb eines ELTIFs, allerdings weisen andere AIF-Vehikel zum Teil steuerliche Vorteile auf (Steuerstundung).

Weitere Länder, in denen ELTIFs mit gewissem Volumen aktiv vertrieben wurden, sind gemäß den Scope vorliegenden Daten Luxemburg, Schweden, Niederlande, Belgien, Österreich und Finnland (Reihenfolge entsprechend den Detaildaten zum Absatzvolumen).

⁸ Sofern Private-Equity-ELTIFs als langfristiges Kapitalinvestment („long term equity investment“) anerkannt wurden, unterlagen die Produkte einer regulatorischen Kapitalbelastung in Höhe von 38%, während für andere Private-Equity-Vehikel Unklarheit darüber herrschte, ob sie einer regulatorischen Eigenkapitalunterlegung von 49% unterliegen.

⁹ Dieses Produkt fließt in der Datenauswertung nur anteilig in die in Frankreich platzierten Volumina ein, da es global vertrieben wurde.

¹⁰ Rein rechnerisch wird das Volumen dieses Produkts der Schweiz zugeschlagen, da die UBS abwicklungstechnisch als ein Schweizer Kunde aufgesetzt ist.

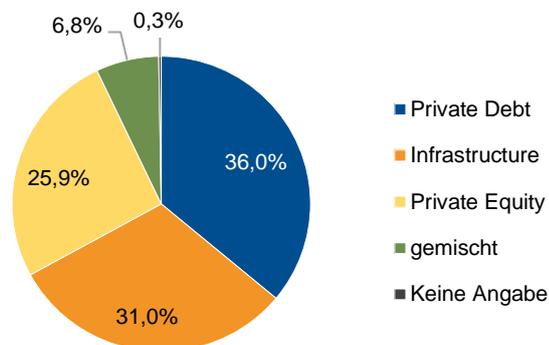
Mit einem entsprechenden Notifizierungsprozess können ELTIFs auch **außerhalb der EU** vertrieben werden. So wurden beispielsweise einige Produkte an Privatkunden in der Schweiz vertrieben. Zudem wurden gerade die französischen ELTIFs, die nur für professionelle Investoren zugelassen sind, teilweise auch außerhalb von Europa in den USA oder in Asien vertrieben. Hierzu liegen allerdings keine Detaildaten vor.

Für ein platziertes Volumen in Höhe von 1,77 Mrd. Euro liegen keine Detailinformationen der Asset Manager vor, in welchen Ländern die Produkte vertrieben wurden.

Private Debt volumenstärkste Assetklasse

Bei der **Aufteilung nach Assetklassen** dominiert die Kategorie Private Debt mit 2,53 Mrd. Euro bzw. 36,0% platziertem Volumen in insgesamt 16 Produkten. Zweitstärkste Assetklasse ist mit 2,17 Mrd. Euro bzw. 31,0% die Kategorie Infrastruktur, zu der allerdings nur acht Produkte gehören. Hier fällt ins Gewicht, dass viele ELTIFs, die nur für professionelle Investoren zugelassen wurden, in Infrastruktur investieren (u.a. der oben genannte größte ELTIF von Meridiam). Rund 1,82 Mrd. Euro bzw. 25,9% sind in den 16 Private-Equity-ELTIFs investiert.

Abbildung 4: Aufteilung des ELTIF-Markts nach Assetklassen



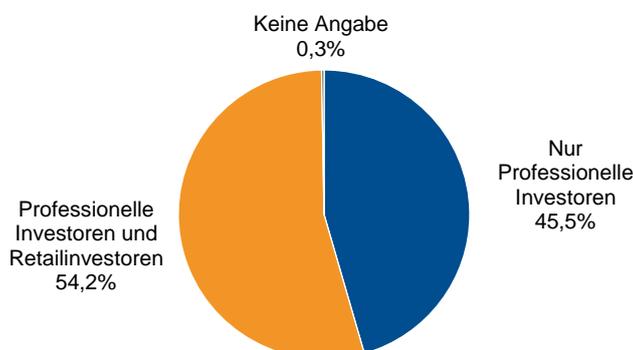
Quelle: Scope, eigene Berechnungen; Stand: 31.12.2021

Von neun Produkten, die in mehrere Assetklassen investieren, wurde ein Großteil des Gesamtvolumens von ca. 478 Mio. Euro bzw. 6,8% in Italien vertrieben, da sich viele der PIR-compliant ELTIF-Produkte nicht auf eine Assetklasse beschränken.

Bislang kaum Produkte mit Fokus auf Immobilien

Der Pictet Real Estate Capital Elevation Core Plus ELTIF ist das einzige Produkt der untersuchten Grundgesamtheit, das sich auf die Assetklasse Real Estate fokussiert. Da die Zeichnungsphase für dieses Produkt erst im November 2021 begonnen hat, liegen per Ende 2021 noch keine Detailzahlen zum Produkt vor. Nachdem Amundi einen weiteren ELTIF mit Real-Estate-Fokus Anfang 2022 in die Zeichnung gegeben hat, bleibt abzuwarten, inwiefern sich zukünftig Real Estate als weitere Assetklasse im ELTIF Markt verfestigen kann. Zu drei ELTIFs liegen keine Detailangaben zur Assetklasse vor.

Abbildung 5: Aufteilung des ELTIF-Markts nach Kundengruppen



Quelle: Scope, eigene Berechnungen; Stand: 31.12.2021

Knapp 50% des Marktvolumens in Produkten für Profi-Anleger

Bei Analyse des platzierten Volumens der ELTIFs in Bezug auf die **Kundengruppen** teilt sich der Markt ungefähr hälftig in Produkte auf, die nur an professionelle Investoren vertrieben werden dürfen, und in Produkte, die sich auch an nicht-professionelle Kunden richten: 3,2 Mrd. Euro bzw. 45,5% wurden in ELTIFs für professionelle Kunden platziert, 3,8 Mrd. Euro bzw. 54,2% in Produkten, die an Privatanleger und professionelle Kunden vertrieben wurden. Zur Vermarktung bei professionellen Investoren wurden 15 ELTIFs registriert, zur breiten Vermarktung 35. Zu drei ELTIFs liegen keine Angaben vor. Während die ersten ELTIFs für professionelle Investoren bereits 2016 von französischen Anbietern aufgelegt und vertrieben wurden, wurde der erste auch für Privatanleger zugängliche ELTIF 2017 von Partners Group vermarktet.

