



AIQUNITED- Delegierte Verordnung der EU-Kommission zu ELTIF

Am 19. Juli 2024 hat die EU-Kommission die Delegierte Verordnung (die „**Delegierte Verordnung**“) ¹ veröffentlicht, die die Verordnung (EU) 2015/760 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 29. April 2015 über europäische langfristige Investmentfonds (die „**ELTIF-Verordnung**“) ² ergänzt. Die Delegierte Verordnung präzisiert insbesondere:

1. wann Derivate als ausschließlich zur Absicherung der Risiken anderer Investitionen des ELTIF verwendet gelten
2. die Anforderungen an die Rücknahmepolitik eines ELTIF und die Instrumente des Liquiditätsmanagements
3. die Anforderungen in Bezug auf die Abstimmung von Übertragungsanfragen von Anteilen oder Aktien des ELTIF
4. bestimmte Kriterien für die Veräußerung von ELTIF-Vermögenswerten und
5. bestimmte Elemente der Kostentransparenz.

In unserer folgenden Zusammenfassung skizzieren wir kurz die Regelungsinhalte der Delegierten Verordnung in Bezug auf diese fünf Themen.

Kurz gesagt, die Einrichtung eines ELTIF, seine Verwaltung und die Überwachung während der Laufzeit erfordern erhebliche Vorbereitung, detaillierte Informationen und Annahmen in Bezug auf die Performance des ELTIF sowie umfangreiche Dokumentation sowohl anfangs als auch fortlaufend.

1. Einleitung

Der überarbeitete Rechtsrahmen für europäische langfristige Investmentfonds (ELTIF) ist Teil der Initiative der EU für eine Kapitalmarktunion (CMU)³, die darauf abzielt, in der EU einen einheitlichen Kapitalmarkt zu schaffen, um Investitionen und Sparen für Anleger und Finanzmarktteilnehmer in allen Mitgliedstaaten zu erleichtern. Es ist die Absicht der EU, Energie-, Sozial- und Verkehrsinfrastrukturprojekte innerhalb der EU zu finanzieren, den „Green Deal“⁴ und digitale Übergänge zu fördern und die Realwirtschaft der Union im Allgemeinen zu unterstützen. Nach Ansicht

¹ [Register of Commission Documents- C\(2024\)4991 \(europa.eu\)](#)

² <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:32015R0760>

³ https://finance.ec.europa.eu/capital-markets-union-and-financial-markets/capital-markets-union_en

⁴ https://commission.europa.eu/strategy-and-policy/priorities-2019-2024/european-green-deal_en



der EU-Kommission können ELTIFs Synergien eines EU-Binnenmarkts freisetzen und die Schaffung einer tieferen und stärker integrierten CMU unter Nutzung auch des Anlagevermögens von Kleinanlegern zu ermöglichen. Die ELTIF-Verordnung wurde durch die Verordnung (EU) 2023/606 des Europäischen Parlaments und des Rates geändert. Die Verordnung (EU) 2023/606 wurde am 15. März 2023 verabschiedet, am 20. April 2023 im Amtsblatt veröffentlicht und gilt seit dem 10. Januar 2024.

2. Ausschließlich zur Absicherung verwendete Derivate

Artikel 9 Absatz 2 Buchstabe d der ELTIF-Verordnung verbietet ELTIFs die Nutzung von Finanzderivaten, es sei denn, der Einsatz solcher Instrumente dient ausschließlich der Absicherung der Risiken anderer Investitionen des ELTIF. Nur in diesem Fall darf ein ELTIF dieses Risiko absichern, indem es ein Finanzderivat verwendet, dessen Basiswerte derselben oder einer wirtschaftlich ähnlichen Anlageklasse angehören wie der fragliche Anlagegegenstand, in den der ELTIF investiert ist.⁵ Folglich muss ein AIFM sicherstellen, dass die Verwendung von Finanzderivaten ausschließlich der Absicherung der Risiken anderer Investitionen eines ELTIF dient. Der AIFM muss durch seine Risikomanagementsysteme nachweisen können, dass die identifizierten Risiken mit einem Derivat gemindert werden können und wie das Finanzderivat dieses Risiko mindert.⁶ Folglich legt Artikel 1 der Delegierten Verordnung fest, dass die Verwendung von Finanzderivaten nur zulässig ist, wenn der AIFM nachweisen kann, dass sie:

