

# 1. Kapitel

## Einführung

Armin Kammel

**Literatur:** Boué/Kehlbeck/Leonhartsberger, Basiswissen Private Equity<sup>2</sup> (2023); Ciro, The Global Financial Crisis – Triggers, Responses and Aftermath (2016); Dearth/Ku, Getting Started in Alternative Investments (2023); EFAMA, Fact Book<sup>22</sup> (2024); Finkelstein, The Politics of Public Fund Investing – How to modify Wall Street to fit Main Street (2006); Fuchs/Kammel, Derivate im österreichischen Recht – Ausgewählte vertrags- und aufsichtsrechtliche Aspekte, ÖBA 2010, 598; Kammel, UCITS IV – ein weiterer Meilenstein im europäischen Investmentfondsrecht? ÖBA 2009, 565; Kammel, Alternative Investmentfonds Manager-Gesetz (AIFMG) & Co. – Eine erste Bestandsaufnahme, ÖBA 2013, 483; Kammel, AIFMD, AIFMG – leider mehr als (nur) „another European Mess“, ÖBA 2016, 271; Kammel, Einführung in das Bank- und Kapitalmarktrecht<sup>3</sup> (2024); Nesbitt, Private Debt: Yield, Safety, and the Emergence of Alternative Lending<sup>2</sup> (2023); Schweigbauer-Steiner, Derivate und deren Funktionsweise aus ökonomischer sowie rechtlicher Perspektive, ecolex 2021, 196; Scope, Eine neue Zeitrechnung – ELTIF-Studie 2024 (2024); Stern (Hrsg), Praxishandbuch Alternative Investmentfonds –Inklusive Neuerungen durch AIFMD II (2024); Weber/Staub-Bisang/Alfen, Infrastructure as an Asset Class: Investment Strategy, Sustainability, Project Finance and PPP<sup>2</sup> (2016).

### Übersicht

	Rz
I. ELTIF – das neue Alternativfinanzierungsvehikel . . . . .	1.1
A. Eine neue regulatorische Kollektivanlage namens ELTIF . . . . .	1.1
B. ELTIF 1.0 . . . . .	1.5
C. ELTIF 2.0 . . . . .	1.12
II. Marktentwicklungen zum ELTIF . . . . .	1.14
A. Unausgeschöpftes Marktpotenzial . . . . .	1.14
B. Spezifische Marktcharakteristika . . . . .	1.18
C. Spezifische Produktcharakteristika . . . . .	1.22

### I. ELTIF – das neue Alternativfinanzierungsvehikel

#### A. Eine neue regulatorische Kollektivanlage namens ELTIF

Das EU-Rahmenwerk für sog **Europäische Langfristige Investmentfonds** oder bekannter in der englischen Terminologie „European Long-Term Investment Funds“ (ELTIF)<sup>1</sup> gibt den Regelungsrahmen für Kollektivanlagen, die konzeptionell so ausgestaltet sind, dass sie langfristig ausgerichtet, vor allem in Infrastrukturprojekte iW investieren sollen.

<sup>1</sup> Siehe zum ELTIF-Rahmenwerk die am 7. 3. 2023 vom Rat angenommene überarbeitete Version des ELTIF-Rahmenwerks, oftmals als „ELTIF 2.0“ bezeichnet, durch die VO (EU) 2023/606 vom 15. 3. 2023. Dieses ELTIF 2.0-Rahmenwerk ist seit dem 10. 1. 2024 in Geltung.

- 1.2** Die Grundidee dahinter ist offenkundig, denn die teilweise in die Jahr(zehnt)e gekommene öffentliche Infrastruktur ist stark investitionsbedürftig<sup>2</sup> und durch öffentliche Budgets auf Staats-, Landes- oder Gemeindeebene schwerlich finanziert und andererseits hat sich in den letzten beiden Dekaden das private Anlegerinteresse von traditionellen, typischerweise wertpapierbasierten Finanzanlagen in den Bereich der **Alternativanlagen**<sup>3</sup>, verschoben.
- 1.3** Somit ist die im Jahr 2012 erstmals offiziell kommunizierte konzeptionelle Überlegung<sup>4</sup> zur Schaffung solcher regulatorisch kalibrierter Kollektivanlagen in der EU ein durchaus nachvollziehbarer Schritt, der an sich das Potenzial hat, zum „game changer“ des EU-Kollektivanlagenrechts zu werden. Dies lässt sich damit begründen, dass ein derartiges reguliertes Kollektivanlagenvehikel zum **Wachstumsfaktor für die EU-Wirtschaft** und zudem eine ernsthafte **Alternative zur traditionellen Bankenfinanzierung** werden könnte.<sup>5</sup> Hinzu kommt, dass dadurch die Harmonisierungsbestrebungen im EU-Kollektivanlagenrecht weiter vorangetrieben werden können.<sup>6</sup>
- 1.4** Bedeutsam für die Entwicklung des ELTIF ist, dass seit den ersten konzeptionellen Überlegungen des Jahres 2012 bewusst an **langfristige Investments in Infrastruktur**, vor allem in den Ausprägungsvarianten Transport, Energie, Gesundheit und Bildung, gedacht wurde. Denn gerade in diesen Bereichen ist die öffentliche Finanzierungskomponente besonders ausgeprägt und somit sind neue – private – Finanzierungsquellen zunehmend notwendig.<sup>7</sup> Diese konzeptionelle Überlegung ist deshalb bedeutsam, da der EU-Gesetzgeber quasi von Beginn an einem ELTIF gewisse Produkteigenschaften zuordnete:
- Kollektivanlage als Wachstumsfaktor;
  - Generierung stabiler, kontinuierlicher, mit Finanzmärkten nicht-korrelierende Erträge;
  - geringe Liquidität der Kollektivanlage;
  - primärer Fokus auf institutionelle Investoren;

