



EuZ
ZEITSCHRIFT FÜR EUROPARECHT

AUSGABE:
05 | 2023

LEITARTIKEL:

Simon Schären
ELTIF 2.0 – Weiterentwicklung des europäischen Rechtsrahmens für langfristige Anlagen

ELTIF 2.0 – Weiterentwicklung des europäischen Rechtsrahmens für langfristige Anlagen

Grundzüge der europäischen Reform und Querbezüge zum Schweizer Recht

Simon Schären*

Inhalt

A.	Einführung	F 3
B.	Ausgangslage	F 6
I.	Grundkonzept des ELTIF	F 6
II.	Reformbedarf	F 7
C.	Änderungen im Rahmen des Reformprojekts (ELTIF 2.0)	F 8
I.	Zulässige Anlagen und Anlagevermögenswerte	F 8
1.	Co-investments	F 8
2.	Sachwerte	F 9
3.	Organismen für gemeinsame Anlagen, Verbriefungen und grüne Anleihen	F 10
4.	Qualifizierte Portfoliounternehmen	F 11
a)	Grundsatz	F 11
b)	Finanzunternehmen	F 12
c)	Schwellenwert bei der Marktkapitalisierung	F 12
d)	Drittstaatenbezug	F 12
5.	Interessenkonflikte und Co-investments	F 13

* PD Dr. iur. Simon Schären, Rechtsanwalt, LL.M., Senior Legal Counsel, Asset Management Association Switzerland (AMAS), Basel/Zürich/Genf; Privatdozent und Lehrbeauftragter an der Universität Bern (Rechtswissenschaften). Der Beitrag basiert teilweise auf einem Referat anlässlich der Tagung „Entwicklungen im Recht der kollektiven Kapitalanlagen“ des Instituts für Rechtswissenschaft und Rechtspraxis (IRP) der Universität St. Gallen (HSG) vom 9. Dezember 2022. Die nachfolgenden Ausführungen geben ausschliesslich die persönliche Auffassung des Autors wieder. Für wertvolle Hinweise und Diskussionen danke ich Prof. Dr. iur. Thomas Jutzi, Rechtsanwalt, LL.M., Ordinarius für Wirtschaftsrecht an der Universität Bern, Dr. iur. Jean-Claude Spillmann, Rechtsanwalt, Partner PwC Schweiz sowie MLaw Guillaume Toffel, Rechtsanwalt, LL.M., Senior Legal Counsel AMAS.

II.	Anlagepolitik	F 13
1.	Portfoliozusammensetzung und Diversifizierung	F 13
2.	Obergrenzen/Konzentration	F 15
3.	Barkreditaufnahme	F 15
III.	Rücknahmegrundsätze und Sekundärmarkt	F 16
1.	Voraussetzungen und Modalitäten der Anteilsrücknahme	F 16
2.	Ausstieg über den Sekundärmarkt	F 18
IV.	Transparenzanforderungen	F 19
V.	Vertriebsregime	F 20
1.	Lokale Einrichtungen	F 20
2.	Internes Bewertungsverfahren	F 21
3.	Eignungsbewertung	F 21
4.	Bestimmungen zur Verwahrstelle/Vertrieb an Kleinanleger	F 21
5.	Weitere Anforderungen beim Vertrieb an Kleinanleger	F 22
a)	Anforderungen an das Finanzinstrument-Portfolio des Kleinanlegers	F 22
b)	Eignungsprüfung	F 22
c)	Warnpflicht	F 23
d)	Ausnahmen für leitende Mitarbeiter, Portfolioverwalter etc.	F 23
e)	Hinweise bei Feeder-ELTIF	F 24
f)	Gleichbehandlung bei Anteilsklassen	F 24
D.	Exkurs: Querbezüge zum Schweizer Recht	F 24
I.	Allgemeines	F 24
II.	Angebot von ELTIF in der Schweiz	F 25
III.	Die ELTIF-Reform als Vorbild für die Rechtsentwicklung in der Schweiz	F 27
E.	Fazit und Erkenntnisse	F 28

A. Einführung

Im Jahr 2015 hat der europäische Gesetzgeber mit der ELTIF-VO¹ eine Basis für sog. europäische langfristige Investmentfonds (European long-term Investment Funds, „ELTIF“) geschaffen.² Das Regulierungsprojekt ging auf einen Vorschlag der Kommission vom Juni 2013 zurück.³ Der ELTIF dient primär als Vehikel zur Finanzierung langfristiger Infrastrukturprojekte und soll auch für Kleinanleger zugänglich sein.⁴ Von seiner Zielsetzung her soll der ELTIF dazu beitragen, mehr Kapital für langfristige Investitionen in die „Wirtschaft von morgen“ zu lenken, um so den Übergang zu einem intelligenten, nachhaltigen und integrativen Wachstum zu finanzieren.⁵

Trotz der vielversprechenden Aussichten konnte sich der ELTIF in der Praxis nicht wie erhofft durchsetzen. Anlässlich eines Reformvorschlags vom November 2021 stellte die Kommission fest, dass seit dem Inkrafttreten des Rechtsrahmens bloss 57 ELTIF mit einem geringen Nettovermögen aufgelegt worden

¹ Verordnung (EU) 2015/760 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 29. April 2015 über europäische langfristige Investmentfonds, ABl. L 123 vom 19. Mai 2015, 98 ff. (sog. „ELTIF-VO“). Begriff und Konzept des ELTIF werden unten (unter [B.I.](#)) erörtert.

² Vgl. allgemein zum Hintergrund und zur Entstehungsgeschichte Mäntysaari Petri, *Stocks for All: People's Capitalism in the Twenty-First Century*, Berlin/Boston 2022, 395 ff.; Lutter Marcus/Bayer Walter/Schmidt Jessica, *Europäisches Unternehmens- und Kapitalmarktrecht*, 6. A., Berlin/Boston 2018, § 38 N 38.68 ff.; Sieradzki Damian Christopher, *Der Einfluss des europäischen Rechts auf das Recht der Schweizer kollektiven Kapitalanlagen*, Diss. BE 2021 = SSHW Bd. 357, Zürich/St. Gallen 2022, N 63 und Fn 190; Sulzer Stephan R., *Banken- und Kapitalmarktrecht*, in: Kellerhals Andreas/Baumgartner Tobias (Hrsg.), *Wirtschaftsrecht Schweiz - EU, Überblick und Kommentar 2015/16*, Zürich/St. Gallen 2016, 19 f.; Zetzsche Dirk, *Verordnung über europäische langfristige Investmentfonds (ELTIF-VO) - Langfristigkeit im Sinne der Kleinanleger?*, ZBB 2015, Band 27, Heft 6, 362 ff.

³ Vorschlag für eine Verordnung des europäischen Parlaments und des Rates über europäische langfristige Investmentfonds, COM (2013) 462 final vom 26. Juni 2013.

⁴ Vgl. u.a. ErwG 1, 36 und 38 sowie Art. 1 Abs. 2 ELTIF-VO. Aufgrund des Miteinbezugs der Kleinanleger soll auch eine Alternative zu den offenen Wertpapierfonds (OGAW) nach der OGAW-RL (Richtlinie 2009/65/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 13. Juli 2009 zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren [OGAW], ABl. L 302 vom 17. November 2009, 32 ff.) entstehen, die im EU-Raum bereits weitverbreitet sind (COM [2013] 462 final, 3 f.). OGAW umfassen allerdings bloss liquide Anlagen (übertragbare Wertpapiere), während sich ELTIF grundsätzlich im Spektrum der alternativen Anlagen bewegen und insoweit kein „geduldiges Kapital“ binden (vgl. hierzu auch COM [2013] 462 final, 4).

⁵ COM (2013) 462 final, 2.

sind.⁶ Das verwaltete Gesamtvermögen betrug 2021 schätzungsweise 2.4 Mrd. EUR. Die Portfoliozusammensetzung war vielfach auf eine bestimmte zulässige Anlagekategorie beschränkt. Ausserdem konzentrierten sich die bestehenden ELTIFs auf wenige Sitzstaaten (Luxemburg, Frankreich, Italien und Spanien), während es in den übrigen Mitgliedstaaten keine eigenen ELTIFs gab. Die Kommission nahm diese Erkenntnisse zum Anlass, um eine tiefgreifende Revision der ELTIF-VO einzuleiten.⁷ Das Reformprojekt war Teil einer umfassenden Initiative zur Weiterentwicklung der *Kapitalmarktunion*.⁸ Die Basis hierfür wurde bereits durch den Aktionsplan zur Kapitalmarktunion 2022 vom September 2021 gelegt.⁹ Um die Attraktivität des ELTIF-Gefässes zu steigern und

⁶ Vorschlag für eine Verordnung des europäischen Parlaments und des Rates zur Änderung der Verordnung (EU) 2015/760 in Bezug auf den Umfang der zulässigen Vermögenswerte und Investitionen, die Anforderungen an die Portfoliozusammensetzung und Diversifizierung, die Barkreditaufnahme und weitere Vertragsbedingungen sowie in Bezug auf die Anforderungen für die Zulassung, die Anlagepolitik und die Bedingungen für die Tätigkeit von europäischen langfristigen Investmentfonds, COM(2021) 722 final vom 25. November 2021, 2.

⁷ COM(2021) 722, 15 ff.

⁸ Medienmitteilung der Kommission vom 25. November 2021 (<https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/de/ip_21_6251>). Gemeinsam mit der ELTIF-Reform wurden auch weitere Projekte aufgegleist. Erfasst waren im Einzelnen (i) der einheitliche europäische Zugangspunkt, European Single Access Point – „ESAP“ (Vorschlag für eine Verordnung des europäischen Parlaments und des Rates zur Einrichtung eines zentralen europäischen Zugangsportals für den zentralisierten Zugriff auf öffentlich verfügbare, für Finanzdienstleistungen, Kapitalmärkte und Nachhaltigkeit relevante Informationen, COM[2021] 723 final vom 25. November 2021), (ii) die Überarbeitung der AIFM-RL (Vorschlag für eine Richtlinie des europäischen Parlaments und des Rates zur Änderung der Richtlinien 2011/61/EU und 2009/65/EG im Hinblick auf Übertragungsvereinbarungen, Liquiditätsrisikomanagement, die aufsichtliche Berichterstattung, die Erbringung von Verwahr- und Hinterlegungsdienstleistungen und die Kreditvergabe durch alternative Investmentfonds, COM[2021] 721 final vom 25. November 2021 [„AIFMD II“]) sowie (iii) Überarbeitung der Verordnung über Märkte für Finanzinstrumente (MiFIR) im Kontext der Einführung eines „europäischen konsolidierten Datentickers“ für einen leichteren Zugang aller Anleger zu Handelsdaten (Vorschlag für eine Verordnung des europäischen Parlaments und des Rates zur Änderung der Verordnung [EU] Nr. 600/2014 in Bezug auf die Erhöhung der Marktdatentransparenz, die Beseitigung von Hindernissen für die Entstehung eines konsolidierten Datentickers, die Optimierung der Handelspflichten und das Verbot der Entgegennahme von Zahlungen für die Weiterleitung von Kundenaufträgen, COM[2021] 727 final vom 25. November 2021). Weiterführend zur Kapitalmarktunion im Allgemeinen Veil Rüdiger, in: Veil Rüdiger (Hrsg.) Europäisches und deutsches Kapitalmarktrecht, 3. A., Tübingen 2022, § 1 N 50 f., 61 ff.