- wirtschaftlich angemessen für den ELTIF sind
- mit dem Risikoprofil des ELTIF übereinstimmen
- auf eine überprüfbare Risikominderung auf ELTIF-Ebene abzielen
- die Basiswerte der Finanzderivate den Vermögenswerten entsprechen oder diesen zumindest vergleichbar sind, in die der ELTIF investiert ist, und
- die Basiswerte der Finanzderivate derselben oder einer wirtschaftlich ähnlichen Anlageklasse angehören.

3. Rücknahmepolitik und Liquiditätsmanagementinstrumente

a. Rücknahmepolitik

Die Delegierte Verordnung sieht vor, dass der AIFM sicherstellen muss, dass die Anlagestrategie und Anlageziel eines ELTIF mit seinem Liquiditätsprofil und seiner Rücknahmepolitik übereinstimmen. Das heißt, ein ELTIF benötigt eine Rücknahmepolitik, jedenfalls wenn ein ELTIF Rücknahmen während der Laufzeit zulässt.

Gemäß Artikel 4 und 5 der Delegierten Verordnung muss diese Politik die folgenden Themen umfassen:

⁵ Delegierte Verordnung, Präambel (1).

⁶ Ibid.

- Informationen über die Periodizität und Dauer der Rücknahmen, die Bedingungen, das Zeitfenster, zeitliche Einschränkungen und allgemeine Anforderungen, unter denen Rücknahmen gewährt werden können⁷
- eine Beschreibung der verfügbaren Liquiditätsmanagementinstrumente und der Bedingungen für deren Aktivierung
- die Bedingungen und Verfahren für Rücknahmeanträge und deren Bearbeitung
- die für die Verwaltung des Rücknahmeprozesses verantwortlichen Einheiten und die Dokumentation der Rücknahmen
- eine Beschreibung, wie die Vermögenswerte und Verbindlichkeiten des ELTIF verwaltet werden, um Rücknahmeanträge erfüllen zu können
- eine Beschreibung der Verfahren zur Vermeidung von Verwässerungseffekten für Investoren
- eine Beschreibung der Bewertungsverfahren des ELTIF
- die Ergebnisse, Annahmen und Eingaben für Liquiditätsstresstests, die zeigen, ob und wie ein ELTIF unter extremen, aber plausiblen Szenarien mit Rücknahmeanträgen umgehen kann
- die den Investoren des ELTIF angebotene Liquidität und die Liquiditätsprofile der Investitionen und des Portfolios des ELTIF unter normalen und gestressten Bedingungen
- Informationen über die Umsetzung der Liquiditätsmanagementinstrumente⁸
- den Ansatz des AIFM zur Bestimmung des maximalen Prozentsatzes der Vermögenswerte, die zu jedem Rücknahmetermin zur Rücknahme zur Verfügung stehen.

Der AIFM muss dabei folgendes berücksichtigen:

- die Lebenszyklen jedes einzelnen Vermögenswertes
- das Liquiditätsprofil jedes einzelnen Vermögenswertes des ELTIF
- das Liquiditätsprofil des ELTIF-Portfolios auf gewichteter Basis
- den Zeitpunkt des Erwerbs dieser einzelnen Vermögenswerte und
- die Bewertung dieser einzelnen Vermögenswerte bei der Festlegung der Rücknahmepolitik eines ELTIF gemäß Artikel 18 Absatz 2 der ELTIF-Verordnung.⁹

⁷ z. B. Kündigungsfrist, Rückzahlungstermine, Form und notwendiger Inhalt von Rücknahmeanträgen, Möglichkeit der Stornierung von Rücknahmeanträgen.