2 Siehe etwa für die USA den interessanten Issue Brief von *Heather Boushey* „Bringing Infrastructure into the 21st Century“ vom 6. 11. 2021 auf der Website des White House, abrufbar unter <https://www.whitehouse.gov/cea/written-materials/2021/11/06/bringing-infrastructure-into-the-21st-century/> (abgefragt 2. 1. 2025) oder die Umfrage der EIB „The state of local infrastructure investment in Europe – EIB Municipalities Survey 2022 – 2023“, abrufbar unter [https://www.eib.org/attachments/lucalli/20230043\\_eib\\_municipalities\\_survey\\_2022\\_en.pdf](https://www.eib.org/attachments/lucalli/20230043_eib_municipalities_survey_2022_en.pdf) (abgefragt 2. 1. 2025).

3 Derartige Alternativanlagen, in der Finanzwissenschaft typischerweise als „Alternatives“ bezeichnet, verstehen sich als Vermögenswerte, die außerhalb des traditionellen Investmentspektrums bestehend aus Aktien, Anleihen und Cash sich befinden, weshalb herkömmlich Private Equity, Privatkredite, Infrastruktur, erneuerbare Energien sowie Immobilien genauso dazuzählen, wie etwa Hedgefonds, Rohstoffe, gewisse Derivatstrukturen oder Distressed Debt. Siehe weiterführend dazu etwa *Dearth/Ku*, Alternative Investments 45ff.

4 Vgl das Konsultationsdokument der Europäischen Kommission: *Europäische Kommission, Consultation Document „Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities (UCITS) – Product Rules, Liquidity Management, Depositary, Money Market Funds, Long-term Investments“*, 26. 7. 2012, [https://ec.europa.eu/finance/consultations/2012/ucits/docs/ucits\\_consultation\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/finance/consultations/2012/ucits/docs/ucits_consultation_en.pdf) (abgefragt 2. 1. 2025).

5 Vgl auch diese Betonung in *Europäische Kommission*, Konsultationsdokument UCITS 15f.

6 Siehe weiterführend dazu etwa *Kammel*, Einführung in das Bank- und Kapitalmarktrecht<sup>3</sup> 240ff.

7 So explizit *Europäische Kommission*, Konsultationsdokument UCITS 16.

- gewisse Investmentoptionen für Retailkunden, wobei das OGAW-Rahmenwerk<sup>8</sup> als Anforderungsmaßstab herangezogen wird.

Betrachtet man die angedachten Produkteigenschaften eines ELTIF genauer, so ergeben sich nicht nur klare Abgrenzungsmerkmale zu traditionell regulierten Kollektivanlagen (vor allem OGAW),<sup>9</sup> sondern auch gewisse Widersprüche, etwa zwischen der geringen Liquidität sowie der grundsätzlichen Investmentoption für Retailinvestoren, da traditionell die EU-Investmentfondsregulierung einen zwingenden Kausalzusammenhang zwischen liquider Finanzanlage – anhand der OGAW-Anforderungen<sup>10</sup> – sowie der Retailgeeignetheit des Finanzinstruments sieht. Zudem ist auch die Zielsetzung, einen ELTIF zu einem Wachstumsfaktor für die EU-Wirtschaft zu machen, eine neue produktsspezifische Dimension im EU-Kollektivanlagenrecht.<sup>11</sup> Diese drei Aspekte, nämlich die konzeptionelle Abgrenzung zu traditionell regulierten Kollektivanlagen, das Abweichen vom regulatorischen Kausalzusammenhang zwischen Liquidität der Kollektivanlage sowie Retailgeeignetheit als auch die Zielsetzung, mit der Kollektivanlagen einen Wachstumsfaktor konstituieren, sind wichtig für das generelle Verständnis von ELTIF, da deren unausgegorene Handhabung dazu beitrugen, dass ELTIF in ihrer ursprünglichen Ausgestaltung kein Erfolg waren.

## B. ELTIF 1.0

Obwohl auf die aufgezeigten, teils widersprüchlichen, Produkteigenschaften im Konsultationsprozess zum **Konsultationsdokument der Europäischen Kommission vom 26. 7. 2012** zu „Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities (UCITS) – Product Rules, Liquidity Management, Depositary, Money Market Funds, Long-term Investments“ artikuliert und teilweise in einem informellen Fragebogen der Europäischen Kommission vom Jänner 2013<sup>12</sup> adressiert wurden, ist festzuhalten, dass sie nicht adäquat

<sup>8</sup> Siehe grundlegend zum OGAW-Rahmenwerk *Kammel*, Einführung in das Bank- und Kapitalmarktrecht<sup>3</sup> 242ff sowie schon *Kammel*, ÖBA 2009, 565.