⁹ Mitteilung der Kommission an das Europäische Parlament, den Rat, den Europäischen Wirtschafts- und Sozialausschuss und den Ausschuss der Regionen. Eine Kapitalmarktunion für die Menschen und Unternehmen – neuer Aktionsplan, COM(2020) 590 final vom 24. September 2020.

damit zur Verwirklichung der Kapitalmarktunion beizutragen, sollten weitgehende Liberalisierungen eingeführt werden.¹⁰ Die Revisionsvorlage wurde im Verlauf des Jahres 2022 beraten, wobei die Einigung im Trilog am 19. Oktober 2022 erfolgte. Die revidierte Fassung der ELTIF-VO wurde schliesslich am 20. März 2023 veröffentlicht.¹¹

Nachfolgend sollen die einzelnen Neuerungen der jüngsten Revision analysiert und in die etablierte Konzeption des europäischen Kollektivanlagenrechts und der vorbestehenden ELTIF-Regulierung eingeordnet werden. Zu diesem Zweck werden zunächst die Grundzüge der ELTIF-VO dargestellt.¹² Anschliessend werden die materiellen Neuerungen des Reformprojekts diskutiert.¹³ Schliesslich sollen die einschlägigen Querbezüge zum Schweizer Recht aufgezeigt werden.¹⁴ Da die ELTIF-Regulierung hierzulande kaum beachtet worden ist, lohnt sich eine Betrachtung aus Schweizer Sicht.¹⁵ Im Vordergrund steht zunächst die Frage, inwiefern EU-ELTIFs in der Schweiz angeboten werden können. Darüber hinaus soll auch geklärt werden, ob sich das europäische ELTIF-Modell als Option für die Schweizer Regulierung anbietet, welche Herausforderungen sich dabei stellen würden und welchen Drittstaatenstatus solche Produkte aus der Perspektive der ELTIF-VO hätten. Die Erkenntnisse und Schlussfolgerungen des Beitrags werden in einer abschliessenden Synthese konsolidiert.¹⁶

¹⁰ Vgl. dazu im Einzelnen unten, [B.II](#).

¹¹ Verordnung (EU) 2023/606 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. März 2023 zur Änderung der Verordnung (EU) 2015/760 in Bezug auf die Anforderungen an die Anlagepolitik und an die Bedingungen für die Tätigkeit von europäischen langfristigen Investmentfonds sowie in Bezug auf den Umfang der zulässigen Anlagevermögenswerte, auf die Anforderungen an Portfoliozusammensetzung und Diversifizierung und auf die Barkreditaufnahme und weitere Vertragsbedingungen, ABl. L 80 vom 20. März 2023, 1 ff. (im Folgenden ELTIF-VO [rev. 2023]; die Ausgangsversion aus dem Jahr 2015 wird jeweils ohne diesen Zusatz aufgeführt [vgl. auch FN 1 oben]). Die revidierte Verordnung gilt ab dem 10. Januar 2024. Darüber hinaus gelten bestimmte Übergangsfristen (vgl. Art. 2 ELTIF-VO [rev. 2023]).

¹² Vgl. dazu unten, [B](#).

¹³ Vgl. dazu unten, [C](#).

¹⁴ Vgl. dazu unten, [D](#).

¹⁵ Im Vordergrund standen bei rechtsvergleichenden Analysen und internationalen Perspektiven traditionell das AIFM- und das OGAW-Regime. Für diesen Fokus gab es aus rechtspolitischer und dogmatischer Sicht nachvollziehbare Gründe.

¹⁶ Vgl. dazu unten, [E](#).

B. Ausgangslage

I. Grundkonzept des ELTIF

Die ELTIF-VO baut konsequenterweise auf der RL über die Verwalter alternativer Investmentfonds (AIFM-RL¹⁷) auf, da sich in diesem Sekundärrechtserlass die Rahmenbedingungen für die Verwaltung und den Vertrieb alternativer Investmentfonds (AIF) finden.¹⁸ Beim ELTIF handelt es sich um eine besondere Form eines AIF, der nach den Vorgaben der ELTIF-VO zugelassen worden ist und von einem AIFM verwaltet wird.¹⁹ Eine Zulassung als ELTIF kann nur durch einen AIF beantragt werden. Die Verwaltung des ELTIF muss durch einen AIFM vorgenommen werden. Analog zur Konzeption anderer Sekundärrechtserlasse enthält auch die ELTIF-VO ein *Passport-System* für den Binnenmarkt. Danach darf ein zugelassener ELTIF im Rahmen der ELTIF-VO in der gesamten EU vertrieben werden.²⁰ Im Gegensatz zu den Rahmenbedingungen der AIFM-RL erlaubt die ELTIF-VO den grenzüberschreitenden Vertrieb auch gegenüber Kleinanlegern.²¹ Der Einbezug von Kleinanlegern ist eine der zentralen Vorzüge des ELTIF-Konzepts. Mit dem ELTIF sollen bestimmte Anlagemöglichkeiten, die typischerweise institutionellen Anlegern vorbehalten sind (insb. Private Equity, Private Debt, Infrastrukturen etc.), auch Kleinanlegern zugänglich gemacht werden.

Im Gegensatz zur AIFM-RL enthält die ELTIF-VO *kein Drittstaaten-Regime*, so dass als ELTIF einzig durch EU-AIFM verwaltete EU-AIF in Frage kommen.²² ELTIF aus Drittstaaten können unter der ELTIF-VO nicht zugelassen werden.

¹⁷ Richtlinie 2011/61/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 8. Juni 2011 über die Verwalter alternativer Investmentfonds und zur Änderung der Richtlinien 2003/41/EG und 2009/65/EG und der Verordnungen (EG) Nr. 1060/2009 und (EU) Nr. 1095/2010, ABl. L 174 vom 1. Juli 2011, 1 ff.

¹⁸ Vgl. hierzu insb. ErwG 8 ELTIF-VO; Lutter/Bayer/Schmidt, § 38 N 70 f., m.w.H.

¹⁹ ErwG 9 Satz 2 sowie Art. 3 und 4 ELTIF-VO. Als „AIF“ gilt gemäss Art. 4 Abs. 1 lit. a AIFM-RL jeder Organismus für gemeinsame Anlagen einschliesslich seiner Teilfonds, der (i) „von einer Anzahl von Anlegern Kapital einsammelt, um es gemäss einer festgelegten Anlagestrategie zum Nutzen dieser Anleger zu investieren“ und (ii) nicht unter die OGAW-RL fällt. Ein „AIFM“ ist gemäss Art. 4 Abs. 1 lit. b AIFM-RL „eine juristische Person, deren reguläre Geschäftstätigkeit darin besteht, einen oder mehrere AIF zu verwalten“.

²⁰ Art. 3 Abs. 1 und Art. 31 ELTIF-VO; Lutter/Bayer/Schmidt, N 38.72; Simon Schären/Thomas Jutzi, Schweizer Finanzmarktrecht im europäischen Kontext, Zürich/St. Gallen 2022, N 7.

²¹ ErwG 10 sowie Art. 26 ff. ELTIF-VO.

²² ErwG 9 ELTIF-VO; vgl. zum Drittstaatenregime der AIFM-RL Lutter/Bayer/Schmidt, N 38.48; Sieradzki, N 413 ff. Die Einzelheiten sind in Art. 34 ff. AIFM-RL geregelt.

Ebenso wenig kommen Drittstaaten-AIFM als Verwalter eines ELTIF in Frage. Mit diesem Eurozentrismus soll die „europäische Dimension“ des ELTIF-Konzepts betont werden.²³

Ein zugelassener ELTIF muss die Vorschriften der ELTIF-VO stets erfüllen.²⁴ Ferner müssen der ELTIF und der zuständige AIFM die Bestimmungen der AIFM-RL einhalten.²⁵ Der Verwalter des ELTIF muss die Befolgung der ELTIF-VO sicherstellen.²⁶

II. Reformbedarf

Wie eingangs ausgeführt wurde, konnte sich der ELTIF bislang nicht im erwünschten Umfang durchsetzen.²⁷ Die jüngste Revision der ELTIF-VO soll dazu beitragen, den ELTIF als Anlageprodukt attraktiver zu machen, um mehr Kapital in langfristige Projekte zu lenken.²⁸ Die Kapitalbeschaffung für die spezifischen Zwecke der ELTIF-VO soll erleichtert werden.²⁹ Zu diesem Zweck wird u.a. eine Öffnung gegenüber Kleinanlegern angestrebt, um auf diesem Weg zusätzliches Kapital zu mobilisieren.³⁰ Daher enthält die revidierte ELTIF-VO verschiedene Liberalisierungsansätze, die auf die Verringerung von Marktzutrittsschranken für Kleinanleger ausgerichtet sind. Stehen ELTIF nur professionellen Anlegern offen, entfallen verschiedene Vorschriften, die beim Einbezug von Kleinanlegern gelten würden. Insoweit wird neu stärker zwischen ELTIF für Kleinanleger und ELTIF für professionelle Anleger differenziert, wobei auf beiden Ebenen regulatorische Erleichterungen eingeführt werden.³¹ Dadurch wird der ELTIF für beide Anlegerkategorien attraktiver. Darüber hinaus finden sich in der novellierten Fassung der ELTIF-VO generelle Liberalisierungen, wie insb. beim Investmentspektrum (u.a. in den Bereichen

²³ So explizit ErwG 9 Satz 1 ELTIF-VO.

²⁴ Art. 7 Abs. 1 ELTIF-VO.

²⁵ Art. 7 Abs. 2 ELTIF-VO.

²⁶ Art. 7 Abs. 3 ELTIF-VO. Der Verwalter des ELTIF haftet nach den Bestimmungen der AIFM-RL für Verstöße gegen die ELTIF-VO. Ausserdem haftet der Verwalter für Schäden und Verluste, die durch die Nichteinhaltung der ELTIF-VO entstehen.

²⁷ Vgl. hierzu oben, [A](#).

²⁸ Anlass für die Revision war die in Art. 37 ELTIF-VO vorgesehene Überprüfung.

²⁹ Art. 1 Abs. 2 ELTIF-VO (rev. 2023).

³⁰ COM(2021) 722 final, 3.

³¹ ErwG 21 ff. ELTIF-VO (rev. 2023). Die Begriffe „Kleinanleger“ und „professionelle Anleger“ richten sich nach den einschlägigen Definitionen in der Richtlinie 2014/65/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Mai 2014 über Märkte für Finanzinstrumente sowie zur Änderung der Richtlinien 2002/92/EG und 2011/61/EU, ABl. L 173, 12. Juni 2014, 349 ff. (MiFID II). Diese Referenz ergibt sich aus Art. 2 Abs. 2 und Abs. 3 ELTIF-VO.

Anlagevermögen, Diversifikation, Konzentration, Barkreditaufnahme etc.) und bei weiteren Rahmenbedingungen, die als zu einschränkend empfunden wurden.³²

Der Trend hin zu einer liberaleren und flexibleren ELTIF-Regulierung steht im Kontrast zu gegenläufigen Entwicklungen in anderen Regelungsbereichen. So zeichnen sich seit dem Brexit vermehrt regulatorische Verschärfungen ab, was auf eine veränderte Regulierungskultur zurückzuführen ist.³³ Dieser Paradigmenwechsel äussert sich nicht nur in einer strikteren Behandlung von Drittstaatenbelangen, sondern auch in internen Regulierungsansätzen. Die jüngste Reform der ELTIF-VO weicht aufgrund der weitreichenden Deregulierung von diesem Muster ab, was insb. mit Blick auf die Öffnung gegenüber Kleinanlegern bemerkenswert ist.

Nachfolgend sollen die wichtigsten Änderungen der ELTIF-Reform dargestellt und in den Kontext der traditionellen ELTIF-Regulierung eingeordnet werden. Die Ausführungen beschränken sich auf eine Auswahl zentraler Schwerpunkte, die von besonderem dogmatischem Interesse sind.

C. Änderungen im Rahmen des Reformprojekts (ELTIF 2.0)

I. Zulässige Anlagen und Anlagevermögenswerte

1. Co-investments

Die revidierte ELTIF-VO ermöglicht einem ELTIF, *co-investments* in Investitionsvorhaben von in Minderheitsbesitz befindlichen Tochtergesellschaften zu tätigen.³⁴ Das in der vormaligen Fassung enthaltene Erfordernis der Mehrheitsbeteiligung wurde aufgegeben. Art. 10 Abs. 1 UAbs. 1 lit. a (iii) ELTIF-VO (rev. 2023) wurde zu diesem Zweck angepasst. Durch diese Neuerung soll die Umsetzung indirekter Anlagestrategien erleichtert und das Spektrum möglicher Anlagevermögenswerte erweitert werden.