Vor dem Hintergrund des hohen Volumenanteils von ELTIFs, die sich ausschließlich an professionelle Investoren wenden, ist auch die aktuelle Diskussion in der Gesetzesnovelle zu verstehen. Danach soll zukünftig bei den Anforderungen an ELTIFs unterschieden werden, ob Produkte nur an professionelle Investoren oder auch an nicht-professionelle Investoren vertrieben werden können.

Bei Betrachtung der Mindestzeichnunggröße bieten 29 der untersuchten ELTIFs mit Detailangaben eine Mindestinvestitionssumme von weniger als 100.000 Euro an, wovon 19 Produkte mit der kleinstmöglichen Mindestinvestitionssumme von 10.000 EUR operieren. Acht ELTIFs weisen eine Mindestinvestitionssumme zwischen 100.000 Euro und 500.000 Euro auf. Weitere acht Produkte verlangen eine Investitionssumme von mindestens 1 Mio. EUR. Zu acht ELTIFs liegen keine Detailangaben vor.

Rund 2,5 Mrd. Euro mit ESG-Bezug

In ELTIFs mit einem expliziten **ESG-Bezug** wurden bis Ende 2021 2,46 Mrd. Euro platziert. Dazu gehören der mit 1,3 Mrd. Euro größte ELTIF von Meridiam sowie der knapp 600 Mio. Euro schwere klimaVest von Commerz Real, die beide in die Assetklasse Infrastruktur fallen. Nachdem Turenne schon einen nachhaltigen Private-Equity-ELTIF für professionelle Investoren aufgelegt hat, offeriert Mirova seit Ende 2021 mit dem Mirova Environment Acceleration Capital einen ersten nachhaltigen Private-Equity-ELTIF (Artikel 9 der EU-Offenlegungsverordnung), der auch von Privatinvestoren gekauft werden kann. Insgesamt weisen elf Produkte einen ESG-Bezug auf, wobei sieben davon explizit erwähnen, dass sie als Produkte nach den Artikeln 8 oder 9 der EU-Offenlegungsverordnung geführt werden.

In Bezug auf die **Kostenstruktur** sind ELTIFs deutlich günstiger als herkömmliche Beteiligungsmodelle in Private-Markets-Strategien wie Dachfonds. Die jährlichen Managementgebühren der Anteilsklassen mit vergleichsweise kleiner Mindestinvestitionssumme von weniger als 100.000 Euro liegen zwischen ca. 0,95% und 2,5%. Dabei weisen

Private-Debt-Strategien in der Regel angesichts von geringeren Ertragserwartungen niedrigere Managementgebühren auf als Private-Equity-Strategien. Viele ELTIFs haben neben einer fixen Managementgebühr auch eine Erfolgsgebühr, die zwischen 10 und 20% über einer vordefinierten Hurdle Rate liegt. Die Hurdle Rate wird bei Private-Equity-Produkten typischerweise bei 7-8% fixiert, bei gemischten Strategien ist sie niedriger. Einige wenige Produkte weisen auch benchmarkbezogene Erfolgsgebühren auf. Bei einigen Produkten kann zudem ein Ausgabeaufschlag erhoben werden, der meist bis zu 2% oder 3% ausmacht.

Private Debt mit kürzeren Laufzeiten als Private Equity

Bei den **Laufzeiten** haben die Private-Debt-Produkte in der Regel eine vergleichsweise kurze Laufzeit von fünf bis acht Jahren. Private-Equity-Strategien verfügen typischerweise über eine Laufzeit zwischen acht und elf Jahren. ELTIFs, die in Real Estate und Infrastruktur investieren, kommen mit den längsten Laufzeiten daher. So weist z.B. der Real Estate Capital Elevation Core Plus ELTIF von Pictet eine Laufzeit von 30 Jahren auf, die Infrastruktur-ELTIFs von Meridiam bzw. Generali laufen über 25 bzw. 35 Jahre, der klimaVest weist sogar eine Laufzeit bis 2070 auf. Ganz neu am Markt ist der Real Estate ELTIF REALTI von Amundi, der eine Laufzeit von 99 Jahren hat.

Alle langlaufenden Strukturen, die auch an Privatanleger vertrieben werden, sehen dabei die Möglichkeit einer vorzeitigen Rückgabe vor. So kann der Real Estate Capital Elevation Core Plus von Pictet nach einer Mindesthaltedauer von fünf Jahren vorzeitig zurückgegeben werden. Der Amundi Real Estate ELTIF sieht unter bestimmten Bedingungen eine monatliche Liquidität ab 2023 vor. Am flexibelsten ist der klimaVest der Commerz Real, der eine tägliche Handelbarkeit in bestimmten Größenordnungen vorsieht.

Warum ist der ELTIF Markt so verhalten gestartet?

Die Auswertung der Marktdaten zeigt, dass ELTIFs immer intensiver genutzt werden. Gleichwohl gibt eine Reihe von Hürden, die überwunden werden müssen und die Verbreitung der neuen Fonds erschweren.

Rechtliche Anforderungen als große Hürde für Asset Manager

Hürden auf der Anbieterseite

An erster Stelle stehen die rechtlichen Herausforderungen auf Seiten des Anbieters. Zum einen stellt das ELTIF-Regime sehr strenge Anforderungen, die viele Portfolios und Asset Manager nicht erfüllen. So müssen nach der Investitionsphase mindestens 70% des Kapitals eines ELTIFs in Sachwerte, Infrastruktur, Beteiligungen oder Finanzierungen investiert sein. Knackpunkt ist meist die Vorgabe, dass ein ELTIF direkt in die Vermögensgegenstände investieren muss und Dachfondskonstruktionen nicht erlaubt sind.