⁸ See below.

⁹ Es sei darauf hingewiesen, dass Artikel 18 Absatz 1 der ELTIF-Verordnung als allgemeine Regel für ELTIF festlegt, dass die Anleger eines ELTIF die Rücknahme ihrer Anteile oder Aktien nicht vor dem Ende der Laufzeit des ELTIF verlangen können. Nach unserer Erfahrung und insbesondere in Bezug auf ELTIF, die sich (auch) an Kleinanleger richten, ist jedoch eine Rücknahmepolitik im Sinne von Artikel 18(2) ELTIF-Verordnung erforderlich, um einen ELTIF als marktfähig zu betrachten.

b. Liquiditätsmanagementinstrumente

Die Delegierte Verordnung sieht weiterhin vor, dass der AIFM der zuständigen Behörde des ELTIF nachweisen muss, dass er auch geeignete Liquiditätsmanagementinstrumente einsetzen kann, die mit der langfristigen Anlagestrategie des ELTIF kompatibel sind.¹⁰ Die Anforderung an ein angemessenes Liquiditätsmanagementsystem ergibt sich aus Artikel 16 Absatz 1 AIFMD, der AIFMs für jeden von ihnen verwalteten AIF, der kein geschlossener AIF ist, verpflichtet, ein angemessenes Liquiditätsmanagementsystem zu betreiben und Verfahren anzuwenden, die es ihnen ermöglichen, das Liquiditätsrisiko des AIF zu überwachen und sicherzustellen, dass das Liquiditätsprofil der Investitionen des AIF mit seinen zugrunde liegenden Verpflichtungen übereinstimmt. Dieses Liquiditätsmanagementsystem muss die Anlagestrategie, das Liquiditätsprofil und die Rücknahmepolitik eines ELTIF ausrichten. Da das Rücknahmeprofil in der Regel Teil der vorvertraglichen Informationen eines Investmentfonds ist, die potenziellen Investoren¹¹ zur Verfügung gestellt werden, folgt daraus, dass das Liquiditätsprofil vor dem Start eines ELTIF im Rahmen des Auflageprozesses definiert werden muss.

c. Mindesthaltedauer

Die Rücknahmepolitik kann, muss aber nicht, eine Mindesthaltedauer vorsehen, die dem AIFM typischerweise ermöglichen sollte, die Investitionen des ELTIF abzuschließen. Weder die ELTIF-Verordnung noch die Delegierte Verordnung definieren spezifische Haltefristen, sondern überlassen es dem AIFM, eine solche Haltefrist unter Berücksichtigung der spezifischen Umstände jedes ELTIF zu definieren oder nicht zu definieren. Gemäß Artikel 3 der Delegierten Verordnung sollen diese Umstände neben den bereits vorstehend genannten Indikatoren umfassen:

- die zugrunde liegenden Anlageklassen des ELTIF und ihr Liquiditätsprofil
- die Anlegerbasis des ELTIF und, wenn der ELTIF an Kleinanleger vermarktet wird, die erwartete aggregierte Konzentration der Kleinanleger
- die Informationen über den Grad der Konzentration Eigentums der professionellen Anleger des ELTIF, sofern verfügbar
- das Ausmaß, in dem der ELTIF Finanzmittel leiht oder verleiht, Darlehen gewährt oder Wertpapierleihgeschäfte, Repo-Transaktionen oder sonstige Vereinbarungen eingeht, die eine gleichwertige wirtschaftliche Wirkung haben und ähnliche Risiken bergen
- die durchschnittliche und mittlere Lebensdauer, falls zutreffend, der Vermögenswerte des ELTIF-Portfolios.

¹⁰ Präambel Nr. (3) und Artikel 2 Delegierte Verordnung.