³² COM(2021) 722 final, 9 ff.

³³ Vgl. hierzu eingehend Simon Schären/Thomas Jutzi, Viele Wege führen nach Brüssel: europakompatibles Finanzmarktrecht im Zeichen des Marktzugangs, recht 2020, 235 ff. und Simon Schären/Thomas Jutzi, Schweizer Finanzmarktrecht im europäischen Kontext – Aufbruch in eine neue Ära, GesKR 2021, 466 ff.

³⁴ ErwG 12 ELTIF-VO (rev. 2023).

2. Sachwerte

Mit dem Reformprojekt ELTIF 2.0 wurden die zulässigen Anlagen bzw. Anlagevermögenswerte erweitert. Im Vordergrund standen dabei die zulässigen Anlagevermögenswerte gemäss Art. 9 Abs. 1 lit. a ELTIF-VO und insb. die hierunter erfassten „Sachwerte“. Nach der ursprünglichen Fassung der ELTIF-VO mussten Sachwerte einen wirtschaftlichen oder sozialen Nutzen aufweisen (z.B. Bildung, Beratung sowie Forschung und Entwicklung) und musste insofern nachhaltig sein.³⁵ Ausserdem wurde bei Sachwerten ein Mindestwert von 10 Mio. EUR vorausgesetzt.³⁶ Schliesslich müssen Sachwerte auch nicht mehr direkt oder indirekt (über qualifizierte Portfoliounternehmen) gehalten werden.³⁷

In der revidierten Fassung der ELTIF-VO wird beim Sachwert weder ein Nachhaltigkeitsbezug noch ein Mindestwert vorausgesetzt. Als Sachwert gilt nun schlicht jeder „Vermögenswert, der aufgrund seiner Beschaffenheit und seiner Eigenschaften einen Ertragswert hat“.³⁸ Dadurch soll der Anwendungsbereich zulässiger Anlagevermögenswerte erweitert und die Flexibilität der Vermögensverwalter erhöht werden.³⁹ Die zuständigen AIFM können in ein deutlich erweitertes Spektrum von Sachwerten investieren.

Obschon die Zulässigkeit von Sachwerten nicht mehr explizit von deren Nachhaltigkeit abhängt, müssen u.U. die einschlägigen Offenlegungspflichten aus

³⁵ Art. 2 Ziff. 6 ELTIF-VO.

³⁶ Art. 10 lit. e ELTIF-VO.

³⁷ Art. 10 lit. e ELTIF-VO; vgl. zum Begriff des qualifizierten Portfoliounternehmens Art. 11 ELTIF-VO (vgl. hierzu auch unten, [4](#)).

³⁸ So explizit Art. 2 Ziff. 6 ELTIF-VO (rev. 2023). In ErwG 6 ELTIF-VO (rev. 2013) wird lediglich vorausgesetzt, dass „Sachwerte aufgrund ihrer Beschaffenheit bzw. ihrer Art einen Wert haben“ (Hervorhebung hinzugefügt). Beispiele zulässiger Sachwerte werden in ErwG 6 ELTIF-VO (rev. 2023) aufgeführt. Erfasst sind z.B. Infrastruktur für Kommunikation, Umwelt, Energie oder Verkehr, soziale Infrastrukturen, Infrastruktur für Bildung, Gesundheit und Sozialleistungen oder Industrieanlagen und -einrichtungen sowie sonstige Vermögenswerte wie geistiges Eigentum, Schiffe, Anlagen, Maschinen etc.). Als Sachwerte gelten darüber hinaus auch Investitionen in immaterielle Güter wie Wasserrechte, Waldrechte, Abschürfrechte oder grüne Anleihen, sofern entsprechende Direktinvestitionen nicht möglich oder unwirtschaftlich sind (vgl. hierzu ErwG 7 ELTIF-VO [rev. 2023]). Vermögenswerte, die als solche keine langfristigen Investitionen in die Realwirtschaft darstellen, sind von den zulässigen Anlagevermögenswerten ausgenommen (ErwG 8 ELTIF-VO [rev. 2023]). Dies betrifft u.a. Kunstwerke, Manuskripte, Weinvorräte oder Schmuck.

³⁹ ErwG 6 ELTIF-VO (rev. 2023).

der SFDR⁴⁰ und der Taxonomie-VO⁴¹ beachtet werden.⁴² Soweit ELTIF ökologische bzw. soziale Merkmale fördern oder nachhaltige Investitionen bezwecken, müssen sie gegebenenfalls die Offenlegungspflichten gemäss Art. 8 bzw. Art. 9 SFDR erfüllen.

3. Organismen für gemeinsame Anlagen, Verbriefungen und grüne Anleihen

Die revidierte ELTIF-VO ermöglicht weiterhin *Dachfondsstrukturen*, bei denen ELTIF in Anteile anderer Organismen für gemeinsame Anlagen investieren können.⁴³ In Frage kommen Anlagen in ELTIF, EuVECA⁴⁴, EuSEF⁴⁵, OGAW und EU-AIF, die von EU-AIFM verwaltet werden. Die entsprechenden Organismen müssen ihrerseits in zulässige Anlagen gemäss Art. 9 Abs. 1 und 2 ELTIF-VO investieren. Ausserdem dürfen sie höchstens 10% ihres Kapitals in Organismen für gemeinsame Anlagen investiert haben. In der ursprünglichen Fassung der ELTIF-VO war es ELTIF noch nicht gestattet, in OGAW oder AIF zu investieren. Mit der ELTIF-VO-Novelle sind diese Anlagevermögenswerte hinzugekommen.⁴⁶

Die erwähnte Obergrenze von 10% gilt nicht für Feeder-ELTIF.⁴⁷ Hierbei handelt es sich um einen ELTIF oder einen Teilfonds eines ELTIF, der mindestens 85% seiner Vermögenswerte in Anteile eines anderen ELTIF oder eines Teilfonds eines ELTIF anlegt.⁴⁸ Als Master-ELTIF gilt spiegelbildlich ein ELTIF oder ein Teilfonds eines ELTIF, bei dem ein Feeder-ELTIF entsprechende Investitionen tätigt.⁴⁹

⁴⁰ Verordnung (EU) 2019/2088 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 27. November 2019 über nachhaltigkeitsbezogene Offenlegungspflichten im Finanzdienstleistungssektor, ABl. L 317 vom 9. Dezember 2019, 1 ff.

⁴¹ Verordnung (EU) 2020/852 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 18. Juni 2020 über die Einrichtung eines Rahmens zur Erleichterung nachhaltiger Investitionen und zur Änderung der Verordnung (EU) 2019/2088, ABl. L 198 vom 22. Juni 2020, 13 ff.

⁴² ErwG 9 ELTIF-VO (rev. 2023).

⁴³ Art. 10 Abs. 1 UAbs. 1 lit. d ELTIF-VO (rev. 2023).

⁴⁴ Europäische Risikokapitalfonds (European Venture Capital Funds; EuVECA).

⁴⁵ Europäische Fonds für soziales Unternehmertum (European Social Entrepreneurship Funds; EuSEF).

⁴⁶ ErwG 13 ELTIF-VO (rev. 2023).

⁴⁷ Art. 10 Abs. 1 UAbs. 2 ELTIF (rev. 2023).

⁴⁸ Art. 2 Ziff. 20 ELTIF-VO (rev. 2023).

⁴⁹ Art. 2 Ziff. 21 ELTIF-VO (rev. 2023).

Neu lässt die ELTIF-VO auch einfache, transparente und standardisierte *Verbriefungen* als Anlagevermögenswerte zu.⁵⁰ Die zugrundeliegenden Risikopositionen müssen bestimmten Anforderungen der Deleg. VO (EU) 2019/1851⁵¹ genügen.⁵²

Schliesslich kommen als Anlageobjekte neu auch sog. *grüne Anleihen* in Frage.⁵³ Diese müssen von einem qualifizierten Portfoliounternehmen i.S.v. Art. 11 ELTIF-VO ausgegeben werden.⁵⁴

4. Qualifizierte Portfoliounternehmen

a) Grundsatz

Als zulässige Anlagevermögenswerte kommen beim ELTIF primär Investitionen in Unternehmen in Frage. Die entsprechenden Eigenkapitalinstrumente oder die Schuldtitel müssen grundsätzlich von einem „qualifizierten Portfoliounternehmen“ begeben werden.⁵⁵

Die revidierte ELTIF-VO definiert den Begriff des qualifizierten Portfoliounternehmens in Art. 11, wobei im Rahmen der Revision verschiedene Änderungen zu verzeichnen sind.

⁵⁰ Nach Art. 2 Ziff. 14a ELTIF-VO (rev. 2023) handelt sich bei „einfachen, transparenten und standardisierten Verbriefungen“ um Verbriefungen gemäss Art. 18 der Verordnung (EU) 2017/2402 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 12. Dezember 2017 zur Festlegung eines allgemeinen Rahmens für Verbriefungen und zur Schaffung eines spezifischen Rahmens für einfache, transparente und standardisierte Verbriefung und zur Änderung der Richtlinien 2009/65/EG, 2009/138/EG, 2011/61/EU und der Verordnungen (EG) Nr. 1060/2009 und (EU) Nr. 648/2012, ABl. L 347 vom 28. Dezember 2017, 35 ff.

⁵¹ Delegierte Verordnung (EU) 2019/1851 der Kommission vom 28. Mai 2019 zur Ergänzung der Verordnung (EU) 2017/2402 des Europäischen Parlaments und des Rates durch technische Regulierungsstandards zur Homogenität der einer Verbriefung zugrunde liegenden Risikopositionen, ABl. L 285 vom 6. November 2019, 1 ff.

⁵² Vgl. hierzu Art. 10 Abs. 1 UAbs. 1 lit. f ELTIF-VO (rev. 2023). Erfasst sind zunächst Vermögenswerte, die in Art. 1 lit. a Ziff. i, ii oder iv der Deleg. VO (EU) 2019/1851 aufgeführt sind. Ferner sind Vermögenswerte betroffen, die in Art. 1 lit. a Ziff. vii oder viii der Deleg. VO (EU) 2019/1851 aufgeführt sind. Hier wird vorausgesetzt, dass die Erlöse aus den Verbriefungsanleihen zur Finanzierung oder Refinanzierung langfristiger Investitionen verwendet werden.

⁵³ ErwG 10 ELTIF-VO (rev. 2023).

⁵⁴ Vgl. zum Begriff des qualifizierten Portfoliounternehmens unten, [4](#).