Um die Anforderungen an die Anbieter zu lockern, plant die EU in ihrer Novelle, Dachfondskonstruktionen zu erlauben, allerdings nur bis zu einem Anteil von 40%. Zudem soll eine Master-Feeder-Struktur möglich sein, wobei der Master gemäß dem ersten Entwurf der Gesetzesnovelle auch ein ELTIF sein muss. So sollen mehr Asset Manager zukünftig in die Lage versetzt werden, einen ELTIF aufzulegen. Daneben will die Gesetzesnovelle Interpretationsspielräume ausräumen, die sich bei der Auslegung des 2015 erstellten ELTIF-Regimes in der Praxis gezeigt haben (z.B. in Bezug auf die regionalen Investitionsanforderungen), und so für Klarheit sorgen.

Insgesamt erfordert das Aufsetzen des ersten ELTIFs für einen Asset Manager lange Vorlaufzeiten. So haben beispielsweise BlackRock und Commerz Real zwischen ein und zwei Jahren Vorbereitungszeit investiert, bevor sie ihren ersten ELTIF an den Markt bringen konnten. Neben der Aufsetzung und Genehmigung des Prospekts müssen operationale Themen wie die Abwicklung des Produkts geklärt werden. Sofern Drittanbieter wie Fondsplattformen involviert sind, müssen gegebenenfalls Verträge angepasst werden. Es

Angebot und Vertrieb liegen oft nicht in einer Hand

zeigt sich, dass bei weiteren Produkten der Abstimmungsprozess in Folge von Lernprozessen deutlich abnimmt.

Zudem muss das Produkt mit den potenziellen Nachfragern abgestimmt werden. Hier zeigt sich, dass vor allem in Deutschland für die meisten Produkte mit einem Ankerkunden zusammengearbeitet wird. Dies hat für den Asset Manager den Vorteil, dass er eine gewisse Sicherheit in Bezug auf ein Mindestabsatzvolumen hat. Gerade in Deutschland fällt der Abstimmungsbedarf verstärkt ins Gewicht, da es – abgesehen von der Commerzbank mit der Commerz Real als Tochtergesellschaft – keinen typischen Private Markets Asset Manager gibt, der gleichzeitig über ein signifikantes Vertriebsnetz in Deutschland verfügt. Angebot und Vertrieb liegen somit nicht in einer Hand. Dies ist zum Teil in Ländern wie Italien oder Frankreich anders.

Hürden auf der Nachfrageseite – eine deutsche Perspektive

Auf Nachfrage in Private-Banking-Einheiten, warum der ELTIF in Deutschland im Vergleich mit Italien und Frankreich so verhalten gestartet ist, bekommt man eine Vielzahl von Antworten.

Zum einen haben gerade deutsche Anleger in der Finanzmarktkrise mit geschlossenen Fonds hohe Verluste erlitten. Infolgedessen hatten sich einige Private-Banking-Einheiten und damit auch die zugehörigen Privatkunden aus dem Bereich der geschlossenen Beteiligungen verabschiedet. Grundsätzlich herrscht nach wie vor bei vielen deutschen Privatkunden eine gewisse Skepsis gegenüber geschlossenen Beteiligungen.

Komplexe Abwicklung hinderlich für Vertrieb

Zum anderen ist die Abwicklung von ELTIFs meist komplex und mit hohem manuellem Aufwand verbunden. Konkret ist der ELTIF für die Abwicklungs- und Fondsplattformen ein neues Produkt, für das Vertrags- und Systemanpassungen notwendig sind. Dies stellt gerade den fragmentierten deutschen Bankenmarkt vor eine besondere Herausforderung. Hier braucht es eine gewisse Zeit und Lerneffekte, bis das Produkt breiter bekannt und abwickelbar ist. So sind beispielsweise viele Banken, die ihre Abwicklung über Drittanbieter durchführen, davon abhängig, dass Produkte im Standardsegment von Vestima, der Fondshandelsplattform von Clearstream, aufgesetzt sind. In der Vergangenheit waren die meisten Produkte nur im Vestima Prime Segment aufgesetzt, der für Banken teilweise gar nicht zugänglich oder aber mit hohen Abwicklungsgebühren verbunden ist. Neuberger Berman hat hier mit seinem ersten NB Direct Private Equity ELTIF einen Meilenstein gesetzt. Das Produkt ist so angelegt, dass es über das Standardsegment von Vestima gehandelt werden kann. Diesem Vorreiterprodukt werden wahrscheinlich viele weitere ELTIFs in Deutschland folgen.

Lockerung des aufwendigen Beratungsprozesses in Aussicht

Hinzu kommt ein relativ aufwendiger Beratungsprozess, da das ELTIF-Regime bislang neben der Geeignetheitsprüfung nach MiFID II eine separate Geeignetheitsprüfung inklusive Vermögens-Check vorsieht. An dieser Stelle besteht immerhin Aussicht auf Erleichterung: Die EU-Novelle sieht vor, dass in Zukunft nur noch eine Geeignetheitsprüfung nötig sein soll. Auch müssen Widerrufsfristen überwacht werden.

Zuletzt fehlen in Deutschland unterstützende steuerliche Anreize wie in Italien, die sich eindeutig positiv auf die Nachfrage nach ELTIFs auswirken.

Der ELTIF-Markt in Deutschland

Bei differenzierter Betrachtung des deutschen ELTIF-Markts zeigt sich das folgende Bild:

Erfolgreicher Vertrieb über Private-Wealth-Einheiten

Private Wealth: In den Private-Wealth-Einheiten der Großbanken ist der ELTIF angekommen und wird erfolgreich vertrieben. Angesichts der besonderen Struktur des Produkts sind Vorlaufzeiten von drei bis sechs Monaten nötig, ehe der Vertrieb starten kann, beim ersten Produkt zum Teil auch länger. Bei den Kunden in diesem Segment wird der

Einführung parallel zum Tagesgeschäft schwierig

exklusiver Zugang zu Private-Markets-Strategien, die bislang institutionellen Kunden vorbehalten waren, und der damit einhergehende Diversifikationseffekt für das Portfolio geschätzt. Gleichzeitig stellt die fehlende Liquidität während der Laufzeit des Produkts in diesem Kundensegment kein Problem dar. Typischerweise sind diese Produkte mit hohen Mindestinvestitionssummen von z.B. 125.000 Euro ausgestaltet und verfügen wie ELTIFs für institutionelle Kunden über mehrere Kapitalabrufe, die sogenannten Capital Calls¹¹. Dabei haben Großbanken den Vorteil, dass sie die Transaktionen intern abwickeln und damit nicht von externen Dienstleistern abhängig sind, die wie oben geschildert zum Teil noch Schwierigkeiten haben, die Produkte über ihre Plattformen abzuwickeln.

