

Diskussion um Sachwertefonds

Vor fünf Jahren sollte der Eltif Privatanlegern ermöglichen, illiquide zu investieren. Jetzt wird eine Reform diskutiert – und darüber gestritten.

Von Martin Hock,
Frankfurt

Geschlossene Sachwertefonds waren in Deutschland einst bei Privatanlegern beliebt. Aufgrund hoher Kosten und eines Mangels an Transparenz gerieten sie aber in Verruf und haben an Bedeutung verloren. Weil auch in Europa Produkte fehlten, die langfristigen Vermögensaufbau und die Finanzierung von langfristigen Wachstumsprojekten kombinierten, hob die Europäische Union 2015 den „European Long-Term Investment Fund“ (Eltif) als direkt investierenden Sachwertefonds, vor allem für private und kleinere institutionelle Anleger, aus der Taufe. Im Oktober aber hat die Kommission einen Konsultationsprozess zur Reform begonnen, nicht zuletzt, weil man mit dem Erfolg unzufrieden ist. Europaweit wurden bislang nur 28 Fonds aufgelegt, die insgesamt weniger als zwei Milliarden Euro verwalten.

Die bisher vorgebrachten Verbesserungsvorschläge richten sich vor allem gegen starre Vorgaben. So wird etwa gefordert, keine Laufzeit mehr vorzugeben oder Anteile fortlaufend kaufen und verkaufen zu können. Auch wird gefordert, dass mehr als 30 Prozent in Fonds, auch etwa in Aktienfonds, investiert werden dürfen und Dachfondsstrukturen erlaubt werden. „Ein Dachfonds bietet eine größere Diversifikation und ist im herkömmlichen Gewand auch kostengünstiger“, sagt auch Philipp Lennertz, Gründer des Hamburger Multi-Family-Office Lennertz & Co. Aufgrund der Beschränkungen des Eltif bestehe so gerade im Private-Equity-Bereich die Gefahr, dass in einen Eltif „nur die Reste gesteckt würden“.

Viel Lob von Anbietern

Die bisherigen Eltif-Anbieter scheinen vom Konzept dagegen überzeugt. „Wir waren einer der ersten Manager, die mit einem Eltif-Vehikel auf den Markt kamen, und wir betrachten es als Erfolg“, sagt etwa Torben Ronberg, Portfoliomanager bei Muzinich & Co. Benjamin Fischer, bei Blackrock in Deutschland für Partnerschaften im Privatanleger-Geschäft verantwortlich, sekundiert: „Für uns ist der Eltif eine Erfolgsgeschichte, die wir auch in Zukunft fortschreiben möchten.“ Auch die Commerz Real, im Commerzbank-Konzern für Sachwertinvestments zuständig, hat im Herbst einen Eltif aufgelegt. Der „Klimavest“ soll einen positiven Beitrag (Impact) zum Übergang in eine CO₂-arme Wirtschaft leisten, vor allem durch Investments im

Bereich der erneuerbaren Energien. „Der Eltif ist der richtige Ansatz für einen Sachwertefonds“, ist Vorstandschef Johannes Anschott voll des Lobes. „Nach deutschem Recht ist derzeit kein Impact-Sachwertefonds als offenes Vehikel möglich. Der Eltif setzt höchste Stan-

dards, nicht nur im Anlegerschutz, gegenüber der früheren Welt der geschlossenen Fonds, aus der wir frühzeitig ausgestiegen sind. Privatinvestoren wollen so etwas regelmäßig nicht mehr.“

Ein paar Verbesserungsvorschläge haben die Anbieter dennoch. „Unserer Ansicht nach sollten einige Anlagebeschränkungen in der Regulierung geändert werden“, sagt Ronberg. Das erleichtere, Renditen anzustreben, die eine ausreichende Prämie für das geschlossene Format bieten könnten. Er plädiert – nicht als Einziger – etwa dafür, die Aufnahme durch Investitionsobjekte besicherter Kredite in größerem Umfang zuzulassen, vor allem aber für mehr Engagement: „Unserer Ansicht nach sollte die Förderung des Eltif-Vehikels entsprechend der Art und Weise verstärkt und unterstützt werden, wie Ucits-Vehikel von der Regulierungsbehörde unterstützt werden.“ Kleinigkeiten könne man anpassen, sagt auch Anschott. Die Mindestgrenze von zehn Millionen Euro für einen Vermögenswert sei „entwickelbar“, auch die Begrenzung von Finanzanlagevermögen und die Mindestanlage von 10 000 Euro seien eher zu eng gefasst. „Ein Fonds soll von der Grundidee Normalvermögenden ermöglichen, sich an Vermögenswerten zu beteiligen, die ihnen sonst unzugänglich bleiben“, begründet es der Commerz-Real-Chef.