⁵⁵ Art. 10 Abs. 1 lit. a und b ELTIF-VO (rev. 2023). Ausserdem dürfen ELTIF einem qualifizierten Portfoliounternehmen Kredite gewähren, sofern die Laufzeit nicht über jene des ELTIF hinausgeht (Art. 10 Abs. 1 lit. c ELTIF-VO [rev. 2023]).

b) Finanzunternehmen

Nach der aktuellen Fassung der ELTIF-VO dürfen ELTIF keine Investitionen in Kreditinstitute, Wertpapierfirmen, Versicherungsunternehmen und andere Finanzunternehmen vornehmen. Um digitale Innovationen zu fördern, sollen ELTIF jedoch neu auch in FinTech-Unternehmen investieren dürfen.⁵⁶ Es darf sich dabei allerdings nicht um eine Finanzholdinggesellschaft oder ein gemischtes Unternehmen handeln. Ausserdem kommen nur Finanzunternehmen in Frage, deren Gründung bzw. Registrierung weniger als fünf Jahre vor dem Zeitpunkt der Erstinvestition erfolgt ist.

c) Schwellenwert bei der Marktkapitalisierung

Qualifizierte Portfoliounternehmen dürfen grundsätzlich nicht zum Handel an einem geregelten Markt oder in einem multilateralen Handelssystem zugelassen sein.⁵⁷ Unternehmen, die an einem geregelten Markt oder in einem organisierten Handelssystem zugelassen sind, dürfen eine *Marktkapitalisierung* von höchstens 1'500'000'000 EUR aufweisen.⁵⁸ Dieser Schwellenwert lag vor der Revision noch bei 500'000'000 EUR.⁵⁹ In der Anhebung dieses Betrags ist eine weitere Liberalisierung zu sehen. Unternehmen mit geringer Marktkapitalisierung verfügen über eine begrenzte Liquidität, so dass die Verwalter von ELTIF ausserstande sind, innert eines angemessenen Zeitraums entsprechende Positionen aufzubauen. Dies wiederum verkleinert das Spektrum möglicher Anlageziele. Die Erhöhung der massgeblichen Marktkapitalisierung soll dazu beitragen, den investierenden ELTIF ein besseres Liquiditätsprofil zu verleihen.⁶⁰

d) Drittstaatenbezug

Eine weitere Erleichterung besteht schliesslich im erweiterten räumlichen Einzugsgebiet der Anlagevermögenswerte. Neu können sich qualifizierte Portfoliounternehmen auch in *Drittstaaten* befinden.⁶¹ Hierfür wird vorausgesetzt, dass der entsprechende Drittstaat im Zusammenhang mit der Vermeidung von Geldwäsche und Terrorismusfinanzierung nicht als Land mit hohem Risiko

⁵⁶ ErwG 16 ELTIF-VO (rev. 2023). Einzelheiten sind in Art. 11 Abs. 1 lit. a ELTIF-VO (rev. 2023) geregelt.

⁵⁷ Art. 11 Abs. 1 lit. b (i) ELTIF-VO (rev. 2023). Die Begriffe des geregelten Markts und des organisierten Handelssystems richten sich nach MiFID II (vgl. hierzu die Definitionen in Art. 4 Abs. 1).

⁵⁸ Art. 11 Abs. 1 lit. b (ii) ELTIF-VO (rev. 2023).

⁵⁹ ErwG 17 ELTIF-VO (rev. 2023).

⁶⁰ ErwG 17 ELTIF-VO (rev. 2023), m.w.H.

⁶¹ ErwG 4 ELTIF-VO (rev. 2023); Art. 11 Abs. 1 lit. c ELTIF-VO (rev. 2023).

eingestuft wird.⁶² Ausserdem darf der Staat nicht in Anhang I der Schlussfolgerungen des Rates zur überarbeiteten EU-Liste nicht kooperativer Länder und Gebiete für Steuerzwecke aufgeführt sein.

5. Interessenkonflikte und Co-investments

Um Interessenkonflikte zu vermeiden, dürfen ELTIF grundsätzlich nicht in Anlagevermögenswerte investieren, an denen der Verwalter des ELTIF eine direkte oder indirekte Beteiligung hält oder übernimmt.⁶³ Diese Einschränkung gilt nicht für Anteile an ELTIF, EuSEF, EuVECA, OGAW oder EU-AIF, die vom Verwalter des ELTIF verwaltet werden.

Mit der revidierten Fassung der ELTIF-VO werden ELTIF-Verwaltern nun auch *co-investments* ermöglicht.⁶⁴ Der mit der Verwaltung des ELTIF betraute AIFM, Unternehmen derselben Gruppe und deren Mitarbeiter werden gemeinsame Investitionen in den betreffenden ELTIF bzw. in denselben Vermögenswert gestattet.⁶⁵ Der Verwalter des ELTIF muss allerdings organisatorische und administrative Vorkehrungen mit Blick auf Interessenkonflikte treffen (Erkennung, Verhinderung, Steuerung und Beobachtung). Ausserdem müssen allfällige Interessenkonflikte in angemessener Weise offengelegt werden.

II. Anlagepolitik

1. Portfoliozusammensetzung und Diversifizierung

Die Ausgangsversion der ELTIF-VO schrieb vor, dass ein ELTIF mindestens 70% ihres Kapitals in zulässige Anlagevermögenswerte i.S.v. Art. 9 Abs. 1 ELTIF-VO investieren musste. Diese Anforderung erwies sich als zu streng und wurde im Rahmen der Revision der ELTIF-VO auf 55% gesenkt.⁶⁶

⁶² Art. 9 Abs. 2 Richtlinie 2015/849 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 20. Mai 2015 zur Verhinderung der Nutzung des Finanzsystems zum Zwecke der Geldwäsche und der Terrorismusfinanzierung, zur Änderung der Verordnung (EU) Nr. 648/2012 des Europäischen Parlaments und des Rates und zur Aufhebung der Richtlinie 2005/60/EG des Europäischen Parlaments und des Rates und der Richtlinie 2006/70/EG der Kommission, ABl. L 141 vom 5. Juni 2015, 73 ff.

⁶³ Art. 12 Abs. 1 ELTIF-VO (rev. 2023); Lutter/Bayer/Schmidt, N 38.73.

⁶⁴ ErwG 19 f. sowie Art. 12 Abs. 2 ELTIF-VO (rev. 2023).

⁶⁵ Parallele Investitionen von Vermögensverwaltern entsprechen einer gängigen Marktpraxis. Auf diese Weise können u.a. grössere Kapitalpools für Investitionen in Grossprojekte geschaffen werden (vgl. hierzu ErwG 19 ELTIF-VO [rev. 2023]).

⁶⁶ Art. 13 Abs. 1 ELTIF-VO (rev. 2023). Die Senkung der Grenze soll u.a. die Verwaltung der Liquidität erleichtern (vgl. ErwG 22 ELTIF-VO [rev. 2023]).

Auch bei den Vorgaben zur Diversifizierung sind weitgehende Lockerungen zu verzeichnen. Neu darf ein ELTIF bis zu 20% seines Kapitals in Instrumente investieren, die von ein und demselben qualifizierten Portfoliounternehmen begeben werden.⁶⁷ Dieselbe Grenze gilt für Kredite, die der ELTIF einem bestimmten qualifizierten Portfoliounternehmen gewährt. Ferner kann ein ELTIF 20% seines Vermögens in einen bestimmten Sachwert investieren.⁶⁸ Ebenfalls bei 20% liegt die Grenze für Investitionen in Anteile eines einzigen ELTIF, EuVECA, EuSEF, OGAW bzw. AIF.⁶⁹ Diese Höchstgrenzen lagen vor der Revision noch bei 10%. Angepasst wurde auch die Grenze für Investitionen in Vermögenswerte gemäss Art. 9 Abs. 1 lit. b ELTIF-VO⁷⁰, wenn diese von einer einzigen Stelle begeben wurden (neu 10 statt ursprünglich 5%).⁷¹

Da ein ELTIF neu in einfache, transparente und standardisierte Verbriefung investieren darf, wird auch hierfür eine Obergrenze festgelegt. Entsprechende Investitionen dürfen nicht über 20% des Werts des ELTIF-Kapitals hinausgehen.⁷²

Das Engagement gegenüber Gegenparteien bei Geschäften mit OTC-Derivaten, Pensionsgeschäften oder umgekehrten Pensionsgeschäften darf insgesamt nicht mehr als 10% des Werts des ELTIF ausmachen.⁷³ Diese Grenze lag früher bei 5%.

Bei den Vorgaben zur Diversifizierung sind verschiedene Ausnahmen zu beachten.⁷⁴ Zunächst finden die Vorgaben beim ausschliesslichen Vertrieb an professionelle Anleger keine Anwendung. Ausserdem bezieht sich die spezifische Obergrenze bei Investitionen in Anteile von ELTIF, EuVECA, EuSEF, OGAW bzw. AIF gemäss Art. 13 Abs. 2 lit. c ELTIF-VO (rev. 2023) nicht auf Feeder-ELTIF.⁷⁵

⁶⁷ Art. 13 Abs. 2 lit. a (rev. 2023).

⁶⁸ Art. 13 Abs. 2 lit. b (rev. 2023).

⁶⁹ Art. 13 Abs. 2 lit. c (rev. 2023).

⁷⁰ Gemäss Art. 9 Abs. 1 lit. b ELTIF-VO dürfen ELTIF grundsätzlich auch in Vermögenswerte gemäss Art. 50 Abs. 1 OGAW-RL investieren (nebst den in Art. 9 Abs. 1 lit. a ELTIF-VO erwähnten zulässigen Anlagevermögenswerten, die u.a. in Art. 10 ELTIF-VO näher definiert werden). Hierunter fallen z.B. Wertpapiere und Geldmarktinstrumente, die an einem geregelten Markt notiert oder gehandelt werden.

⁷¹ Art. 13 Abs. 2 lit. d ELTIF-VO (rev. 2023). Der ELTIF kann die Obergrenze ausnahmsweise auf 25% anheben, wenn die Schuldverschreibungen von einem Kreditinstitut mit Sitz in einem Mitgliedstaat der EU begeben werden und eine besondere öffentliche Aufsicht zum Schutz der Inhaber von Schuldverschreibungen besteht (Art. 13 Abs. 5 ELTIF-VO [rev. 2023]).

⁷² Art. 13 Abs. 3 ELTIF-VO (rev. 2023); vgl. hierzu auch oben, [I.3](#).

⁷³ Art. 13 Abs. 4 ELTIF-VO (rev. 2023).

⁷⁴ Art. 13 Abs. 7 ELTIF-VO (rev. 2023).

⁷⁵ Vgl. zum Begriff des Feeder-ELTIF oben, [I.3](#).

2. Obergrenzen/Konzentration

Einem ELTIF wird gestattet, bis zu 30% der Anteile eines einzigen ELTIF, EuVECA, EuSEF, OGAW bzw. AIF zu erwerben.⁷⁶ Nach der ursprünglichen ELTIF-VO war eine maximale Konzentration von 25% vorgeschrieben.

Investiert ein ELTIF in Vermögenswerte gemäss Art. 9 Abs. 1 lit. b ELTIF-VO, muss er hinsichtlich der Konzentration die Obergrenzen gemäss OGAW-RL einhalten.⁷⁷ Wird der betreffende ELTIF ausschliesslich an professionelle Anleger vertrieben, kommen die erwähnten Vorschriften nicht zur Anwendung.

3. Barkreditaufnahme

Der Einsatz von Hebelfinanzierungen spielt bei der Umsetzung bestimmter Anlagestrategien eine wichtige Rolle. ELTIF können dadurch ihre Liquidität erhöhen, Renditen steigern und zusätzliche Effizienzgewinne erzielen. Mit der Revision der ELTIF-VO wurde die Barkreditaufnahme erleichtert und die Flexibilität der Verwalter von ELTIF erhöht.⁷⁸

Die revidierte ELTIF-VO ermöglicht eine Kreditaufnahme im Umfang von bis zu 50% des Nettovermögenswerts des ELTIF.⁷⁹ Diese Obergrenze lag vor der Revision noch bei 30%. Mit der Anhebung dieser Limite sollen u.a. Hebelfinanzierungen im Zusammenhang mit Investitionen in Sachwerte ermöglicht werden. Bei ELTIF, die ausschliesslich an professionelle Anleger vertrieben werden, liegt die Obergrenze gar bei 100% des Nettovermögens. Professionelle Anleger haben eine höhere Risikotoleranz als Kleinanleger, so dass sich eine höhere Obergrenze rechtfertigt.⁸⁰ Der Verwalter des ELTIF muss die konkreten Obergrenzen für die Kreditaufnahme gegebenenfalls im Prospekt des ELTIF angeben.⁸¹

Nebst der angehobenen Obergrenze sieht die revidierte ELTIF-VO weitere Erleichterungen für die Barkreditaufnahme vor. So muss der Kredit neu nicht mehr zwingend auf die gleiche Währung lauten wie die Vermögenswerte, die mit den Barmitteln erworben werden sollen.⁸² Stattdessen kommen auch an-

⁷⁶ Art. 15 Abs. 1 ELTIF-VO (rev. 2023).