¹¹ Wir verweisen auch auf Artikel 23 (1)(h) AIFMD, der die AIFM verpflichtet, für jeden AIF, den sie in der Union vertreiben, den AIF-Anlegern in Übereinstimmung mit den Vertragsbedingungen oder der Satzung des AIF eine Beschreibung des Liquiditätsrisikomanagements des AIF zur Verfügung zu stellen, einschließlich der Rücknahmerechte sowohl unter normalen als auch unter außergewöhnlichen Umständen sowie der bestehenden Rücknahmevereinbarungen mit den Anlegern.

Kurz gesagt, ein AIFM muss eine umfangreiche Analyse der Merkmale jedes ELTIF durchführen und dokumentieren, die Auswirkungen auf die Liquiditätssituation des Investmentfonds haben.¹²

Gemäß der Delegierten Verordnung sollen Rücknahmen auf einen Teil der liquiden Vermögenswerte beschränkt sein und Liquiditätsungleichgewichte vermieden werden. Der Grundgedanke dahinter ist der Schutz der langfristigen Vermögenswerte des ELTIF, d.h. keine „Notverkäufe“ zuzulassen und der daraus resultierende Schutz der Interessen aller Investoren. Die Verwendung von Rücknahmebeschränkungen, die in die Dokumentation eines ELTIF aufgenommen werden sollen, sollte sich auf eine Vielzahl und unterschiedliche Arten von Situationen beziehen, einschließlich gestresster Marktsituationen.¹³ Um die Sache komplizierter zu machen, enthält die Delegierte Verordnung zwei Anhänge, die Mindest- und Höchstprozentsätze der liquiden Vermögenswerte definieren, die von jedem ELTIF, der Rücknahmen zulässt, gehalten werden müssen und die zur Erfüllung von Rücknahmeanträgen zu einem bestimmten Zeitpunkt verwendet werden dürfen. Beispielsweise darf ein ELTIF ohne Kündigungsfrist und einem vierteljährlichen Rücknahmeangebot nur bis zu 25% seiner liquiden Vermögenswerte zur Erfüllung von Rücknahmeanträgen zu einem Rücknahmetermin verwenden. Ein ELTIF mit einer 12-monatigen Kündigungsfrist und nur einem jährlichen Rücknahmetermin kann 100% seiner liquiden Vermögenswerte zur Erfüllung von Rücknahmeanträgen zu einem Rücknahmetermin verwenden. Für einen solchen ELTIF kann es auch ausreichen, zu einem beliebigen Zeitpunkt 10% liquide Vermögenswerte zu halten.¹⁴

Kurz gesagt, bevor ein offener ELTIF eingerichtet wird, muss der AIFM bestimmen, welchen Ansatz er anwenden will und daher, wie der Prozentsatz der Vermögenswerte des ELTIF, die in liquiden Vermögenswerten gehalten werden, kalibriert wird, Artikel 18 Absatz 2 und Artikel 9 Absatz 1 Buchstabe b der ELTIF-Verordnung. Anhang I und II der Delegierten Verordnung geben Hinweise zur Kalibrierung.

Das Liquiditätsprofil eines ELTIF soll berücksichtigen:

- die Kündigungsfrist, falls vorhanden
- die Periodizität der Rücknahmen des ELTIF
- Anti-Verwässerungsinstrumente, z.B. Swing-Pricing und/oder Rücknahmegebühren¹⁵, und
- erwartete Cashflows.¹⁶

Die erwarteten Cashflows sollten nicht auf der Möglichkeit beruhen, dass der ELTIF langfristige Anlagegegenstände veräußern kann oder dass der ELTIF Kapital durch neue Zeichnungen beschaffen kann. Fällt der Betrag der liquiden Vermögenswerte des ELTIF unter festgelegte Schwellenwerte,

¹² Für die gesamte Liste verweisen wir auf Artikel 3 Delegierte Verordnung.

¹³ Delegierte Verordnung, Präambel (7).