Außerdem halten Großbanken in der Regel die Kapazitäten vor, um einen Projektverantwortlichen für die Einführung eines ELTIFs abstellen zu können. In der Praxis hat sich gezeigt, dass die begleitende Projekteinführung eines ELTIFs neben dem Tagesgeschäft meist wenig zielführend ist. Dazu sind die Prozesse in Bezug auf Abwicklung und Beratung zu komplex und zum Teil auch mit hohem manuellem Aufwand verbunden. Außerdem können manuelle Prozesse fehleranfällig sein. Kleinteilige Orders im Private-Markets-Segment sind aktuell eben noch die Ausnahme. Die Systeme sind entsprechend nicht auf skalierbare und effiziente Lösungen ausgelegt. Insgesamt steht die Abwicklung des ELTIFs aktuell den Bemühungen der Banken um ein Straight-Through-Processing entgegen.

Bei den Privatbanken jenseits der Großbanken besteht in vielen Häusern grundsätzliches Interesse an der Umsetzung einer Private-Markets-Strategie in Form eines ELTIFs. Allerdings ist die Umsetzung in der Vergangenheit häufig an der Abwicklung gescheitert, da diese Häuser meist auf Drittanbieter in der Abwicklung angewiesen sind, was zu den oben beschriebenen Problemen führt. Hier gibt es aber einige positive Beispiele aus der jüngeren Vergangenheit, wo Asset Manager ihre Produkte bei Drittplattformen aufsetzen konnten und somit ein Vertrieb auch jenseits der Großbanken möglich war. Dies ist auf die zuletzt vermehrte Nachfrage nach dem Produkt ELTIF sowie auf die bereits durchlaufenen Lernprozesse zurückzuführen.

Gehobene Privatkunden: Gerade für das Segment der sogenannten „affluent“ Privatkunden, der gehobenen Privatkunden mit einem Anlagevermögen von mehr als 100.000 Euro, aber unterhalb des Private-Wealth-Segments, ist der ELTIF ein Türöffner für Private Markets, da diese Kundengruppe in der Vergangenheit in der Regel nicht die Möglichkeit hatte, über geschlossene Fonds in Private-Markets-Strategien zu investieren.

Rückzug aus geschlossenen Beteiligungen nach Finanzkrise

Hier erweist sich neben dem Abwicklungsthema häufig als Schwierigkeit, dass viele Banken sich nach der Finanzkrise aus dem Bereich der geschlossenen Beteiligungen zurückgezogen haben und damit kein oder kein aktuelles Know-how bei den Mitarbeitern über Private Markets besteht. Hier müssen erst entsprechende Schulungen durchgeführt werden, was wiederum mit einem zeitlichen Vorlauf einhergeht.

Grundsätzlich sinnvoll lassen sich in diesem Segment Produkte mit einer Mindestinvestitionssumme von bis zu 50.000 Euro vertreiben. Ideal wären noch niedrigere Mindestinvestitionssummen in Höhe von 10.000 Euro oder 20.000 Euro. Dabei bietet sich das Modell der Volleinzahlung an, d.h. Produkte mit nur einem Kapitalabruf, um das Produkt von der Abwicklungsseite nicht zu komplex zu gestalten.

Der klimaVest der Commerz Real ist bislang das einzige Produkt, das in diesem Segment in Deutschland erfolgreich vertrieben wurde. Vorteil bei diesem Produkt ist zum einen, dass Asset Manager (Commerz Real) und Vertrieb (Commerzbank) in einer Hand

¹¹ Hier wird die Gesetzesnovelle klarstellen, dass im Fall von mehreren Kapitalabrufen nur nach dem ersten Kapitalabruf ein Widerruf möglich ist.

Bislang noch kein ELTIF-Vertrieb im öffentlichen Bankensektor

liegen. Zum anderen stellt der klimaVest in gewissem Umfang eine tägliche Liquidität und weist damit nicht die typischen Merkmale eines geschlossenen Fonds auf.

Öffentlicher Bankensektor: In den Private-Banking-Einheiten des öffentlich-rechtlichen Bankensektors (Sparkassen) sowie im genossenschaftlichen Sektor (Volks- und Raiffeisenbanken) wurde bislang zentral noch kein ELTIF vertrieben. Angesichts einer Vielzahl von Beteiligten ist davon auszugehen, dass hier einer Entscheidung ein langer Abstimmungsprozess vorangeht. In Anbetracht der Größe des öffentlich-rechtlichen und genossenschaftlichen Bankensektors in Deutschland wäre das Angebot von ELTIFs in diesem Segment ein weiterer Meilenstein für den deutschen ELTIF-Markt. Nachdem sich zumindest die Union Investment bereits mit dem ELTIF Thema beschäftigt, ist zu erwarten, dass sich hier in absehbarer Zukunft etwas tut.

Unabhängige Vermögensverwalter: Auch im Segment der deutschen unabhängigen Vermögensverwalter ist der ELTIF bislang noch nicht angekommen. Hier beherrschen aktuell noch grundlegende Fragen die Diskussion, welche Voraussetzungen Haftungs-dächer, Finanzanlagenvermittler (§ 34f GewO) oder Finanzdienstleister (§ 32 KWG) für den Vertrieb von ELTIFs erfüllen müssen. Zudem sind die unabhängigen Vermögensverwalter auf externe Dienstleister angewiesen, die wie beschrieben die Abwicklung und Verwahrung von ELTIFs nur zum Teil unterstützen. Als positives Beispiel ist hier die V-Bank zu nennen, die einige der in Deutschland zum Vertrieb zugelassenen ELTIFs abwickeln kann.