<sup>9</sup> Diese Abgrenzungsmerkmale zum OGAW-Rahmenwerk sind nicht nur technischer Natur, denn das Konsultationsdokument der Europäischen Kommission vom 26. 7. 2012 zu „Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities (UCITS) – Product Rules, Liquidity Management, Depositary, Money Market Funds, Long-term Investments“ zeigt schon einen – damals noch nicht bedachten dogmatischen Widerspruch – dahingehend, dass ELTIF per definitionem gar keine OGAW-Eigenschaft aufweisen können, da es sich bei OGAW immer und exklusiv um offene Wertpapierfonds handelt. Siehe zum OGAW-Rahmenwerk ganz allgemein die Anforderungen der OGAW IV-RL.

<sup>10</sup> Siehe konzeptionell zum OGAW-Rahmenwerk, insb im Verhältnis zum für ELTIF relevanteren AIFM-Rahmenwerk *Kammel*, Die AIFMD im praktischen Dualismus der EU-Investmentfondsregulierung in *Stern*, Praxishandbuch Alternative Investmentfonds 17ff.

<sup>11</sup> Die Idee, einen ELTIF als Wachstumsfaktor für die EU-Wirtschaft auszustalten, ist dahingehend interessant, da dadurch die immer wieder als notwendig propagierte Verbindung von „Wall Street und Main Street“ adressiert wird und ein Kollektivanlagenvehikel für die (allgemeine) Wirtschaft und nicht bloß die Hochfinanz intendiert ist. Siehe hinsichtlich der politischen Dimension dieser Diskussion etwa *Finkelstein*, The Politics of Public Fund Investing 3ff.

<sup>12</sup> Siehe dazu etwa die Dokumente auf der Website der Europäischen Kommission, abrufbar unter [https://finance.ec.europa.eu/capital-markets-union-and-financial-markets/financial-markets/investment-funds\\_en](https://finance.ec.europa.eu/capital-markets-union-and-financial-markets/financial-markets/investment-funds_en) (abgefragt 2. 1. 2025).

von der Europäischen Kommission reflektiert, zu einem gewissen Grad sogar ignoriert, wurden.

- 1.6** Dies zeigte sich deutlich im Kommissionsvorschlag für eine VO des Europäischen Parlaments und des Rates über europäische langfristige Investmentfonds vom 26. 6. 2013.<sup>13</sup> Der Kommissionsvorschlag inkorporierte eine Reihe auf Rückmeldungen des Marktes, wobei etliche technische Aspekte aus der Konsultation korrigiert wurden. Zentral diesbezüglich ist, dass die Kommission erkannte, dass ein ELTIF nicht-kompatibel mit dem OGAW-Rahmenwerk sein kann, weshalb im Kommissionsvorschlag klargestellt wurde, dass ein ELTIF nur von einem **Alternativen Investmentfonds Manager (AIFM)**, der den Anforderungen des AIFM-Rahmenwerks<sup>14</sup> entspricht und nach diesem konzessioniert ist, verwaltet werden darf. Zudem determinierte der Kommissionsvorschlag, dass ein ELTIF zumindest zu 70% in spezifische (infrastrukturlastige) Vermögenswerte investiert sein und eingeschränkte Rücknahmemöglichkeiten vorsehen muss, um so der geringeren Liquidität dieser Kollektivanlage besser zu entsprechen. Schließlich sah der Kommissionsvorschlag eine eingeschränkte Verwendung von Derivaten<sup>15</sup> sowie Leverage<sup>16</sup>-Techniken vor.
- 1.7** Auf Basis der Konsultationsrückmeldungen und im Rahmen des EU-Legislativprozesses wurden Adaptierungen des Kommissionsvorschlags vorgenommen, die dann letztendlich zur finalen **ELTIF 1.0-VO<sup>17</sup>** führte, die gem Art 38 ELTIF 1.0-VO **mit 9. 12. 2015 in Geltung** gesetzt wurde.
- 1.8** Dieses ELTIF 1.0-Rahmenwerk verstand sich einerseits als Teil der „Europe 2020“-Strategie,<sup>18</sup> andererseits als **optionales Sonderregime des EU-Kollektivanlagenrechts**, das als regulatorische Erstreckung des AIFM-Rahmenwerks qualifiziert und für derartige spezifische AIF ein „ELTIF-Label“ vorsieht. Dieses „**ELTIF-Label**“, das sich als spezifische

13 Siehe zu *Europäische Kommission*, Vorschlag für eine VO des Europäischen Parlaments und des Rates über langfristige Investmentfonds, COM(2013) 462 final.