¹⁴ Kündigungsfristen, die kürzer als 3 Monate sind, müssen gegenüber der zuständigen Behörde erklärt werden, Artikel 5 (8) Delegierte Verordnung.

¹⁵ Wir verweisen auf Artikel 5 (9) Delegierte Verordnung.

¹⁶ Delegierte Verordnung, Präambel (8); ein konservativer Ansatz ist erforderlich, d.h. der AIFM darf nur Zahlungsströme berücksichtigen, die mit hoher Sicherheit eintreten werden.

insbesondere aufgrund von Wertschwankungen der Vermögenswerte oder aufgrund von Rücknahmen, soll der AIFM innerhalb eines angemessenen Zeitraums die notwendigen Maßnahmen ergreifen, um den Mindestprozentsatz der liquiden Vermögenswerte wiederherzustellen.¹⁷

4. Abstimmung von Übertragungsanfragen von Anteilen oder Aktien des ELTIF

Sollte ein AIFM für einen ELTIF die Möglichkeit zur Abstimmung von Übertragungsanfragen zwischen bestehenden und/oder potenziellen Investoren gemäß Artikel 19 Absatz 2a der ELTIF-Verordnung umsetzen, muss er auch Prozesse implementieren, um Preisarbitrage zu vermeiden.¹⁸ Die Delegierte Verordnung definiert detaillierte Anforderungen, die vom AIFM in Bezug auf das effektive Funktionieren der Abstimmung von Übertragungsanfragen von Investoren und die Bestimmung von Übertragungspreisen festgelegt werden müssen, wie z.B. die Häufigkeit der Abstimmung, Handelstermine, Schutzmaßnahmen gegen Preisarbitrage, Vermeidung von Informationsasymmetrien auf Investorenebene usw.¹⁹ Nach unserer Erfahrung versuchen AIFM bisher, dieses Thema zu vermeiden, und es besteht keine Verpflichtung, den Investoren eine solche Möglichkeit zu bieten.

5. Kriterien für die Veräußerung von Vermögenswerten

Gemäß Artikel 21 ELTIF-Verordnung unterrichtet der AIFM die für den ELTIF zuständige Behörde über die geordnete Veräußerung seiner Vermögenswerte, um die Anteile der Anleger nach dem Ende der Laufzeit des ELTIF zurückzunehmen, und zwar spätestens ein Jahr vor dem Datum des Endes der Laufzeit des ELTIF. Auf Verlangen der für den ELTIF zuständigen Behörde legt der AIFM der für den ELTIF zuständigen Behörde einen detaillierten Zeitplan für die geordnete Veräußerung seiner Vermögenswerte vor. Dieser Zeitplan muss folgende Angaben enthalten

- eine Bewertung des Marktes für potenzielle Käufer
- eine Bewertung und einen Vergleich der potenziellen Verkaufspreise
- eine Bewertung der zu veräußernden Vermögenswerte
- einen Zeitrahmen für den Veräußerungsplan.

Aufgrund des potenziell illiquiden Charakters der ELTIF-Vermögenswerte schreibt die delegierte Verordnung vor, dass der AIFM den Markt für potenzielle Käufer unter Berücksichtigung der Marktrisiken bewertet, einschließlich der Frage, ob potenzielle Käufer von der Aufnahme von Krediten durch Dritte abhängig sind, ob ein Risiko der Illiquidität der Vermögenswerte vor dem Verkauf besteht, ob Risiken im Zusammenhang mit politischen Veränderungen oder Gesetzesänderungen, einschließlich Steuerreformen, bestehen und ob das Risiko einer Verschlechterung der wirtschaftlichen Lage auf dem Markt besteht, der für die ELTIF-Vermögenswerte relevant ist.²⁰ Die Bewertung der zu veräußernden Vermögenswerte muss „zu einem Zeitpunkt durchgeführt werden, der hinreichend nahe am Beginn der

¹⁷ Delegierte Verordnung, Präambel (10).