⁷⁷ Art. 15 Abs. 2 ELTIF-VO (rev. 2023). Massgebend sind die Vorgaben in Art. 56 Abs. 2 OGAW-RL.

⁷⁸ ErwG 26 ff. ELTIF-VO (rev. 2023).

⁷⁹ Art. 16 Abs. 1 UAbs. 1 lit. a ELTIF-VO (rev. 2023).

⁸⁰ ErwG 26 ELTIF-VO (rev. 2023).

⁸¹ Art. 16 Abs. 2 ELTIF-VO (rev. 2023). In der früheren Fassung der ELTIF-VO wurde einzig festgelegt, dass die Möglichkeit der Kreditaufnahme angegeben werden musste.

⁸² Art. 16 Abs. 1 UAbs. 1 lit. c ELTIF-VO (rev. 2023).

dere Währungen in Frage, sofern die entsprechenden Positionen abgesichert wurden. Ferner kann der ELTIF im Rahmen der Barkreditaufnahme sämtliche Vermögenswerte belasten und muss sich dabei nicht – wie früher noch vorgesehen – auf 30% seines Kapitals beschränken.⁸³ Schliesslich gelten vollständig durch Kapitalzusagen der Anleger gedeckte Kreditvereinbarungen nicht als Kreditaufnahme gemäss Art. 16 Abs. 1 ELTIF-VO (rev. 2023).⁸⁴ Dadurch sollen ELTIF bei der Umsetzung ihrer Kreditaufnahmestrategie zusätzliche Flexibilität erhalten.⁸⁵

III. Rücknahmen und Sekundärmarkt

1. Voraussetzungen und Modalitäten der Anteilsrücknahme

ELTIF sind aufgrund ihres langfristigen Anlagehorizonts grundsätzlich als geschlossene Vehikel mit fester Laufzeit konzipiert.⁸⁶ Aus diesen Gründen können die Anleger die Rücknahme ihrer Anteile grundsätzlich nicht vor Ende der Laufzeit des ELTIF beantragen.⁸⁷ Das Ende der Laufzeit (konkretes Datum) muss in den Vertragsbedingungen bzw. in der Satzung des ELTIF festgelegt werden.⁸⁸ Die konkrete Laufzeit des ELTIF muss angesichts der Langfristigkeit angemessen sein, wobei auch das Liquiditätsprofil und die Laufzeiten der einzelnen Vermögenswerte zu berücksichtigen sind.⁸⁹

Aus Gründen des Anlegerschutzes kann es sich aufdrängen, Kleinanlegern vorzeitige Rücknahmen von Anteilen zu ermöglichen.⁹⁰ Bereits die Ausgangsversion der ELTIF-VO strebte daher eine „Balance zwischen Investitions- und Rücknahmehorizont“ an.⁹¹ Dieser Leitlinie entsprechend können die Vertragsbedingungen oder die Satzung des ELTIF die Möglichkeit von Rücknahmen während der Laufzeit vorsehen.⁹² Hierfür werden eine angemessene Rücknahmeregelung und angemessene Instrumente für das Liquiditätsmanagement

⁸³ Art. 16 Abs. 1 UAbs. 2 ELTIF-VO (rev. 2023).

⁸⁴ Art. 16 Abs. 1 UAbs. 3 ELTIF-VO (rev. 2023).

⁸⁵ ErwG 28 ELTIF-VO (rev. 2023).

⁸⁶ Vgl. hierzu die Grundsätze in Art. 18 Abs. 1 ELTIF-VO, die in der revidierten Fassung weiterhin gelten.

⁸⁷ Art. 18 Abs. 1 UAbs. 1 ELTIF-VO.

⁸⁸ Art. 18 Abs. 1 UAbs. 2 ELTIF-VO. Es kann eine einstweilige Verlängerung angegeben werden.

⁸⁹ Art. 18 Abs. 3 ELTIF-VO (rev. 2023).

⁹⁰ Aus den gleichen Gründen soll dem Anleger ein Ausstieg über den Sekundärmarkt ermöglicht werden (vgl. dazu gleich nachfolgend unten, [2.](#)).

⁹¹ Lutter/Bayer/Schmidt, N 38.75.

⁹² Art. 18 Abs. 2 ELTIF-VO. Die konkreten Voraussetzungen der ursprünglichen Version der ELTIF-VO gelten auch nach der Revision in weitgehend unveränderter Form.

vorausgesetzt.⁹³ Die Rücknahmeregelung muss sowohl das Verfahren als auch die Bedingungen für die Rücknahme angeben.⁹⁴ Rücknahmen müssen auf einen bestimmten Prozentsatz der in Art. 9 Abs. 1 lit. b ELTIF-VO erwähnten Vermögenswerte beschränkt sein.⁹⁵ Die Anleger müssen im Rahmen der Rücknahmeregelung fair behandelt werden, was gegebenenfalls eine anteilige Gewährung von Rücknahmen einschliesst.⁹⁶

Die Revision der ELTIF-VO hat im Zusammenhang mit der vorzeitigen Rücknahme zu verschiedene Neuerungen und z.T. auch Erleichterungen geführt. Erwähnt seien die nachfolgenden Änderungen:

- Rücknahmen dürfen weiterhin erst nach Ablauf einer Mindesthaltedauer gewährt werden, doch kann dieser Zeitraum nun auch kürzer sein als die in Art. 17 Abs. 1 UAbs. 1 lit. a ELTIF-VO geregelte Frist (sog. *ramp-up period*).⁹⁷ Die Vorgaben zur Mindesthaltedauer gelten nicht für Feeder-ELTIF, die in Master-ELTIF investieren.⁹⁸
- Die ELTIF-VO von 2015 gewährte den Anlegern das Recht, die Liquidation eines ELTIF zu beantragen, wenn ihren Rücknahmeanträgen gemäss einschlägiger Rücknahmeregelung nicht innerhalb eines Jahres entsprochen wurde. Angesichts des langfristigen Charakters und des illiquiden Vermögensprofils eines ELTIF kann diese Modalität allerdings die Umsetzung der Anlagestrategie behindern, den Anlegerinteressen zuwiderlaufen und insoweit als unverhältnismässig erscheinen. Daher wurde das beschriebene Liquidationsrecht im Rahmen der Revision der ELTIF-VO aufgegeben.⁹⁹

Die Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (ESMA) wird nach der revidierten Fassung der ELTIF-VO ermächtigt, verschiedene Einzelfragen der Regelung in Art. 18 ELTIF-VO (rev. 2023) mit Entwürfen technischer Regulierungsstandards zu konkretisieren.¹⁰⁰ Die Behörde kann z.B. die Kriterien

⁹³ Art. 18 Abs. 2 UAbs. 1 lit. b ELTIF-VO (rev. 2023).

⁹⁴ Art. 18 Abs. 2 UAbs. 1 lit. c ELTIF-VO (rev. 2023).

⁹⁵ Art. 18 Abs. 2 UAbs. 1 lit. d ELTIF-VO (rev. 2023).

⁹⁶ Art. 18 Abs. 2 UAbs. 1 lit. e ELTIF-VO (rev. 2023).

⁹⁷ Vgl. hierzu Art. 18 Abs. 2 UAbs. 1 lit. a ELTIF-VO (rev. 2023). Art. 17 Abs. 1 UAbs. 1 lit. a ELTIF-VO (rev. 2023) hält fest, dass die Anforderungen hinsichtlich Portfoliozusammensetzung und Diversifizierung gemäss Art. 13 ELTIF-VO (rev. 2023) ab dem in den Vertragsbedingungen oder der Satzung des ELTIF genannten Datums gelten.

⁹⁸ Art. 18 Abs. 2 UAbs. 2 ELTIF-VO (rev. 2023).

⁹⁹ ErwG 30 ELTIF-VO (rev. 2023).

¹⁰⁰ Art. 18 Abs. 6 ELTIF-VO (rev. 2023). Die Entwürfe sollen in der Folge durch die EU-Kommission verabschiedet werden (Art. 18 Abs. 6 UAbs. 4 ELTIF-VO [rev. 2023]).

zur Bestimmung der Mindesthaltedauer oder die Anforderungen hinsichtlich der Rücknahmeregelungen und Instrumente für das Liquiditätsmanagement regeln.¹⁰¹

2. Ausstieg über den Sekundärmarkt

Um dem Anleger einen vorgängigen Ausstieg aus der Anlage zu erleichtern, dürfen weder die Vertragsbedingungen noch die Satzung des ELTIF den Sekundärmarkthandel einschränken.¹⁰² Die Zulassung von ELTIF-Anteilen zum Handel an einem geregelten Markt oder an einem multilateralen Handelssystem muss gewährleistet sein.¹⁰³ Ferner dürfen die Anleger nicht an der freien Übertragung ihrer Anteile gehindert werden.¹⁰⁴ Diese Grundsätze galten bereits vor der Revision der ELTIF-VO. Trotz dieser Prinzipien haben ELTIF-Verwalter, Anleger und Marktteilnehmer die zur Verfügung stehenden Mechanismen für den Sekundärhandel mit ELTIF-Anteilen in der Praxis kaum genutzt.¹⁰⁵ Daher sind die Exit-Optionen auf dem Sekundärmarkt mit der Revision der ELTIF-VO zusätzlich erweitert worden. ELTIF-Verwalter haben neu die Möglichkeit, gegenläufige Anträge (Verkaufs- und Kaufanträge) selbst abzugleichen.¹⁰⁶ Dadurch wird ein effektiveres Liquiditätsmanagement ermöglicht und die Umsetzung der langfristigen Anlagestrategie gefördert.

Der erwähnte Abgleich ist nur zulässig, wenn der Verwalter des ELTIF über eine Strategie verfügt, in welcher die nachfolgenden Elemente enthalten sind:¹⁰⁷

- Übertragungsverfahren für die ausscheidenden als auch für die potenziellen Anleger.
- Rolle des Verwalters bzw. des Administrators bei der Übertragung und beim Abgleich von Anträgen.

¹⁰¹ Art. 18 Abs. 6 UAbs. 2 lit. a-d ELTIF-VO (rev. 2023). Die entsprechenden Erfordernisse sind in Art. 18 Abs. 2 UAbs. 1 lit. a-c ELTIF-VO (rev. 2023) geregelt.

¹⁰² Vgl. hierzu ErwG 32 ELTIF-VO (rev. 2023), m.w.H.

¹⁰³ Art. 19 Abs. 1 (rev. 2023; gleichlautend bereits in der ursprünglichen Fassung von 2015). Die Begriffe des geregelten Markts und des multilateralen Handelssystems richten sich nach den Vorgaben der MiFID II.

¹⁰⁴ Art. 19 Abs. 2 ELTIF-VO (rev. 2023).

¹⁰⁵ ErwG 32 ELTIF-VO (rev. 2023).

¹⁰⁶ Art. 19 Abs. 2a ELTIF-VO (rev. 2023).

¹⁰⁷ Art. 19 Abs. 2a lit. a (i)-(vii) ELTIF-VO (rev. 2023); vgl. hierzu auch ErwG 32 ELTIF-VO (rev. 2023).

- Zeiträume, in denen Anträge auf Übertragung von Anteilen gestellt werden können (sog. *Liquiditätsfenster*¹⁰⁸).
- Vorschriften zur Festlegung des Ausführungspreises und der Zuteilungsbedingungen.
- Zeitpunkt und Art der Offenlegung von Informationen zum Übertragungsverfahren.
- Allfällige Gebühren, Kosten und Entgelte im Rahmen des Übertragungsverfahrens.