14 Siehe umfassend zum AIFM-Rahmenwerk etwa *Stern*, AIFM als Teil der Kapitalmarktunion: Neuerungen durch AIFMD II, in *Stern*, Praxishandbuch Alternative Investmentfonds 1ff sowie zur Umsetzung desselben in Österreich *Kammel*, ÖBA 2013, 483 sowie als Follow-Up dazu *Kammel*, ÖBA 2016, 271.

15 Derivate sind grundsätzlich Finanzinstrumente, deren Preis oder Wert von zugrundeliegenden Marktfaktoren, etwa Kursen oder Preisen anderer Güter, Vermögensgegenständen oder marktbezogenen Referenzgrößen abgeleitet wird. So zutreffend *Schweigbauer-Steiner*, ecolex 2021, 196 als auch schon *Fuchs/Kammel*, ÖBA 2010, 598.

16 Unter „Leverage“ versteht man allgemein eine Hebelwirkung, die in unterschiedlichen Ausprägungen bei Finanzinstrumenten zur Anwendung kommen und zudem auch regulatorisch oftmals beschränkt sind, wie etwa die bankaufsichtsrechtliche Leverage-Ratio des Art 429 Abs 2 CRR.

17 VO (EU) 2015/760 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 29. 4. 2015 über europäische langfristige Investmentfonds, ABl L 2015/760, 98 (Stammfassung).

18 Siehe *European Commission*, EUROPE 2020 – A European Strategy for smart sustainable and inclusive growth, <https://ec.europa.eu/eu2020/pdf/COMPLET%20EN%20BARROSO%20%2020007%20-%20Europe%202020%20-%20EN%20version.pdf> (abgefragt 2. 1. 2025), die vor allem Wachstum und Beschäftigung zum Hauptziel hatte, wobei die zukünftige EU-Wirtschaft auf einen klugen, nachhaltigen und inklusiven Wachstumspfad gebracht werden solle, um systemische Risiken zu minimieren und deren Resilienz zu steigern.

regulatorische Produktbezeichnung versteht, war primär intendiert, die Attraktivität dieser langfristigen, infrastrukturlastigen Kollektivanlage zu steigern und einfacher grenzüberschreitend zu vermarkten.

Getrieben durch das restriktive regulatorische Umfeld als Antwort auf die Globale Finanzkrise (GFC) 2007/8<sup>19</sup> kam es jedoch für das ELTIF 1.0-Rahmenwerk zu signifikanten Restriktionen, vor allem in Hinblick auf die zulässigen Vermögenswerte, die Risikostreuungsanforderungen, die Vorschriften in Bezug auf Konzentrationsrisiken, als auch die Kreditaufnahmeverbündungen. Diese produktspezifischen Restriktionen zeigten rasch ihre negative Wirkung, da das anfängliche Interesse am neuen regulierten Kollektivanlagenvehikel ELTIF aufgrund dieser oftmals theoretisch injizierten Einschränkungen rasch abflauten. Hauptgrund dafür war die Unattraktivität des regulierten Kollektivanlagenvehikel ELTIF 1.0, die sich auch in Zahlen als evident untermauern lässt. So gab es im Dezember 2023 im ESMA-Register<sup>20</sup> **rund 100 derartige ELTIF**. Wenn man nun bedenkt, dass die Zahl von rund 100 ELTIF 1.0 über einen Zeitraum von 8 Jahren erreicht wurde, kann man problemlos konstatieren, dass das ELTIF-Rahmenwerk, in seiner Version 1.0, ein „regulatory failure“, also ein regulatorisches Versagen in der Produktkonzeption, darstellt.

Dieses „regulatory failure“ ist umso verwunderlicher, da gerade der EU-Gesetzgeber mit dem OGAW-Rahmenwerk eine beeindruckende Erfolgsgeschichte hinsichtlich eines produktregulierten Kollektivanlagenvehikels geschrieben hat, die teilweise sogar zum „internationalen Goldstandard“ mutierte.<sup>21</sup> Angesichts dessen, wird man das **regulatorische Versagen in der Produktkonzeption des ELTIF 1.0** vor allem in der zu restriktiven Produktausgestaltung per se sowie den vorhin schon identifizierten drei, teilweise einander widersprechenden, Produktaspekten finden, was wohl auch dem allgemeinen, finanzmarktfreundlichen post-GFC-Umfeld, das wenig zukunftsorientiert, sondern im Zweifel prohibitiv agierte, zuzuschreiben ist.

Wie die meisten EU-Rahmenwerke, enthielt auch das ELTIF 1.0-Rahmenwerk eine sog „review clause“ oder **Überprüfungsregel**, und zwar in Art 37 ELTIF 1.0-VO. Gemäß dieser Bestimmung war die Europäische Kommission verpflichtet, spätestens mit 19. 6. 2019 eine Überprüfung der Anwendung des Rahmenwerks vor allem in Bezug auf die Rücknahmegrundsätze, die Vermögenszusammensetzung sowie -diversifizierung, den Vertrieb, sowie die Obergrenzen für die Aufnahme von Bankkrediten zu untersuchen.<sup>22</sup> Auf Basis dieser Untersuchung und nach Anhörung der ESMA war die Europäische Kommission gem Art 37 Abs 2 ELTIF 1.0-VO verpflichtet, dem Europäischen Parlament sowie dem Rat einen Bericht über die Untersuchung sowie einen etwaig notwendigen Gesetzgebungs vorschlag betreffend Anpassungen des ELTIF-Rahmenwerks vorzulegen.