Kein Blatt vor den Mund nimmt Markus Pimpl, bei der Schweizer Partners Group, Spezialist für illiquide Anlagen, für den Eltif zuständig. Das Unternehmen gehört zu den Eltif-Pionieren. „Die

Grundidee ist Spitze“, sagt er. „Die Regeln sind sinnvoll und sollten implementiert bleiben.“ Natürlich könne man Dinge verbessern, etwa sei die Voraussetzung „Sozialverträglichkeit“ für Immobilien zu vage formuliert, und die steuerliche Vorzugsbehandlung landesspezifischer Vehikel in einigen Mitgliedstaaten bringe Nachteile für den Eltif.

Doch mehr als einer Reform bedürfe es der Geduld. Anfangs sei das Produkt auch im Vertrieb erklärungsbedürftig gewesen. Das habe sich geändert, denn das Interesse sei gewachsen, so dass es mittlerweile nicht mehr um das Was, sondern nur noch um wie und wie schnell zu gehen scheine. Das bestätigt auch Fischer: „Wir sehen, dass am deutschen Markt die Nachfrage nach Privatmarktanlagen in Form des Eltifs stark zunimmt. Infrastruktur wird für uns das nächste Thema sein, das wir in einem Eltif anbieten möchten.“

Pimpl wehrt sich vor allem gegen Versuche, das Produkt seines Erachtens zu verwässern. „Es bedarf einiger Voraussetzungen, um einen Eltif aufzulegen. Das Produkt ist doch nicht gescheitert, nur weil einige es nicht in ihrem Sinne umsetzen können. Es stellt sich allerdings die Frage, inwieweit man das Hauptziel Investorenschutz verwässert, wenn einige, die seit Jahrzehnten nur liquide Fonds aufgelegt haben und sich jetzt öffnen, die Regulierung in ihrem Sinne beeinflussen wollen.“ Dachfondsstrukturen etwa lehnt Pimpl ab: „Die Kommission wollte eine volle Gebührentransparenz über die gesamte Laufzeit, weil es ein illiquides Produkt ist. Das ist absolut legitim, der Kunde soll das wissen. Aber auch bei einem noch so guten Dachfonds ist die Gebührenhöhe bei Auflage unklar, und die zusätzliche Gebührenebene drückt auf die Rendite.“ Aber ein Dachfonds sei eben einfacher zu managen und schneller aufzulegen als ein Eltif. Doch der Trend gehe davon weg, auch im Private-Equity-Bereich.

Illiquide Anlagen als Kernmerkmal

Dass Eltifs anfänglich hohe Mindestanlagensummen gehabt hätten, habe daran gelegen, dass vermögendere Kunden im Allgemeinen ein besseres Verständnis für ein anspruchsvolles Produkt mitbrächten. Diese Anleger brauchten auch nicht unbedingt einen Eltif. Lennertz geht noch einen Schritt weiter. „Der klassische Private-Equity-Investor will keine so strengen Regeln für den Anlagemix. Und erfolgreiche Private-Equity-Fonds brauchen auch kein neues Vehikel.“

Aber eben Anleger mit geringerem Vermögen, findet auch Ronberg: „Ein wesentliches Unterscheidungsmerkmal der Eltifs besteht darin, dass sie Zugang zu Anlageklassen bieten, die in der Vergangenheit einer breiteren Anlegerbasis nicht zur Verfügung standen.“ Sinn des Eltif sei ein reguliertes Produkt für illiquide Anlagen, das den Privatanleger schütze, meint Pimpl. Jetzt sei man so weit, dass dies funktioniere, und es stehe eine Reihe privatanlegerfreundlicher Produkte vor dem Start. „Unser neuer Eltif hat eine Mindestanlage von 20 000 Euro. Und mit 60 Investments ist er ausreichend diversifiziert.“ Dafür brauche es keine liquiden Anlagen, da gebe es im illiquiden Bereich Vielfalt genug. Liquide Anlagen seien für den Eltif vielmehr sinnwidrig.

Was ist ein Eltif?

Ein European Long-Term Investment Fund, kurz Eltif, soll Kleinanlegern ermöglichen, in illiquide Vermögenswerte zu investieren. Die gesetzliche Mindestanlage beträgt 10 000 Euro. Anleger mit einem Finanzvermögen von weniger als 500 000 Euro dürfen maximal 10 Prozent ihres Finanzvermögens in einen Eltif investieren. Der Fonds muss ein definiertes Fälligkeitsdatum haben. Mindestens 70 Prozent müssen in zulässigen Vermögenswerten angelegt sein: Unternehmensbeteiligungen oder -darlehen, langfristige Wertpapiere oder Anteile an Eltifs und ähnlichen Fonds (EuSEF und EuVECA). Die Kreditaufnahme ist auf 30 Prozent des Fondsvolumens begrenzt. Die Anteile werden in einem Depot verbucht. Bewertungen erfolgen quartalsweise. mho.