Die Strategie und die Verfahren für den Abgleich müssen eine faire Behandlung der Anleger gewährleisten. Ausserdem muss sichergestellt werden, dass der Abgleich anteilig erfolgt, wenn eine Abweichung zwischen ausscheidenden und neuen Anlegern besteht.¹⁰⁹ Ferner muss der Verwalter des ELTIF in der Lage sein, das Liquiditätsrisiko zu überwachen und der Abgleich muss mit der langfristigen Strategie des ELTIF vereinbar sein.¹¹⁰ Die ESMA wird beauftragt, Entwürfe technischer Regulierungsstandards zu erstellen, in denen die Rahmenbedingungen der erwähnten Abgleiche ausgeführt werden.¹¹¹

IV. Transparenzanforderungen

Mit der Revision der ELTIF-VO sind *Master-Feeder*-Strukturen eingeführt worden.¹¹² Diese Neuerung hat zu diversen Anpassungen bei den Transparenzanforderungen der ELTIF-VO geführt.¹¹³ Im Zentrum steht der *Prospekt*, der gegebenenfalls zusätzliche Informationen zu Master-Feeder-Fonds enthalten muss. Im Einzelnen sind die nachfolgenden Angaben zu machen:¹¹⁴

- Erklärung zur Master-Feeder-Struktur, wonach der Feeder ELTIF dauerhaft mindestens 85% seines Vermögens in einen Master-ELTIF anlegt.
- Angaben zum Anlageziel und zur Anlagestrategie des Feeder-ELTIF.

¹⁰⁸ So explizit ErwG 32 ELTIF-VO (rev. 2023).

¹⁰⁹ Art. 19 Abs. 2a lit. b ELTIF-VO (rev. 2023).

¹¹⁰ Art. 19 Abs. 2a lit. c ELTIF-VO (rev. 2023).

¹¹¹ Art. 19 Abs. 5 ELTIF-VO (rev. 2023). Die Kommission wird die technischen Regulierungsstandards anschliessend verabschieden (Art. 19 Abs. 5 UAbs. 3 ELTIF-VO [rev. 2023]).

¹¹² Vgl. hierzu bereits oben, [1.3](#).

¹¹³ Art. 23 Abs. 3a und Abs. 5 ELTIF-VO (rev. 2023); vgl. auch ErwG 35 f. ELTIF-VO (rev. 2023).

¹¹⁴ Art. 23 Abs. 3a lit. a-f ELTIF-VO (rev. 2023).

- Kurze Beschreibung des Master-ELTIF (Anlageziel, Anlagestrategie, Risikoprofil) sowie Angaben, wo der Prospekt des Master-ELTIF bezogen werden kann.
- Zusammenfassung der zwischen Feeder-ELTIF und Master-ELTIF geschlossenen Vereinbarung bzw. internen Regelung i.S.v. Art. 29 Abs. 6 ELTIF-VO (rev. 2023), wonach der Master-ELTIF dem Feeder-ELTIF alle Unterlagen und Informationen zur Verfügung stellen muss, die dieser für die Erfüllung der Bestimmungen aus der ELTIF-VO benötigt.¹¹⁵
- Angaben zur Möglichkeit der Anleger, weitere Informationen über den Master-ELTIF und die gemäss Art. 29 Abs. 6 ELTIF-VO (rev. 2023) abgeschlossene Vereinbarung einzuholen.
- Beschreibung sämtlicher Vergütungen und Kosten, die durch den Feeder-ELTIF zu zahlen sind sowie Angabe der aggregierten Gebühren von Feeder-ELTIF und Master-ELTIF.

Mit Blick auf den *Jahresbericht* sind ebenfalls Besonderheiten zu beachten.¹¹⁶ Für den Fall, dass der ELTIF an Kleinanleger vertrieben wird, muss der Verwalter im Jahresbericht des Feeder-ELTIF Angaben zu den aggregierten Gebühren von Feeder-ELTIF und Master-ELTIF machen. Im Jahresbericht des Feeder-ELTIF muss ausserdem angegeben werden, wo der Jahresbericht des Master-ELTIF bezogen werden kann.

V. Vertriebsregime

1. Lokale Einrichtungen

Die ursprüngliche Fassung der ELTIF-VO sah vor, dass Verwalter eines an Kleinanleger vertriebenen ELTIF in jedem relevanten Mitgliedstaat lokale Einrichtungen mit bestimmten Funktionen zur Verfügung stellen mussten. Über solche Einrichtungen sollten die Zeichnung von Anteilen erfolgen, die Leistung von Zahlungen an die Anteilseigner abgewickelt und der Rückkauf und die Rücknahme von Anteilen ermöglicht werden. Dieses Erfordernis wurde für OGAW und AIF inzwischen aufgehoben¹¹⁷, so dass auch im Rahmen der revi-

¹¹⁵ Vgl. hierzu auch unten, [V.4.](#)

¹¹⁶ Art. 23 Abs. 5 ELTIF-VO (rev. 2023).

¹¹⁷ Richtlinie 2019/1160 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 20. Juni 2019 zur Änderung der Richtlinien 2009/65/EG und 2011/61/EU im Hinblick auf den grenzüberschreitenden Vertrieb von Organismen für gemeinsame Anlagen, ABl. L 188 vom 12. Juli 2019, 106 ff.

dierten ELTIF-VO darauf verzichtet werden kann.¹¹⁸ Dadurch soll auch dem Digitalisierungstrend Rechnung getragen werden, wonach physische Interaktionen bei zeitgemässen Vertriebsmethoden an Bedeutung verlieren.

2. Internes Bewertungsverfahren

ELTIF-Anteile gelten als Finanzinstrumente gemäss MiFID II. Werden ELTIF-Anteile im Rahmen von Wertpapierdienstleistungen vertrieben, müssen daher die Produktüberwachungsvorschriften gemäss MiFID II beachtet werden. In Konstellationen, in denen ELTIF-Anteile ohne die Erbringung von Wertpapierdienstleistungen erworben wurden, mussten ELTIF-Verwalter nach bisheriger Rechtslage ein internes Bewertungsverfahren vorsehen. Um Diskrepanzen zu den analogen Rahmenbedingungen der MiFID II zu vermeiden, wird das diesbezügliche Sonderregime der ELTIF-VO aufgehoben.¹¹⁹ Neu finden sich in der entsprechenden Bestimmung Verweise auf MiFID II.¹²⁰

3. Eignungsbewertung

ELTIF-Verwalter mussten beim direkten Vertrieb von ELTIF-Anteilen an Kleinanleger jeweils eine besondere Eignungsbewertung durchführen. Da sich Überschneidungen mit den Anforderungen in Art. 25 MiFID II ergaben, wurde die parallele Bestimmung in Art. 28 ELTIF-VO im Rahmen der Revision aufgehoben.¹²¹

4. Bestimmungen zur Verwahrstelle/Vertrieb an Kleinanleger

Die Bestimmungen zur Verwahrstelle eines ELTIF, der an Kleinanleger vertrieben wird, enthalten neu Modalitäten zu möglichen Master-Feeder-Strukturen.¹²²

Liegt eine Master-Feeder-Struktur vor, muss der Master-ELTIF dem Feeder-ELTIF alle Unterlagen und Informationen zur Verfügung stellen, die letzterer benötigt, um die Anforderungen der ELTIF-VO erfüllen zu können.¹²³ Zu diesem Zweck muss der Feeder-ELTIF mit dem Master-ELTIF eine Vereinbarung abschliessen. Die Vereinbarung muss auf Anfrage allen Anteilsinhabern kos-

¹¹⁸ ErwG 38, ELTIF-VO (rev. 2023). Daher wird Art. 26 der ELTIF-VO aufgehoben.

¹¹⁹ ErwG 39 ELTIF-VO (rev. 2023).

¹²⁰ Art. 27 ELTIF-VO (rev. 2023). Es wird auf die Art. 16 Abs. 3 UAbs. 2-5, 7 und Art. 24 Abs. 2 MiFID II verwiesen.

¹²¹ ErwG 40 ELTIF-VO (rev. 2023).

¹²² Art. 29 Abs. 6 und 7 ELTIF-VO (rev. 2023). Vgl. zu den Master-Feeder-Strukturen oben, [1.3](#).

¹²³ Art. 29 Abs. 6 UAbs. 1 ELTIF-VO (rev. 2023).

tenlos zugänglich gemacht werden. Werden der Master-ELTIF und der Feeder-ELTIF vom gleichen Verwalter verwaltet, kann die Vereinbarung mit internen Regelungen für Geschäftstätigkeiten ersetzt werden.¹²⁴

Verfügen Master-ELTIF und Feeder-ELTIF über unterschiedliche Verwahrstellen, müssen diese eine Vereinbarung über den Informationsaustausch abschliessen. Auf diese Weise soll sichergestellt werden, dass beide Verwahrstellen ihre Pflichten erfüllen.¹²⁵

5. Weitere Anforderungen beim Vertrieb an Kleinanleger

a) *Anforderungen an das Finanzinstrument-Portfolio des Kleinanlegers*

Bis zur Revision sah die ELTIF-VO vor, dass Kleinanleger mit einem Finanzinstrument-Portfolio von unter 500'000 EUR eine anfängliche Mindestinvestition von 10'000 EUR in einen oder mehrere ELTIF tätigen mussten. Ausserdem durften die betreffenden Kleinanleger nicht mehr als 10% ihres gesamten Finanzinstrument-Portfolios in ELTIF investieren. Diese Erfordernisse wurden im Rahmen der Reformarbeiten als unnötiges Hindernis betrachtet.¹²⁶ Da mit dem ELTIF auch ein alternatives Anlageprodukt für Kleinanleger geschaffen werden sollte, mussten die erwähnten quantitativen Vorgaben aufgegeben werden.

b) *Eignungsprüfung*

Nach der ELTIF-VO aus dem Jahr 2015 war der Vertrieb von ELTIF-Anteilen an Kleinanleger nur zulässig, wenn vorgängig eine „geeignete Anlageberatung“ durch den Verwalter bzw. den Vertreiber erfolgte. Die ELTIF-VO enthielt hierzu allerdings keine klaren Vorgaben und das Verhältnis zu analogen Konzepten in MiFID II war ebenfalls ungeklärt. Aufgrund dieser begrifflichen Unklarheiten wurde das Erfordernis einer geeigneten Anlageberatung in der revidierten Fassung der ELTIF-VO aufgehoben.¹²⁷

Mit der Aufhebung der Spezialregelung zur Eignungsprüfung (vormaliger Art. 28 der ELTIF-VO¹²⁸) sind für den Vertrieb an Kleinanleger nunmehr die

¹²⁴ Art. 29 Abs. 6 UAbs. 2 ELTIF-VO (rev. 2023).

¹²⁵ Art. 29 Abs. 7 UAbs. 1 rev. 2023.

¹²⁶ ErwG 47 ELTIF-VO (rev. 2023). Art. 30 Abs. 3 wurde entsprechend aufgehoben.

¹²⁷ ErwG 43 ELTIF-VO (rev. 2023).

¹²⁸ Vgl. hierzu oben, [3](#).

Rahmenbedingungen in Art. 25 Abs. 2 MiFID II massgebend.¹²⁹ Die Eignungsbeurteilung erfolgt unabhängig von den Modalitäten des Erwerbs der ELTIF-Anteile (via Verwalter, Vertreiber oder über den Sekundärmarkt).¹³⁰

Gegebenenfalls ist eine ausdrückliche Zustimmung des Kleinanlegers einzuholen, wonach er die Risiken einer Investition in einen ELTIF versteht.¹³¹ Die Zustimmung muss eingeholt werden, (i) wenn die Eignungsprüfung nicht im Rahmen einer Anlageberatung vorgenommen wird, (ii) die Anlage für den Kleinanleger aufgrund der Eignungsprüfung als ungeeignet erachtet wird und (iii) der Kleinanleger die Transaktion trotz fehlender Eignung durchführen möchte.