ELTIFs passen zum Teil nicht in bestehende Mandatsverträge

Erschwerend kommt gerade in diesem Segment hinzu, dass viele Mandatsverträge nach den Erfahrungen mit geschlossenen Beteiligungen während der Finanzkrise eine Liquidierungsmöglichkeit des gesamten Portfolios innerhalb kürzester Zeit vorsehen. Diese Anforderung erfüllt aktuell nur der klimaVest. Für die anderen ELTIFs ist dies nicht möglich, so dass der Mandatsvertrag bei der Aufnahme dieses Produkts angepasst werden muss. So mancher unabhängige Vermögensverwalter dürfte davor zurückschrecken. Die Thematik der schnellen Liquidierbarkeit des Portfolios beschäftigt nicht nur die unabhängigen Vermögensverwalter. Auch in vielen Mandatsverträgen von Banken ist eine entsprechende Klausel zu finden – insbesondere dort, wo geschlossene Beteiligungen in den vergangenen Jahren nicht mehr betreut wurden.

Auch in diesem Segment liegt großes Potenzial am deutschen ELTIF-Markt, gerade wenn Fondsplattformen und Drittanbieter sich dem ELTIF zunehmend öffnen.

Grundsätzlich positiv dürfte sich auch auswirken, dass sich zurzeit neue externe Dienstleister im europäischen Markt positionieren, um die Abwicklung der ELTIFs zu erleichtern. So sind z.B. BlackRock und das Fintech-Unternehmen iCapital im Sommer 2021 eine Partnerschaft eingegangen, um u.a. für ELTIFs alle Bereiche des Zeichnungs- und Investor-Services-Prozesses inkl. Kapitalabrufen, Ausschüttungen, Übertragungen und Performance-Reporting zu digitalisieren. Im Februar 2022 ist iCapital eine weitere Partnerschaft mit Allfunds eingegangen, mit dem Ziel, den Zugang zu Private Markets zu verbessern.

Selbstentscheider bislang ohne Zugriffsmöglichkeiten

Vermögende Selbstentscheider: Der vermögende Selbstentscheider, der über keine Depotverbindung zu einer Privatbank verfügt oder von einem unabhängigen Vermögensverwalter betreut wird, hat derzeit keine Chance, einen ELTIF zu erwerben – mit Ausnahme des klimaVest, für den es eine digitale Zeichnungstrecke gibt, die auch den Beratungsprozess abdeckt. Externe Fondsplattformen, die die vermögenden Selbstentscheider zur Abwicklung und Verwahrung der ELTIFs nutzen müssten, können den Beratungsprozess (insbesondere Geeignetheitsprüfung inklusive Vermögenscheck) sowie mögliche laufende Überwachungen wie Mindesthaltedauern etc. in der Regel nicht abde-

Institutionelle Kunden schätzen Streuung und Kostenvorteile

cken. Da davon auszugehen ist, dass der ELTIF ein Beratungsprodukt bleiben wird, ist in diesem vermutlich eher kleinen Segment das Potenzial für den ELTIF gering.

Institutionelle Kunden: Jenseits der Privatkundenwelt ist der ELTIF auch bei kleinen und mittleren institutionellen Kunden in Deutschland wie Family Offices, Pensionskassen und Corporates beliebt. Auch wenn diese Kunden in der Regel über die Kapitalbasis verfügen, um direkt in Private-Markets-Beteiligungen ab 5 Mio. Euro oder 10 Mio. Euro investieren zu können, schätzen die Kunden an ELTIFs, dass sie diese mit vergleichsweise kleinen Tranchen zur weiteren Diversifikation des Portfolios einsetzen können. Auch die Depotfähigkeit und Kostenvorteile des ELTIFs gegenüber klassischen Unternehmensbeteiligungen spielen hier eine Rolle. Denn ein großer Vorteil des ELTIF-Regimes liegt darin, dass sich durch das europaweite Passporting die Strukturierungs- und Aufsetzungskosten der Produkte sehr gut skalieren lassen.

Fazit und Ausblick

Anleger wollen Engagement in Alternatives ausbauen

Nach zuletzt renditestarken Jahren am Aktienmarkt ist das Börsenjahr 2022 bereits vor dem Zuspitzen der Ukraine-Krise sehr volatil gestartet. Mit dem Ausbruch des Ukraine-Kriegs sind an den globalen Aktienmärkten signifikante Kursverluste zu verzeichnen. Gleichzeitig sind an den Rentenmärkten nach wie vor nur magere Renditen bei stark gestiegener Inflation zu erwirtschaften. Die im Zuge des Ukraine-Kriegs jüngst stark gestiegenen Energiepreise wirken weiter preistreibend. In diesem Umfeld ist wenig verwunderlich, dass viele institutionelle Kunden ihre Private-Markets-Beteiligungen 2022 weiter ausbauen wollen. Nach einer Umfrage des Finanzdatenanbieters Preqin aus November 2021 wollen 86% der 300 befragten institutionellen Kunden 2022 mindestens genauso viel Geld oder mehr Geld in Alternative Anlagen investieren wie im Vorjahr¹².

Auch gehobene Privatkunden können über ELTIFs von den Rendite- und Diversifikationsvorteilen von Private-Markets-Strategien profitieren. So sieht der auf das Investment Management spezialisierte Strategieberater Indefi ein großes Potenzial im externen Vertrieb von Alternativen Assets an nicht-institutionelle Investoren. Indefi sagt diesem Segment gemäß einer aktuellen Schätzung ein Wachstum von 360 Mrd. Euro (2020) auf 680 Mrd. Euro im Jahr 2025 in Europa voraus. Da viele im Private-Markets-Segment aktive Asset Manager bislang auf institutionelle Kunden fokussiert waren, bietet der ELTIF diesen Gesellschaften Wachstumschancen und eine interessante Möglichkeit zur Kunden diversifikation¹³.