¹⁸ Delegierte Verordnung, Präambel (13).

¹⁹ Artikel 7-10 Delegierte Verordnung.

²⁰ Delegierte Verordnung (17).

Veräußerung der Vermögenswerte liegt“.²¹ Das Ergebnis dieser Analyse muss der zuständigen Behörde vorgelegt werden.

6. Kostentransparenz

Um einen einheitlichen Ansatz in Bezug auf die Offenlegung der Kosten für Investitionen in einen ELTIF zu gewährleisten, verlangt Artikel 12 der Delegierten Verordnung (versucht zu verlangen), dass die vorvertragliche Kostentransparenz alle von den Investoren direkt oder indirekt getragenen Kosten umfasst, unabhängig davon, ob diese Kosten an den AIFM oder an Dritte gezahlt werden. Vertriebskosten sollen alle administrativen, regulatorischen, professionellen Service- und Prüfungskosten umfassen, die mit dem Vertrieb zusammenhängen.²² Einige der genannten Kosten sind leicht zu verstehen und offenzulegen, z.B. Kosten der Verwahrstelle, Zentralverwaltungs-, Bewertungs-, Prime-Brokerage- und Gebühren im Zusammenhang mit Collateral Management, um nur einige zu nennen.²³ Andere in Artikel 12 der Delegierten Verordnung erwähnte Kosten sind breit gefasst und/oder vor Beginn des ELTIFs schwer zu bestimmen. Diese Kosten umfassen z.B. „andere indirekte Kosten“, „professionelle Servicekosten“, „andere Anbieter, die Transaktionskosten verursachen“ oder „Kosten für das Immobilienmanagement und ähnliche Kosten“. Während (fast) klar ist, was der Begriff „Kosten für das Immobilienmanagement“ bedeutet, können „ähnliche Kosten“ vor der Zeichnung schwer zu bewerten sein. Das Gleiche gilt für „Prüfungskosten“ im Zusammenhang mit Transaktionen; diese können alle Arten von Due-Diligence-Kosten umfassen, die vorab schwer zu quantifizieren sind. Das Gleiche gilt übrigens auch für Kosten im Zusammenhang mit Rechts- und Steuerberatung, angesichts der unendlichen Kreativität europäischer und nationaler Gesetzgeber bei der Erfindung neuer Vorschriften.

Wir freuen uns darauf, Sie bei Ihrem „Projekt ELTIF“ zu unterstützen. Bitte zögern Sie nicht, uns zu kontaktieren.

Fabienne Wirtz-Moscariello

Senior Associate

Rechtsanwältin / Lawyer*

+352 26202332-24

fabienne.wirtz@aiquinated.com

Harald Strelen, LL.M- MSc

Partner

Rechtsanwalt / Lawyer*

+352 26202332 30 (office)

+352 691 107 506 (mobile)

harald.strelen@aiquinated.com

²¹ Bewertungen in Einklang mit den Vorgaben der AIFMD geltend als „ausreichend“.

²² Delegierte Verordnung, Präambel (19). Wir verweisen auch auf unseren Newsletter “ESMA on undue costs”: <https://aiquinated.com/editorial/esma-opinion-on-undue-costs-cssf-saq-and-how-they-result-in-additional-documentation-requirements-for-aifms/>

²³ Die Aufzählung macht deutlich, wie geprägt auch die ELTIF-Verordnung und die Delegierte Verordnung von liquiden Anlagestrategien sind; uns sind jedenfalls Prime-Brokerage oder Collateral Management Gebühren im Zusammenhang mit Infrastrukturfonds noch nicht begegnet; dafür aber wenig vorhersehbare Due Dilligence Kosten, nicht zuletzt im Bereich ESG, oder legal-und tax Implementierungs- und / oder Prüfungskosten bei Multi-Level-Private Equity Investitionen, die in der Höhe jedes Mal anders ausfallen.