19 Eine ausgezeichnete Darstellung und Analyse der GFC bietet *Ciro, The Global Financial Crisis* 33 ff.

20 Siehe zum ELTIF-Register die Website der ESMA, abrufbar unter <https://www.esma.europa.eu/document/register-authorised-european-long-term-investment-funds-eltifs> (abgefragt 2. 1. 2025).

21 Siehe dazu etwa die zahlenmäßige Untermauerung in *EFAMA, Fact Book*<sup>22</sup> 8.

22 Vgl Art 37 Abs 1 ELTIF 1.0-VO.

### C. ELTIF 2.0

- 1.12** Wenig überraschend zeigte die gem Art 37 ELTIF 1.0-VO vorgenommene Untersuchung eine Reihe erheblicher **Schwachstellen des ELTIF 1.0-Rahmenwerks**, die zu einer Generalüberholung des ELTIF-Regulierungsrahmens führte. Diese Generalüberholung des ELTIF-Rahmenwerks, die aufgrund der ELTIF 2.0-VO seit 10. 1. 2024 in Geltung ist, führte dazu, dass ELTIF 2.0 eine Neukonzeption dieser Kollektivanlage darstellen.<sup>23</sup>
- 1.13** Das vorliegende Handbuch ELTIF 2.0 widmet sich diesem generalüberholten **ELTIF 2.0-Rahmenwerk** im Detail, wobei neben der detaillierten Produktvorstellung der Kollektivanlage ELTIF 2.0 auch dessen regulatorische Einbettung, die rechtliche Ausgestaltung, als auch die steuerliche Behandlung analysiert werden, sodass dieses Handbuch als praxisnahe Leitfaden zur Etablierung von ELTIF 2.0 konzipiert ist. Diese praxisnahe Ausgestaltung des vorliegenden Handbuchs wird durch Checklisten, Handlungsanweisungen sowie grafische Darstellungen untermauert.

## II. Marktentwicklungen zum ELTIF

### A. Unausgeschöpftes Marktpotenzial

- 1.14** Nachdem das ELTIF 1.0-Rahmenwerk mit den knapp 100 aufgelegten ELTIF keine Erfolgsgeschichte darstellt, verwundert es nicht, dass die Flexibilisierungen und regulatorischen Korrekturen im ELTIF 2.0-Rahmenwerk ein **hohes Marktpotenzial** erwarten lassen, wobei die Folgekapitel noch auf die produktspezifischen Aspekte eingehen werden.
- 1.15** Aus ökonomischer Sicht lässt sich das erwähnte Marktpotenzial gut untermauern, denn wie die aktuelle Analyse des ELTIF-Markts von *Scope*<sup>24</sup> zeigt, gab es sowohl im Jahr 2022 als auch im Jahr 2023 positive Marktentwicklungen dahingehend, dass das ELTIF-Marktvolumen zwar von 2021 auf 2022 um 57% und von 2022 auf 2023 um 24% anstieg, jedoch es sich eben bloß um konkret 95 ELTIF, die sich im ESMA-Register finden, konstituiert, die wiederum von 41 unterschiedlichen Asset-Managern verwaltet wurden.
- 1.16** Obwohl gerade die Jahre 2021 und 2022 einen positiven Trend sowohl hinsichtlich der Zahl neu aufgelegter ELTIF als auch deren Asset Managern zeigten, ist der EU-ELTIF-Markt sehr konzentriert. Diese Marktkonzentration wird dadurch evident, dass mit Ende 2022 ELTIF **primär nur in vier EU-MS**, nämlich Frankreich, Italien, Luxemburg und Spanien registriert wurden. Von diesen Ländern dominiert – wenig überraschend – Luxemburg, das rund die Hälfte der ELTIF-Registrierungen vorweisen kann.<sup>25</sup>
- 1.17** Das Gesamtvolumen der registrierten ELTIF beträgt mit Stand Dezember 2023 rund 16.7 Mrd Euro, wobei die größten Volumina landesspezifisch in Frankreich, Italien, Deutschland und Spanien platziert wurden und sich der verbliebene Teil des ELTIF-Vo-

23 Siehe zum ELTIF 2.0-Rahmenwerk die ELTIF 2.0-VO.

24 Siehe *Scope*, Eine neue Zeitrechnung – ELTIF-Studie 2024, abrufbar unter <https://www.scopegroup.com/dam/jcr:407acf83-8f69-4465-ad44-d4ce562e6592/Scope%20ELTIF-Studie%202024.pdf> (abgefragt 2. 1. 2025).