Insgesamt waren Ende 2020 in Europa 6,8 Bio. Euro in Alternativen Investmentfonds (AIFs) investiert. Das geschätzte ELTIF-Marktvolumen von 7,2 bis 7,7 Mrd. Euro ist mit 0,11% immer noch nur ein verschwindend kleiner Anteil des gesamten Markts der geschlossenen Beteiligungen und macht das Potenzial des ELTIF-Markts deutlich.

Dynamik setzt sich 2022 mit vielen neuen Produkten fort

Nach anfänglichen Startschwierigkeiten etabliert sich der ELTIF mehr und mehr im europäischen Private-Banking-Markt und auch bei den Asset Managern. Dies ist sowohl an der Anzahl der registrierten ELTIFs im Zeitablauf als auch an der Anzahl der aktiven Asset Manager zu erkennen. Die von Scope durchgeführte Umfrage zeigt, dass sehr viele Asset Manager, die bereits einen ELTIF im Vertrieb haben oder hatten, an Folgeprodukten arbeiten.

Zudem sind Anfang 2022 einige neue Produkte in den Vertrieb gegangen. So hat zum Beispiel Amundi zwei neue ELTIFs gestartet: das oben beschriebene Real-Estate-Produkt sowie den Amundi ELTIF Private Investment Capital Opportunity, der in Kooperation mit Neuberger Berman aufgelegt wurde. Neuberger Berman ist außerdem mit sei-

¹² Preqin Ltd., 2022, Alternatives in 2022, Seite 6

¹³ Indefi, 2022, Perspectives, Retail Alts: Ready for Prime Time, Seite 1f.

nem zweiten Private-Equity-ELTIF, dem NB Direct Private Equity Fund 2022 ELTIF am Start. Ziel von Neuberger Berman ist es, jedes Jahr einen neuen ELTIF an den Markt zu bringen. Auch Partners Group hat mit dem Direct Equity II ELTIF einen Nachfolger für den Direct Equity aufgelegt. Speziell für Italien hat Azimut mit dem AliCrowd II einen Venture-Capital-ELTIF und mit dem Digital Lending II einen weiteren Private-Debt-ELTIF an den Markt gebracht. Oquendo hat mit dem Senior Debt Fund II einen zweiten ELTIF für den spanischen Markt gestartet.

Nachfrage durch gehobene Privatkunden dürfte steigen

Für den deutschen Markt ist zu vermuten, dass gerade im Segment der gehobenen Privatkunden die Nachfrage nach Private-Markets-Strategien und damit auch nach ELTIFs steigen wird. Die Schulungs- und Lernprozesse bei den Vertriebseinheiten in den Private-Banking-Einheiten setzen nach und nach ein. Gleiches gilt für die bei Abwicklung und Verwahrung involvierten Drittparteien. Zudem positionieren sich neue externe Dienstleister wie die Fintechplattform iCapital im Markt, um die Abwicklung der ELTIFs künftig europaweit zu erleichtern. Die Etablierung von externen Dienstleistern, die Banken dabei unterstützen, den komplexen und manuellen Abwicklungsprozess durch digitale Prozesse zu vereinfachen sowie effizient und skalierbar zu machen, wäre ein entscheidender Beitrag zum Wachstum des ELTIF-Markts.

Inwieweit der in der aktuellen EU-Novelle zum ELTIF diskutierte Wegfall der Mindestinvestitionssumme von 10.000 Euro pro Produkt und der 10-Prozent-Allokationsgrenze bei Vermögen unter 500.000 Euro das Wachstum des ELTIF-Markts befördern kann, bleibt abzuwarten. Letztendlich soll der ELTIF Private-Markets-Strategien für gehobene Privatkunden zugänglich machen. Für dieses Klientel sollte die aktuell vorgesehene Mindestinvestitionssumme von 10.000 Euro ausreichend sein. Ein Massenmarktprodukt stellen Private-Markets-Strategien angesichts ihres langfristigen und illiquiden Charakters ohnehin nicht dar.

Angesichts des Ziels der langfristigen Investition in illiquide Anlagen sieht die ELTIF-Regulatorik grundsätzlich keine vorzeitige Rücknahme von Anteilen vor. Auch wenn einige ELTIFs eine Teilliquidität anbieten, die beispielsweise mit einer Mindesthaltefrist verbunden, mit längeren Kündigungsfristen versehen, in der Höhe begrenzt oder nur gegen Vorfälligkeitsentschädigung gestattet ist, sind die allermeisten Produkte unverkäufliche geschlossene Fonds. Für einen typischen Private-Wealth-Kunden stellt die fehlende Liquidierungsmöglichkeit während der Laufzeit in der Regel kein Problem dar. Von den gehobenen Privatkunden wird hingegen die Illiquidität der allermeisten ELTIF-Produkte zum Teil als Einschränkung empfunden.

Sekundärmarkthandel positiv für Marktentwicklung

Für das Wachstum im Bereich der gehobenen Privatkunden wäre es deshalb von Vorteil, wenn es einen Sekundärmarkt für ELTIFs geben würde, z.B. auf monatlicher oder quartalsweiser Basis. Die bis zu einem gewissen Volumen tägliche Handelbarkeit ist neben der nachhaltigen Komponente sicher einer der Haupterfolgskriterien des klimaVest von Commerz Real. Grundsätzlich ist zu erwarten, dass sich bei ausreichend ausstehendem Volumen ein Sekundärmarkthandel entwickelt, ähnlich wie bei herkömmlichen geschlossenen Fonds. Da der ELTIF ein europäisches Regime darstellt, spricht einiges dafür, auch den Sekundärmarkthandel europaweit zu organisieren.

Zudem wird im Rahmen der EU-Gesetzesnovelle diskutiert, ob bei den ELTIFs erstmals ein sogenanntes Qualified Matching eingeführt werden soll, bei dem Zeichnungs- und Liquidierungswünsche direkt innerhalb des Fonds einander gegenübergestellt werden können, sozusagen als Sekundärmarkt innerhalb eines ELTIFs. Vorteil dieser Variante wäre, dass die Abrechnung zum NAV des Fonds erfolgen würde, während sich im Sekundärmarkthandel häufig Angebot und Nachfrage bei einem deutlichen Kursabschlag vom NAV treffen.