Der Vertreiber bzw. der Verwalter unterliegen den Aufzeichnungsvorschriften gemäss Art. 25 Abs. 5 MiFID II.¹³²

c) *Warnpflicht*

Der Vertreiber bzw. der Verwalter des ELTIF müssen Kleinanleger mit einer schriftlichen Warnung unmissverständlich auf folgende Umstände hinweisen.¹³³

- Übersteigt die Laufzeit des ELTIF zehn Jahre, muss darauf hingewiesen werden, dass sich das Produkt angesichts der langfristigen und illiquiden Verpflichtung u.U. nicht für Kleinanleger eignet.
- Sehen die Vertragsbedingungen oder die Satzung des ELTIF die Möglichkeit eines Abgleichs gemäss Art. 19 Abs. 2a ELTIF-VO (rev. 2023) vor¹³⁴, muss darauf hingewiesen werden, dass der Kleinanleger kein Recht darauf hat, seine Anteile abzustossen oder zurückzunehmen.

d) *Ausnahmen für leitende Mitarbeiter, Portfolioverwalter etc.*

Die Eignungsprüfung, die Einholung der ausdrücklichen Zustimmung und die Warnpflicht gemäss Art. 30 Abs. 1 und 2 ELTIF-VO (rev. 2023) entfallen, wenn es sich beim Kleinanleger um eine Person mit einem besonderen Bezug zum

¹²⁹ Art. 30 Abs. 1 UAbs. 1 ELTIF-VO (rev. 2023).

¹³⁰ Art. 30 Abs. 1 UAbs. 2 ELTIF-VO (rev. 2023).

¹³¹ Art. 30 Abs. 1 UAbs. 3 ELTIF-VO (rev. 2023).

¹³² ErWG 44 und Art. 30 Abs. 1 UAbs. 4 ELTIF-VO (rev. 2023).

¹³³ Art. 30 Abs. 2 ELTIF-VO (rev. 2023).

¹³⁴ Vgl. zu diesem Verfahren oben, [III.2.](#)

ELTIF-Verwalter oder einem verbundenen Unternehmen handelt.¹³⁵ Ausserdem muss die betreffende Person ausreichende Kenntnisse über den ELTIF vorweisen können. Es entspricht einer gängigen Marktpraxis, dass solche Personen in ELTIF investieren, die vom entsprechenden ELTIF-Verwalter verwaltet werden. Die Investoren verfügen i.d.R. über die nötige finanzielle Fachkompetenz und Informationen über den ELTIF, so dass sich eine Eignungsprüfung in diesen Konstellationen erübrigt.¹³⁶

e) *Hinweise bei Feeder-ELTIF*

Ein Feeder-ELTIF muss in Marketing-Anzeigen darauf hinweisen, dass er dauerhaft mindestens 85% seines Vermögens in Anteile eines Master-ELTIF anlegt.¹³⁷

f) *Gleichbehandlung bei Anteilsklassen*

Die ELTIF-VO statuierte ursprünglich eine umfassende Gleichbehandlungspflicht, wonach Vorzugsbehandlungen einzelner Anleger bzw. Anlegergruppen oder die Gewährung besonderer wirtschaftlicher Vorteile ausgeschlossen waren. Um den besonderen Verhältnissen einzelner Anteilsklassen Rechnung zu tragen (Gebührenbedingungen, rechtliche Struktur, Vertriebsvorschriften etc.), soll die Gleichbehandlungspflicht fortan nur noch für einzelne Anleger oder Anlegergruppen derselben Anteilsklasse(n) gelten.¹³⁸

D. **Exkurs: Querbezüge zum Schweizer Recht**

I. **Allgemeines**

Die Schweiz nimmt als Drittstaat nicht unmittelbar am Binnenmarkt teil und setzt daher auch das einschlägige Sekundärrecht im Bereich der ELTIF-Regulierung nicht unmittelbar um. Dennoch ist die jüngste Revision der ELTIF-VO für die Schweiz von rechtsvergleichendem und rechtspolitischem Interesse. Im Vordergrund stehen dabei die zwei nachfolgenden Themenbereiche. Zunächst stellt sich die Frage, inwiefern ELTIF in der Schweiz angeboten werden dürfen. Andererseits könnten die aktuellen europäischen Rechtsentwick-

¹³⁵ Art. 30 Abs. 3 ELTIF-VO (rev. 2023). In Frage kommen ein leitender Mitarbeiter, Portfolioverwalter, Direktor, Mandatsträger, Beauftragter oder Angestellter des Verwalters des ELTIF bzw. eines verbundenen Unternehmens.

¹³⁶ ErwG 46 ELTIF-VO (rev. 2023).

¹³⁷ Art. 30 Abs. 4 ELTIF-VO (rev. 2023); vgl. zum Master-Feeder-Konzept oben, [1.3](#).

¹³⁸ ErwG 48 ELTIF-VO (rev. 2023).

lungen als Anlass für eine Weiterentwicklung des Schweizer Systems dienen. Beide Fragen sollen nachfolgend erörtert werden. Die Ausführungen beschränken sich angesichts des europarechtlichen Schwerpunkts des vorliegenden Beitrags auf einen skizzenhaften Problemaufriss.

II. Angebot von ELTIF in der Schweiz

Bei der Frage der Genehmigungspflicht ausländischer kollektiver Kapitalanlagen in der Schweiz ist das Kollektivanlagengesetz (KAG)¹³⁹ massgebend. Ausländische kollektive Kapitalanlagen müssen von der Eidg. Finanzmarktaufsicht (FINMA) genehmigt werden, wenn sie in der Schweiz nicht qualifizierten Anlegern angeboten werden.¹⁴⁰ Der Begriff des qualifizierten Anlegers richtet sich nach Art. 10 Abs. 3 und Abs. 3^{ter} KAG.¹⁴¹

Die Genehmigung wird erteilt, wenn die nachfolgenden Voraussetzungen gemäss Art. 120 Abs. 2 lit. a-e KAG erfüllt sind:

- Zunächst muss die ausländische kollektive Kapitalanlage, die Fondsleitung bzw. die Gesellschaft, der Vermögensverwalter und die Verwahrstelle einer dem Anlegerschutz dienenden öffentlichen Aufsicht unterstehen.
- Ferner muss die Fondsleitung bzw. die Gesellschaft sowie die Verwahrstelle hinsichtlich Organisation, Anlegerrechte und Anlagepolitik einer dem KAG gleichwertigen Regelung unterstellt sein.

¹³⁹ Bundesgesetz über die kollektiven Kapitalanlagen (Kollektivanlagengesetz, KAG) vom 23. Juni 2006, SR 951.31.

¹⁴⁰ Art. 120 Abs. 1 KAG. Die rechtlichen Konturen des *Angebotsbegriffs* gemäss KAG sind nicht restlos geklärt (vgl. hierzu Abegglen Sandro/Härtner Stefan, Angebot kollektiver Kapitalanlagen vs. Vertrieb unter altem Recht, SZW 2021, 666 ff., 668; Jutzi Thomas/Wess Ksenia, „Vertrieb“ kollektiver Kapitalanlagen unter dem FIDLEG, AJP 2022, 310 ff.; Schären Simon, Reverse Solicitation. Regelungskonzept gemäss FIDLEG und KAG unter Berücksichtigung des europäischen Rechts, GesKR 2022, 458 ff., 462 f.). Auf eine detaillierte Erörterung von Einzelfragen wird im vorliegenden Kontext verzichtet.

¹⁴¹ Gemäss Art. 10 Abs. 3 KAG gelten als qualifizierte Anleger im Sinne des KAG professionelle Kunden nach Art. 4 Abs. 3-5 bzw. nach Art. 5 Abs. 1 und 4 des Finanzdienstleistungsgesetzes (FIDLEG) vom 15. Juni 2018, SR 950.1. Zusätzlich gelten als qualifizierte Anleger nach Art. 10 Abs. 3^{ter} KAG auch Privatkunden, für die ein Finanzintermediär nach Art. 4 Abs. 3 lit. a FIDLEG im Rahmen eines auf Dauer angelegten Vermögensverwaltungs- oder Anlageberatungsverhältnisses eine Dienstleistung nach Art. 3 lit. c Ziff. 3 und 4 FIDLEG erbringt. Die massgebliche Vermögensverwaltung oder Anlageberatung kann auch durch einen ausländischen Finanzintermediär erbracht werden, sofern er einer gleichwertigen prudenziellen Aufsicht untersteht.

- Weiter darf die Bezeichnung der kollektiven Kapitalanlage nicht zu Täuschung oder Verwechslung Anlass geben.
- In der Schweiz müssen ein Vertreter und eine Zahlstelle bezeichnet werden.
- Schliesslich muss eine Vereinbarung über die Zusammenarbeit und den Informationsaustausch zwischen der FINMA und den relevanten ausländischen Aufsichtsbehörden vorliegen.

Angebote an qualifizierte Anleger bedürfen keiner Genehmigung. Sofern sich das Angebot jedoch an qualifizierte Anleger gemäss Art. 5 Abs. 1 FIDLEG richtet, müssen die Voraussetzungen gemäss Art. 120 Abs. 2 lit. c und d KAG (kein Anlass zu Täuschung bzw. Verwechslung sowie Erfordernis einer Zahlstelle/eines Vertreters) erfüllt sein.¹⁴²

Nach dem Gesagten kann ein ELTIF in der Schweiz qualifizierten Anlegern ohne weiteres genehmigungsfrei angeboten werden. Die aktuelle Reform der ELTIF-VO bezweckt jedoch auch eine vermehrte Verbreitung unter Publikumsanlegern bzw. Kleinanlegern. Sollen ELTIF in der Schweiz auch nicht qualifizierten Anlegern angeboten werden, müssen die in Art. 120 Abs. 2 lit. a-e KAG enthaltenen Genehmigungsvoraussetzungen erfüllt sein. Von besonderer Relevanz sind in diesem Zusammenhang das Erfordernis der dem Anlegerschutz dienenden Aufsicht nach Art. 120 Abs. 2 lit. a KAG und die Anforderung einer gleichwertigen Regelung gemäss Art. 120 Abs. 2 lit. b KAG. Während diese Bedingungen im Umfeld von OGAW i.d.R. als erfüllt betrachtet werden können, haben sich ELTIF im erwähnten Aufsichtskonzept noch nicht etabliert.¹⁴³ Die Umsetzung der jüngsten Revision der ELTIF-VO (ELTIF 2.0) und deren Bewertung anhand der Schweizer Massstäbe kann derzeit noch nicht abschliessend beurteilt werden. Hierbei ist auch zu berücksichtigen, dass der Rechtsrahmen anhand der zu erlassenden technischen Regulierungsstandards noch nicht vervollständigt ist.

¹⁴² Art. 120 Abs. 4 KAG. Bei qualifizierten Anlegern gemäss Art. 5 Abs. 1 FIDLEG handelt es sich um vermögende Privatkunden und für diese errichtete private Anlagestrukturen, die erklärt haben, dass sie als professionelle Kunden gelten wollen (sog. Opting-out).

¹⁴³ Bei OGAW wird insb. das Erfordernis gemäss Art. 120 Abs. 2 lit. b KAG grundsätzlich als erfüllt angesehen. Ausserhalb des OGAW-Bereichs muss der Gesuchsteller die Gleichwertigkeit im Einzelnen nachweisen. Für Einzelheiten: Kühne Armin, Recht der kollektiven Kapitalanlagen in der Praxis, 2. A., Zürich/Basel/Genf 2015, N 952 ff.