25 Vgl *Scope*, Eine neue Zeitrechnung – ELTIF-Studie 2024, 3.

lumens primär auf den Rest von Europa (bzw der Welt) sowie die Kategorie „Nicht zu gewiesen“ aufteilt.<sup>26</sup>

## B. Spezifische Marktcharakteristika

Der größte ELTIF-Markt in der EU, gemessen am platzierten Volumen, ist **Frankreich**. **1.18** Der französische ELTIF-Markt ist besonders durch das Interesse institutioneller Investoren charakterisiert, wobei sich die regulatorischen Anforderungen im Versicherungsbereich, insb durch Solvency II,<sup>27</sup> als auch das steigende Interesse an ELTIF als Versicherungs-Wrapper positiv auf Investments in ELTIF auswirken. Dies ist auch getrieben durch gewisse steuerliche Anreize.<sup>28</sup>

Der zweitgrößte ELTIF-Markt, wiederum gemessen am platzierten Volumen, ist **Italien**. **1.19** Im Gegensatz zu Frankreich, ist das Interesse an ELTIF primär durch private Investoren getrieben, was wiederum auf steuerliche Anreize zurückzuführen ist.<sup>29</sup>

Der drittgrößte ELTIF-Markt, wiederum gemessen am platzierten Volumen, ist **Deutschland**. **1.20** Der deutsche ELTIF-Markt ist im Vergleich zu Frankreich und Italien noch nicht so etabliert, gewann aber in den vergangenen beiden Jahren an Momentum, das sich durch das gestiegene Interesse großer deutscher Asset Manager auch in Folgejahren fortsetzen dürfte.<sup>30</sup>

Der schließlich viertgrößte ELTIF-Markt, wiederum gemessen am platzierten Volumen, ist **Spanien**, **1.21** wobei der spanische ELTIF-Markt gewisse Ähnlichkeiten mit dem italienischen Markt aufweist, da besonders private Investoren – aber zu einem gewissen Grad auch institutionelle Investoren – in ELTIF investieren. Wie auch in Italien, gibt es in Spanien steuerliche Anreize für derartige Investments, insb im Baskenland.<sup>31</sup>

## C. Spezifische Produktcharakteristika

**Scope** hat auch die Assetklassen der in der EU aufgelegten ELTIF näher analysiert, wobei sich zeigt, dass **Private Debt**, also alternative Kreditfinanzierung von privatwirtschaftlichen institutionellen Investoren außerhalb des Bankensektors,<sup>32</sup> **Private Equity**, also von

26 Siehe dazu *Scope*, Eine neue Zeitrechnung – ELTIF-Studie 2024, 3.

27 Solvency II ist ein EU-Rahmenwerk, mit dem das EU-Versicherungsaufsichtsrecht – in gewisser Analogie zum Basel-Rahmenwerk im Bankaufsichtsrecht – grundlegend neu ausgerichtet wurde. Aktuell stehen Überarbeitungen des Solvency II-Rahmenwerks auf EU-Ebene an. Siehe dazu weiterführend die Informationen auf der Website der Europäischen Kommission, abrufbar unter [https://finance.ec.europa.eu/regulation-and-supervision/financial-services-legislation/implementing-and-delegated-acts/solvency-2\\_en](https://finance.ec.europa.eu/regulation-and-supervision/financial-services-legislation/implementing-and-delegated-acts/solvency-2_en) (abgefragt 2. 1. 2025).

28 Siehe zu diesen Charakteristika des französischen ELTIF-Markts *Scope*, Eine neue Zeitrechnung – ELTIF-Studie 2024, 4f.

29 Siehe zu diesen Charakteristika des italienischen ELTIF-Markts *Scope*, Eine neue Zeitrechnung – ELTIF-Studie 2024, 5.

30 Vgl dazu die umfangreichen Ausführungen in *Scope*, Eine neue Zeitrechnung – ELTIF-Studie 2024, 6f.

31 Siehe zu diesen Charakteristika des spanischen ELTIF-Markts *Scope*, Eine neue Zeitrechnung – ELTIF-Studie 2024, 7.

32 Weiterführend zu Private Debt-Instrumenten s insb *Nesbitt*, *Private Debt*<sup>2</sup> 57 ff.

privaten oder institutionellen Investoren bereitgestelltes Eigenkapital,<sup>33</sup> **Infrastrukturinvestments**<sup>34</sup> sowie andere Investments, vornehmlich Mischstrategien sowie Immobilieninvestments dominieren. Dies verwundert nicht, da das bisherige ELTIF 1.0-Rahmenwerk kaum einen anderen Investmentfokus zugelassen hat.

- 1.23** Von besonderer produktspezifischer Bedeutung für ELTIF ist – schon ansatzweise bei ELTIF 1.0 – das Thema **Nachhaltigkeit**, was dahingehend auch untermauert werden kann, dass im Jahr 2023 rund die Hälfte des platzierten ELTIF-Volumens schon expliziten ESG-Anforderungen entspricht.<sup>35</sup> Mit der rasant zunehmenden Bedeutung der regulatorischen Anforderungen im Bereich *Sustainable Finance*<sup>36</sup> sowie den in den letzten Jahren schon zu vernehmenden Bewusstseinswandel, ist davon auszugehen, dass nachhaltige ELTIF-Produkte in den EU-ELTIF-Markt dominieren werden.
- 1.24** Gerade der hohe Bedarf an (privaten) Infrastrukturinvestments und damit verbunden auch die Finanzierung des von der EU-Kommission propagierten **European Green Deal**<sup>37</sup> werden dazu führen, dass ELTIF (in der neuen Version 2.0) massiv an Bedeutung gewinnen werden, wobei jegliche nationale Steuererleichterungen für derartige privaten Investments diese Entwicklung nicht nur beschleunigen, sondern auch nachhaltig verankern, würden.