Nationale steuerliche Anreize als potenzielle Wachstumstreiber

Spannend in diesem Zusammenhang ist auch die Frage, inwiefern im Rahmen der Digitalisierung der Finanzindustrie neue Technologien wie Blockchain und die Tokenisierung von Vermögenswerten die Abwicklung erleichtern bzw. einen Sekundärmarkthandel ermöglichen und damit langfristig zum Wachstum des ELTIF-Markts beitragen können.

Ein weiterer großer Treiber für das Wachstum des ELTIF-Markts wären Anpassungen in den Steuergesetzen europäischer Länder, um mit nationalen steuerlichen Anreizen langfristige Investments in Sachwerte und Infrastruktur zu fördern. Der Erfolg des ELTIFs in Italien ist hierfür das beste Beispiel. Auch das Beispiel aus Frankreich, wonach ELTIFs in Versicherungsmäntel gekauft werden können, ist ein interessanter Baustein, um steuerlich optimiert Investitionen in ELTIFs zu ermöglichen.

Gerade auch im Hinblick auf die politischen Ambitionen zur Unterstützung der Wirtschaft auf dem Weg zu einer CO₂-neutralen Gesellschaft (Stichwort European Green Deal) erscheint der ELTIF als Vehikel für Sachinvestitionen und Infrastruktur geeignet, das sich insbesondere in Kombination mit nationalen steuerlichen Anreizen als schlagkräftiges Instrument erweisen könnte.

Insgesamt spricht vieles dafür, dass sich die zuletzt beobachtete Dynamik am ELTIF-Markt weiter fortsetzen wird: Es besteht zum einen ein immenser Bedarf an der Finanzierung von langfristigen Investitionen. Zum anderen sollte im aktuellen Marktumfeld mit volatilen Aktienmarkt und immer noch vergleichsweise niedrigen Renditen am Rentenmarkt die Nachfrage nach Alternativen Anlagen steigen. Dies spiegelt sich auch in der Vielzahl der neuen Produkte wider, die zuletzt registriert wurden, in die Vermarktung gestartet oder noch in Planung sind. Bestärkt würde dieses Wachstum durch die Etablierung von digitalen, skalierbaren Prozessen auf der Abwicklungsseite, die die aktuell noch komplexe und manuelle Abwicklung von ELTIFs signifikant vereinfachen.

Dreiteilung des ELTIF-Markts erwartet

Langfristig zeichnet sich nach Einschätzung von Scope eine Dreiteilung des Markts ab:

- Ein Segment für professionelle Investoren mit einer gemäß der EU-Gesetzesnovelle vereinfachten Regulatorik im Vergleich zu Produkten, die auch für Privatanleger zugänglich sind.
- Ein Segment für Private-Wealth-Kunden, in dem wie bei klassischen Private-Markets-Produkten keine Liquidität während der Laufzeit gegeben ist und im Gegenzug die typische Illiquiditätsprämie von illiquiden Anlagen erzielt werden kann.
- Ein Segment für gehobene Privatkunden, das über vergleichsweise kleine Mindestinvestitionssummen zwischen 10.000 Euro und 50.000 Euro sowie über eine gewisse Teilliquidität während der Laufzeit der Produkte verfügt. Da für dieses Liquiditätsmanagement ein Teil des Fondsvolumens in liquide Instrumente investiert werden muss, wird die klassische Private-Markets-Strategie in diesem Segment in einem gewissen Umfang verwässert.

Nachdem die Mehrzahl aller ELTIFs erst eine sehr kurze Historie aufweist, verzichtet Scope an dieser Stelle auf eine Analyse der Performance der Produkte. Dieses Thema soll Gegenstand einer zukünftigen ELTIF-Studie werden, um noch mehr Transparenz in den jungen Markt zu bringen.