III. Die ELTIF-Reform als Vorbild für die Rechtsentwicklung in der Schweiz

Die Schweizer Rechtsentwicklung lehnt sich in der Finanzmarktregulierung traditionell stark an europäische Massstäbe an. Das gilt auch für den Bereich des Kollektivanlagenrechts.¹⁴⁴ Gerade die einschlägigen Vorgaben der AIFM- und der OGAW-RL sind in der Schweiz weitgehend nachvollzogen worden.¹⁴⁵ In dogmatischer Hinsicht wird in diesem Zusammenhang oft ein Bezug zum sog. autonomen Nachvollzug gemacht, der auch in anderen Regelungsbereichen von Bedeutung ist. Im Finanzmarktrecht ist die Rechtsangleichung auch einer Äquivalenzstrategie geschuldet, wonach Harmonisierungsbestrebungen Marktzugangschancen erhöhen sollen.¹⁴⁶ Viele Sekundärrechtsakte sehen hierfür Äquivalenztatbestände vor, wonach der Drittstaatenmarktzugang von Gleichwertigkeitskriterien abhängig gemacht wird. Die einschlägigen Sekundärrechtsakte des Kollektivanlagenbereichs enthalten allerdings keine derartigen Tatbestände.¹⁴⁷ Gelegentlich erfolgen Kompatibilitätsbestrebungen auch ausserhalb der harmonisierten europäischen Massstäbe. Jüngstes Beispiel hierfür ist die Einführung des *Limited Qualified Investor Fund* (L-QIF), dessen Basis das nationale Recht Luxemburgs ist.¹⁴⁸

Wie sich das ELTIF-Konzept bei rechtsvergleichender Betrachtung in das System des Schweizer Kollektivanlagenrechts einfügen lässt und welcher regulatorische Handlungsbedarf besteht, kann im Rahmen dieses Beitrags nicht abschliessend geklärt werden. Auch muss der Erlass der technischen Regulierungsstandards berücksichtigt werden, die derzeit noch ausstehen. Dennoch dürften die aktuellen Entwicklungen im Rahmen der revidierten ELTIF-VO Anlass für eine Kompatibilitätsprüfung bilden. Die rechtspolitische Basis ist mit der etablierten Äquivalenzstrategie vorhanden. Ausserdem finden sich auch in der aktuellen Nachhaltigkeitspolitik des Bundesrats Anhaltspunkte für eine mögliche Weiterentwicklung des Schweizer Rechts auf der Basis der revidierten ELTIF-Regulierung. So erwähnt der Bericht des Bundesrats „Sustainable-Finance Schweiz“ vom Dezember 2022 als Handlungsfeld den Bereich *Impact*

¹⁴⁴ Vgl. zur Rechtsangleichung im Bereich des Kollektivanlagenrechts und zu den diesbezüglichen Kompatibilitätsstrategien Jutzi Thomas/Wess Ksenia/Sieradzki Damian, Das Kollektivanlagenrecht im Lichte der neuen Finanzmarktarchitektur – unter besonderer Berücksichtigung der europäischen Rechtsordnung, Jusletter vom 29. Juni 2020.

¹⁴⁵ Eingehend Sieradzki, N 474 ff.

¹⁴⁶ Vgl. hierzu Schären/Jutzi, 239 ff.

¹⁴⁷ Schären/Jutzi, 240.

¹⁴⁸ Botschaft zur Änderung des Kollektivanlagengesetzes (Limited Qualified Investor Fund; L-QIF) vom 19. August 2020, BBl. 2020, 6885 ff.

Investments.¹⁴⁹ Mit einem *Impact Investment* soll neben einer finanziellen Rendite auch eine messbare, positive soziale und/oder ökologische Wirkung erzielt werden.¹⁵⁰ Im Vordergrund stehen Direktanlagen, die bislang primär für Stiftungen, Family Offices und institutionelle Anleger zugänglich waren. Wie beim ELTIF besteht die Herausforderung auch hier darin, dass die Anlagen bezüglich Risiko und Liquidität für Anlagekunden angemessen und geeignet sein müssen. Bei Direktanlagen ist eine Liquidität wie bei herkömmlichen Produkten allerdings schwer zu erreichen. Als möglicher Ansatz, um solche Anlagen einem breiteren Kreis von Anlegern zugänglich zu machen, erwähnt der Bericht die Einführung einer neuen Kategorie von kollektiven Kapitalanlagen. Inwiefern der ELTIF hierfür als konzeptionelles Vergleichsmodell dienen kann, wird sich zeigen. Mit Blick auf den Marktzugang würde allerdings selbst eine weitgehende Nachbildung der europäischen Rahmenbedingungen nichts daran ändern, dass die ELTIF-VO kein Äquivalenzmodell kennt.¹⁵¹ Dies könnte sich mit Blick auf den Vertriebsmarkt als Einschränkung erweisen.

E. Fazit und Erkenntnisse

Die Reform der ELTIF-VO (ELTIF 2.0) war angesichts des ausbleibenden Erfolgs des ELTIF eine unabdingbare Massnahme. Die weitreichenden Liberalisierungen dürften dazu beitragen, dass sich langfristige Anlagen im europäischen Markt künftig etablieren werden und auch bei Kleinanlegern Anklang finden könnten. Wie sich die Reformansätze in der Praxis auswirken und ob die gesteckten Ziele erreicht werden können, wird sich zeigen.

In materieller Hinsicht bringt die Reform erhebliche Vereinfachungen mit sich, was sich insb. an der differenzierten Behandlung von Kleinanlegern und professionellen Anlegern zeigt. Darüber hinaus werden die Einstiegshürden für Kleinanleger deutlich gesenkt. Richten sich ELTIF ausschliesslich an professionelle Anleger, entfallen gewisse Erfordernisse, was mit zusätzlicher Flexibilität verbunden ist. Insoweit konnte die Attraktivität des ELTIF für beide Segmente gesteigert werden. Schliesslich hat die Reform auch zu mehr systematischer Kohärenz geführt, da das Verhältnis zu parallelen Regelungskonzepten in MiFID II geklärt und bereinigt werden konnte. In zentralen Punkten muss das regulatorische Konzept der revidierten ELTIF-VO allerdings noch vervollständigt werden. So wird die ESMA u.a. im Bereich der Rücknahmemodalitäten techni-

¹⁴⁹ Sustainable-Finance Schweiz. Handlungsfelder 2022-2025 für einen führenden nachhaltigen Finanzplatz. Bericht des Bundesrats vom 16. Dezember 2022, 20 (Handlungsfeld 3).

¹⁵⁰ SSF, Glossar (<<https://www.sustainablefinance.ch/en/resources/what-sustainable-finance/glossary.html>>).

¹⁵¹ Vgl. zum fehlenden Marktzugangsregime in der ELTIF-VO bereits oben, [B.I.](#)

sche Regulierungsstandards entwerfen, die für die Umsetzung des Anlagekonzepts zentral sind. Anhand dieser Entwürfe wird sich auch zeigen, ob dem konzeptionellen Spannungsfeld zwischen der Langfristigkeit der Anlage und dem Rücknahmebedürfnis der Kleinanleger angemessen Rechnung getragen wird. Der Erfolg des neuen Gesamtkonzepts wird letztlich auch vom konkreten Inhalt dieser Ausführungsbestimmungen abhängen.

Schliesslich ergeben sich diverse Querbezüge zum Schweizer Recht. Im vorliegenden Beitrag sind Ansätze zu relevanten Fragestellungen skizziert worden. Zunächst wurde dargelegt, dass ELTIF in der Schweiz derzeit qualifizierten Anlegern angeboten werden können. Beim Angebot an nichtqualifizierte Anleger bestehen zusätzliche aufsichtsrechtliche Hindernisse, die es zu überwinden gilt. Abschliessende Schlussfolgerungen zu diesen Fragen können im hier skizzierten Rahmen nicht gemacht werden.

Aus dem Blickwinkel der Schweizer Rechtsentwicklung stellt sich sodann die Frage eines möglichen Nachvollzugs des revidierten ELTIF-Konzepts (ELTIF 2.0) oder Teilen davon. Welchen konkreten Regelungsbedarf es in der Schweiz hierfür gibt, inwiefern die Anliegen der ELTIF-Regulierung bereits verwirklicht sind und welche Kompatibilitätsinteressen gegebenenfalls im Vordergrund stehen, wird noch zu klären sein. Die rechtspolitischen Ansätze für eine mögliche Reform sind jedenfalls gegeben.

EuZ

ZEITSCHRIFT FÜR EUROPARECHT

25. Jahrgang

Herausgeber

Europa Institut an der
Universität Zürich
Hirschengraben 56
8001 Zürich
Schweiz
eiz@eiz.uzh.ch

Institut für deutsches und
europäisches Gesellschafts-
und Wirtschaftsrecht der
Universität Heidelberg
Friedrich-Ebert-Platz 2
69117 Heidelberg
Deutschland

LL.M. Internationales
Wirtschaftsrecht
Universität Zürich
Hirschengraben 56
8001 Zürich

Wissenschaftlicher Beirat

Prof. (em.) Dr. Heinz-Dieter Assmann, Universität Tübingen (Bank- und Kapitalmarktrecht); Prof. (em.) Dr. Peter Behrens, Universität Hamburg (Gesellschaftsrecht); Prof. Dr. Andreas Glaser, Universität Zürich (Staatsrecht und Demokratie); Prof. Dr. Michael Hahn, Universität Bern (Wirtschaftsvölkerrecht); Prof. Dr. Waltraud Hakenberg, Universität des Saarlandes (EuGH); Prof. Dr. Andreas Heinemann, Universität Zürich (Wirtschafts- und Wettbewerbsrecht); Prof. Dr. Sebastian Heselhaus, Universität Zürich (Umwelt, Energie); Prof. Dr. Bernd Holznagel, Universität Münster (Telekommunikation, Medien); Prof. Dr. Dr. Dr. Waldemar Hummer, Universität Innsbruck (Auswärtige Beziehungen); Prof. Dr. Andreas Kellerhals, Universität Zürich (Gemeinsame Handelspolitik); Prof. Dr. Helen Keller, Universität Zürich (EMRK); Prof. Dr. Dr. h.c. Manfred Löwisch, Universität Freiburg i. Br. (Arbeits- und Sozialrecht); Prof. Dr. Francesco Maiani, Universität Lausanne (Strafjustiz und öffentliche Verwaltung); Prof. Dr. René Matteotti, Universität Zürich (Steuerrecht); Prof. Dr. Frank Meyer, Universität Zürich (int. Strafprozessrecht); Prof. Dr. Dr. h.c. mult. Peter-Christian Müller-Graff, Universität Heidelberg (Binnenmarkt und Industriepolitik); Prof. Dr. Matthias Oesch, Universität Zürich (Institutionelles, Rechtsstaatlichkeit); Prof. Dr. Roger Rudolph, Universität Zürich (Arbeits- und Privatrecht); Prof. Dr. jur. Dres. h.c. Jürgen Schwarze, Universität Freiburg i. Br. (Allgemeine, institutionelle und finanzielle Fragen); Prof. Dr. Florent Thouvenin, Universität Zürich (Datenschutz); Prof. (em.) Dr. Rolf H. Weber, Universität Zürich (Digitale Transformation); Prof. (em.) Dr. Roger Zäch, Universität Zürich (Konsumentenschutz)

Redaktion

Dr. Tobias Baumgartner, LL.M., Rechtsanwalt (Leitung)

MLaw Sophie Tschalèr

Dr. Wesselina Uebe, Rechtsanwältin

Urheberrechte

Alle Beiträge in diesem Open Access-Journal werden unter den Creative Commons-Lizenzen CC BY-NC-ND veröffentlicht.

Cover-Foto: jcomp, [Freepick](#)

Erscheinungsweise

EuZ – Zeitschrift für Europarecht erscheint zehnmal jährlich online. Die Leitartikel werden zu Beginn des Folgejahres zusätzlich in Form eines Jahrbuchs als eBook sowie im Wege des print on demand veröffentlicht.

Zitierweise

EuZ, Ausgabe 1/2022, A 13.

ISSN 1423-6931

Kontakt

EIZ Publishing c/o Europa Institut an der Universität Zürich

Dr. Tobias Baumgartner, LL.M., Rechtsanwalt

Hirschengraben 56

8001 Zürich

Schweiz

eiz@eiz.uzh.ch

Version 1.01-20230516

DOI

Simon Schären, ELTIF 2.0 – Weiterentwicklung des europäischen Rechtsrahmens für langfristige Anlagen – Grundzüge der europäischen Reform und Querbezüge zum Schweizer Recht, <https://doi.org/10.36862/eiz-euz019>