---

33 Grundlegend zu Private Equity s etwa *Boué/Kehlbeck/Leonhartsberger*, Basiswissen Private Equity<sup>2</sup>.

34 Siehe weiterführend zu Infrastrukturinvestments als Assetklasse nur *Weber/Staub-Bisang/Alfen*, Infrastructure as an Asset Class<sup>2</sup> 27ff.

35 So eindeutig *Scope*, Eine neue Zeitrechnung – ELTIF-Studie 2024, 12.

36 Vgl dazu die umfassenden Ausführungen der Europäischen Kommission, abrufbar unter [https://finance.ec.europa.eu/sustainable-finance/overview-sustainable-finance\\_en](https://finance.ec.europa.eu/sustainable-finance/overview-sustainable-finance_en) (abgefragt 2. 1. 2025).

37 Siehe umfassend zum European Green Deal die Ausführungen der Europäischen Kommission, abrufbar unter [https://commission.europa.eu/strategy-and-policy/priorities-2019–2024/european-green-deal\\_en](https://commission.europa.eu/strategy-and-policy/priorities-2019–2024/european-green-deal_en) (abgefragt 2. 1. 2025).

## 2. Kapitel

# ELTIF als Sonderausprägung eines AIF

Armin Kammel

**Literatur:** *Bohrn/Habsburg-Lothringen/Just/Kammel/Kern/Lenhard/Leustek/Moth/Samhaber/Zahradnik*, Praxishandbuch MiFID II – Das neue Wertpapierrecht<sup>5</sup> (Stand 1. 6. 2024, rdb.at); *Bollenberger/Kellner* (Hrsg), InvFG – Kommentar (2016); *Brandl/Saria* (Hrsg), Wertpapieraufsichtsgesetz 2018<sup>2</sup> (ab 2018); *Ciro*, The Global Financial Crisis – Triggers, Responses and Aftermath, Routledge (2016); *Dearth/Ku*, Getting Started in Alternative Investments (2023); *Dornseifer/Jesch/Klebeck/Tollmann* (Hrsg), AIFM-Richtlinie (2013); *Forstinger*, „EuSEFs“ (Europäischer Fonds für Soziales Unternehmertum) – Förderung sozialer Innovation durch ein Fondslabel in der EU? ÖBA 2013, 498; *Huber*, Professionell in ETFs investieren (2023); *Kammel*, UCITS IV – ein weiterer Meilenstein im europäischen Investmentfondsrecht? ÖBA 2009, 565; *Kammel*, Alternative Investment Fund Manager Richtlinie – „Another European Mess“? ÖBA 2011, 18; *Kammel*, Alternative Investmentfonds Manager-Gesetz (AIFMG) & Co – Eine erste Bestandsaufnahme, ÖBA 2013, 483; *Kammel*, Einführung in das Bank- und Kapitalmarktrecht<sup>3</sup> (2024); *Kammel/Cserny* (Hrsg), Immobilien-Investmentfondsgesetz (2024); *Kammel/Rautner*, Exchange-Traded Funds (ETFs) – eine notwendige definitivische Spurensuche, ecolex 2013, 283; *Kammel/Schredl*, Das InvFG 2011 – Richtungsweisende Gesetzgebung oder verpasste Chance? ÖBA 2011, 556; *Lüdicke/Arndt* (Hrsg), Geschlossene Fonds<sup>6</sup> (2013); *Majcen*, „EuVECA“ (Europäischer Risikokapitalfonds) – Ein neues EU-Gütesiegel für Venture-Capital-Fonds, ÖBA 2013, 705; *Majcen*, Kreditfonds – EU-Legislativvorschlag soll effizienten Binnenmarkt für kreditgebende Fonds schaffen, ÖBA 2022, 431; *Petzel*, Modern Portfolio Management – Moving Beyond Modern Portfolio Theory (2021); *Sieder*, Die oftmals ungenutzte „EuVECA-Chance“? ÖBA 2022, 501; *Stern* (Hrsg), Praxishandbuch Alternative Investmentfonds – Inklusive Neuerungen durch AIFMD II (2024); *Weiss/Kammel* (Hrsg), The Changing Landscape of Global Financial Governance and the Role of Soft Law (2015).