Anhang: Zusammenstellung der in die Studie eingeflossenen ELTIFs

Aufsichtsbehörde	Asset Manager	Name des ELTIFs	In welchen Ländern vertrieben
Private Debt			
CSSF	AMUNDI ASSET MANAGEMENT SAS	AMUNDI SENIOR IMPACT DEBT IV	AT, BE, DE, DK, ES, FI, FR, IT, LU, NL, NO, SE
CSSF	AMUNDI LUXEMBOURG S.A.	AMUNDI ELTIF LEVERAGED LOANS EUROPE	AT, DE, ES, FR, IT
CSSF	AZIMUT INVESTMENTS S.A.	DIGITAL LENDING	IT
CSSF	AZIMUT INVESTMENTS S.A.	CAPITAL SOLUTIONS	IT
AMF	BNP PAM	BNP PARIBAS EUROPEAN SME DEBT FUND	FR, LU, BE
CSSF	MUZINICH & CO. (IRELAND) LIMITED	MUZINICH TARGET LOANS 2025	IT
CSSF	MUZINICH & CO. (IRELAND) LIMITED	MUZINICH EUROPEAN LOANS 4 ELTIF SICAV, S.A.	ES
CSSF	MUZINICH & CO. (IRELAND) LIMITED	MUZINICH FIRSTLIGHT MIDDLE MARKET ELTIF	AT, DE, ES, FR, IT
AMF	OCTOBER FACTORY	OCTOBER ITALIAN SME FUND 1	FR, BE, DE, ES, IT, NL
AMF	OCTOBER FACTORY	OCTOBER SME IV	FR, BE, DE, ES, IT, NL
AMF	OCTOBER FACTORY	OCTOBER SME II	
AMF	OCTOBER FACTORY	OCTOBER SME III	
CSSF	QUENDO CAPITAL SGEIC S.A.	QUENDO IV ELTIF	ES
CSSF	PARTNERS GROUP (LUXEMBOURG) S.A.	PARTNERS GROUP PRIVATE MARKETS CREDIT STRATEGIES 2017	AT, DE, DK, ES, FI, IT, SE
CNMV	TALDE GESTIÓN, SGEIC, S.A.	TALDE DEUDA ALTERNATIVE	ES
AMF	TIKEHAU INVESTMENT MANAGEMENT	ELTIF TIKEHAU DIRECT LENDING	
Private Equity			
AMF	AMUNDI PRIVATE EQUITY FUNDS	AMUNDI ETI MEGATENDANCES	FR
AMF	AMUNDI PRIVATE EQUITY FUNDS	CAA ETI MEGATENDANCES	FR
CSSF	AZIMUT INVESTMENTS S.A.	AZ ELTIF - (subfund) OPHELIA	IT
CSSF	AZIMUT INVESTMENTS S.A.	AZ ELTIF - (subfund) PENINSULA TACTICAL OPPORTUNITY	IT
CSSF	AZIMUT INVESTMENTS S.A.	AZ ELTIF (subfund) ALICROWD	IT
CSSF	AZIMUT INVESTMENTS S.A. (former AZ FUND MANAGEMENT S.A.)	PRIVATE EQUITY HIGHPOST	
CSSF	BLACKROCK FRANCE S.A.S.	BLACKROCK PRIVATE EQUITY OPPORTUNITIES ELTIF	BE, DE, DK, EL, ES, FI, FR, IE, IT, LU, MT, NL, PT, SE, NO
CONSOB	CREDEM PRIVATE EQUITY SGR S.P.A.	ELTIFPLUS	IT
CONSOB	EQUITA CAPITAL SGR S.P.A.	EQUITA SMART CAPITAL - ELTIF	
AMF	MIROVA	MIROVA ENVIRONMENT ACCELERATION CAPITAL	
CSSF	NEUBERGER BERMAN AIFM S.À R.L.	NB DIRECT PRIVATE EQUITY ELTIF	LU, BE, DE, DK, ES, FI, FR, IE, IT, NL, PT, SE
CSSF	PARTNERS GROUP (LUXEMBOURG) S.A.	PARTNERS GROUP DIRECT EQUITY 2016	AT, BE, CY, DE, ES, FI, FR, IE, NL, SE
AMF	TIKEHAU INVESTMENT MANAGEMENT	T2 ELTIF ENERGY TRANSITION FUND	FR, ES
AMF	TURENNE CAPITAL PARTENAIRES SA	EMERGENCE ETI	FR
AMF	TURENNE CAPITAL PARTENAIRES SA	CAPITAL SANTE 2	FR, LU, BE, NL
AMF	TURENNE CAPITAL PARTENAIRES SA	NOV RELANCE IMPACT	

Infrastruktur			
CSSF	ADEPA ASSET MANAGEMENT S.A	THOMASLOYD - SUSTAINABLE INFRASTRUCTURE GROWTH FUND	DE
CSSF	BLACKROCK FRANCE S.A.S.	BLACKROCK PRIVATE INFRASTRUCTURE OPPORTUNITIES ELTIF	DE, DK, ES, FI, FR, IT, LU, NL, PT, SE, CZ, EL, PL, IE, BE
CSSF	COMMERZ REAL FUND MANAGEMENT S.A R.L.	KLIMAVEST ELTIF	DE
CONSOB	EURIZON CAPITAL SGR S.p.A.	EURIZON ITALIAN FUND - ELTIF	IT
CONSOB	EURIZON CAPITAL SGR S.P.A.	EURIZON PIR ITALIA - ELTIF	
AMF	GENERALI GLOBAL INFRASTRUCTURE	GF INFRASTRUCTURES DURABLES	
AMF	MÉRIDIAM SAS	MERIDIAM INFRASTRUCTURE EUROPE III SLP	FR
AMF	MIROVA	BTP IMPACT LOCAL	FR
Real Estate			
CSSF	PICTET ALTERNATIVE ADVISORS (EUROPE) S.A.	PICTET REAL ESTATE CAPITAL ELEVATION CORE PLUS ELTIF	
Gemischt			
CONSOB	8A+ INVESTIMENTI SGR S.P.A.	8A+ REAL ITALY - ELTIF	IT
CONSOB	AMUNDI SGR S.P.A.	AMUNDI ELTIF AGRITALY PIR	IT
CONSOB	ANIMA SGR S.P.A.	ANIMA ELTIF ITALIA 2026	IT
CONSOB	ANTHILIA CAPITAL PARTNERS SGR S.P.A.	ANTHILIA ELTIF ECONOMIA REALE ITALIA	IT
CONSOB	HEDGE INVEST SGR S.P.A.	HI ALGEBRIS ITALIA ELTIF	IT
AMF	IDINVEST PARTNERS	IDINVEST ENTREPRENEURS CLUB	ES, LU
CSSF	KAIROS PARTNERS SGR SPA	RENAISSANCE ELTIF	IT
AMF	MANDARINE GESTION	NOVSS - LE FONDS ESS	FR
CSSF	PARTNERS GROUP (LUXEMBOURG) S.A.	PARTNERS GROUP PRIVATE MARKETS ELTIF SICAV	BE, CY, CZ, DE, DK, EL, ES, FI, FR, IE, IT, LU, LI, MT, NL, PL, NO, PT, SE
Keine Angabe			
CSSF	FONDACO LUX S.A.	THE BLOSSOM ELTIF II	Noch nicht in der Vermarktung
CONSOB	PRAMERICA SGR S.P.A.	PRAMERICA ITEX ELTIF	IT
CNMV	SOLVENTIS, SGIIC, S.A.	FONDO DE INNOVACION	ES



Scope Fund Analysis GmbH

Headquarters Berlin

Lennéstraße 5
D-10785 Berlin

Tel. +49 30 27891 0

info@scopeanalysis.com
www.scopeexplorer.com

Frankfurt am Main

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

Tel. +49 69 6677389 0

Nutzungsbedingungen/Haftungsausschluss

© 2022 Scope SE & Co. KGaA und sämtliche Tochtergesellschaften, einschließlich Scope Ratings GmbH, Scope Ratings UK Limited, Scope Fund Analysis GmbH, Scope Investor Services GmbH und Scope ESG Analysis 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.