## Übersicht

	Rz
I. AIFM-Rahmenwerk . . . . .	2.1
A. ELTIF als Sonderausprägung eines AIF . . . . .	2.1
B. Charakteristika des AIFM-Rahmenwerks . . . . .	2.3
1. Entstehungsgeschichte des AIFM-Rahmenwerks . . . . .	2.3
2. Eigenschaften des AIFM-Rahmenwerks . . . . .	2.8
C. Hauptanwendungsfälle des AIFM-Rahmenwerks . . . . .	2.16
D. Produktspezifische Anforderungen an einen AIF . . . . .	2.18
II. ELTIF 2.0 als besondere AIF-Ausprägung . . . . .	2.31
A. ELTIF 2.0 als spezifischer AIF . . . . .	2.31
B. Zulassungsrechtliche Aspekte . . . . .	2.34
1. Zulassungsverfahren . . . . .	2.34
2. Zulassungsvoraussetzungen und Zulassungserteilung . . . . .	2.43
3. Auswirkungen der Zulassung als ETLIF 2.0 . . . . .	2.49
4. Zentralregister zugelassener ELTIF 2.0 . . . . .	2.51

## I. AIFM-Rahmenwerk

### A. ELTIF als Sonderausprägung eines AIF

- 2.1** Das ELTIF-Rahmenwerk versteht sich als Sonderregime des EU-Kollektivanlagenrechts, wobei es hinsichtlich seiner Grundausrichtung auf dem AIFM-Rahmenwerk aufbaut. Dies bedeutet, dass im Gegensatz zu den ursprünglich im Konsultationsdokument der Europäischen Kommission vom 26. 7. 2012<sup>38</sup> geäußerten Überlegungen, derartige ELTIF aus dem Blickwinkel des OGAW-Rahmenwerks zu konzipieren, in der praktischen Umsetzung genau im gegenteiligen regulatorischen Rahmen, nämlich dem AIFM-Rahmenwerk, abgebildet wurden. Diese Abbildung im AIFM-Rahmenwerk ist aus dogmatischer Sicht folgerichtig, da das OGAW-Rahmenwerk per se auf offene, retailfähige Kollektivanlagen in Wertpapieren abstellt. Somit konstituiert ein ELTIF eine Sonderausprägung eines AIF, was bedeutet, dass die regulatorischen Grundanforderungen des AIFM-Rahmenwerks per se erfüllt werden müssen, um dann die weitere Qualifikation als ELTIF zu erlangen und als solcher mit dem „Produkt-Label“ ELTIF vertrieben werden zu können.
- 2.2** Diese **Sonderausprägung eines AIF** wird im ELTIF 2.0-Rahmenwerk in Art 1 Abs 1 ELTIF 2.0-VO deutlich, einheitliche Vorschriften für die Zulassung, die Anlagepolitik und die Bedingungen für die Tätigkeit von AIF<sup>39</sup> festzulegen, die in der EU als ELTIF vertrieben werden. Dies bedeutet in der strukturellen Denke des EU-Gesetzgebers, dass die Bestimmungen des ELTIF 2.0-Rahmenwerks auch als **lex specialis zum allgemeinen AIFM-Rahmenwerk** zu sehen sind. Konsequenterweise gelten für ELTIF all jene Regelungsanforderungen des AIFM-Rahmenwerks, soweit das ELTIF 2.0-Rahmenwerk keine spezielleren Vorschriften enthält. Diesbezüglich ist generell festzuhalten, dass sich das ELTIF 2.0- und das AIFM-Rahmenwerk in einem harmonischen Dualismus zueinander befinden, sodass keine materiellen Normenkonkurrenzen bestehen.

### B. Charakteristika des AIFM-Rahmenwerks

#### 1. Entstehungsgeschichte des AIFM-Rahmenwerks

- 2.3** Das AIFM-Rahmenwerk versteht sich als **Reaktion auf die globale Finanzkrise** (GFC) 2007/8,<sup>40</sup> wodurch vor allem nichttraditionelle Kollektivanlagen, darunter werden die durch das OGAW-Rahmenwerk regulierten Kollektivanlagen verstanden,<sup>41</sup> Gegenstand einer substanziellem Regulierungserstreckung wurden.

38 Siehe das Konsultationsdokument der Europäischen Kommission vom 26. 7. 2012 zu „*Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities (UCITS) – Product Rules, Liquidity Management, Depositary, Money Market Funds, Long-term Investments*“, abrufbar auf [https://ec.europa.eu/finance/consultations/2012/ucits/docs/ucits\\_consultation\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/finance/consultations/2012/ucits/docs/ucits_consultation_en.pdf) (abgefragt 2. 1. 2025).

39 Diese AIF werden in der EU-investmentfondsrechtlichen Diktion als EU-AIF bezeichnet, wobei dabei grundsätzlich der Gesamtfonds gemeint ist. Handelt es sich um sog Teifonds werden diese typischerweise als EU-AIF-Teifonds bezeichnet.

40 Siehe umfassend zur GFC vor allem *Ciro, The Global Financial Crisis* 55 ff sowie spezifisch auf das regulatorische Pendel zwischen Markt und Staat abstellend *Kammel, Government versus Markets – A Change in Financial Regulation*, in *Weiss/Kammel, The Changing Landscape of Global Financial Governance and the Role of Soft Law* 3 ff.

41 Zu OGAW und deren regulatorischer Einbettung s weiterführend *Kammel, Einführung in das Bank- und Kapitalmarktrecht*<sup>3</sup> 242 ff.