

AKTIVEN VERTRIEB VERBIETEN - HAFTUNGSPRINZIP DURCHSETZEN

Forderungen des Verbraucherzentrale Bundesverbands (vzbv) zur Regulierung des Grauen Kapitalmarkts

7. Dezember 2022

GEFAHREN AM GRAUEN KAPITALMARKT

Verbraucher:innen haben in der Vergangenheit viel Geld mit den kaum regulierten Anlagen des sogenannten Grauen Kapitalmarkts verloren. Im Fall des Windkraftunternehmens Prokon haben die rund 75.000 betroffenen Verbraucher:innen, gut 40 Prozent des eingesetzten Kapitals (von rund 1,4 Milliarden Euro) verloren.¹ Allein die Verluste durch die Insolvenz des Containeranbieters P&R im Jahr 2018 dürften sich auf insgesamt 2,5 Milliarden Euro summieren.²

Die Gefahren des Grauen Kapitalmarkts auf einen Blick:

- ❖ Anlagen des Grauen Kapitalmarkts wie Nachrangdarlehen und Direktinvestments sind kaum reguliert und werden entsprechend nur oberflächlich beaufsichtigt. Insbesondere besteht für die Emittenten keine Erlaubnispflicht durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin). Es gelten lediglich die Regeln des Vermögensanlagengesetzes (VermAnlG), die eine rein formale Prüfung der Verkaufsprospekte durch die BaFin vorschreiben. Ob zum Beispiel eine Anlage unrealistisch kalkuliert ist und nicht zu Gewinnen führen kann, ist nicht Teil der Prüfung.
- ❖ Anlagen des Grauen Kapitalmarkts werden nicht an liquiden und regulierten Handelsplätzen gehandelt, wie zum Beispiel viele Aktien und Anleihen. Damit sind sie für Verbraucher:innen trotz der üblicherweise sehr langen Laufzeiten faktisch unverkäuflich. Gleichzeitig existieren für die Anlagen keine Marktpreise. Damit ist gerade der wichtige Rückschluss von der in Aussicht gestellten Rendite auf die tatsächlichen Anlagerisiken nicht möglich.
- ❖ Anlagen des Grauen Kapitalmarkts versprechen Verbraucher:innen häufig Sicherheit, indem Sachwerte wie Immobilien, Schiffe oder Frachtcontainer in den Mittelpunkt gestellt werden. Dabei werden die Chancen und (erheblichen) Risiken der Anlagen regelmäßig nicht ausgewogen dargestellt.³

¹ Vgl. vzbv (2016): „Transparenz bei Werbung für Produkte des Grauen Kapitalmarkts“, Untersuchung der Verbraucherzentrale Hessen, Berlin, 2016, S. 7.

² 3,5 Milliarden Euro Anlegerkapital zum Zeitpunkt der Insolvenz minus 1 Milliarde Euro erwarteten Masseerlösen gemäß Insolvenzverwalter Dr. Michael Jaffé, 7. Sachstandsbericht der P&R Gebrauchtkontainer Vertriebs- und Verwaltungs- GmbH vom 6. Mai 2022, Tätigkeit des Verwalters im Berichtszeitraum, Seite 6f.

³ Im Rahmen einer Untersuchung der Verbraucherzentralen wurden 91 Werbemittelungen für Anlagen des Grauen Kapitalmarkts auf ihre Transparenz überprüft. Bewertet wurde dabei insbesondere, ob die enthaltenen Chancen und Risiken in ausgewogen dargestellt werden. Im Ergebnis wurden in 77 von 91 Fällen die Vorteile einseitig hervorgehoben oder die Risiken verharmlost bzw. nicht ausreichend dargelegt. Vgl. vzbv (2016).

GUTACHTEN VERDEUTLICHT HANDLUNGSBEDARF

Bislang hat der Gesetzgeber auf Anlageskandale am Grauen Kapitalmarkt jeweils durch am Einzelfall orientierte Gesetzesverschärfungen reagiert. So wurde im Rahmen des Kleinanlegerschutzgesetzes von 2015 die Problemlage des Falls Prokon adressiert, indem der Anwendungsbereich des VermAnlG auf Genussrechte ausgedehnt wurde.⁴ Das Anlegerschutzstärkungsgesetz aus dem Jahr 2021 reagiert wiederum auf den Fall P&R, indem unter anderem eine Mittelverwendungskontrolle für Direktinvestments vorgeschrieben wurde.⁵

Ein Gutachten im Auftrag des vzbv verdeutlicht nun, dass die Gefahren des Grauen Kapitalmarkts nicht etwa rein wirtschaftlicher Natur sind, sondern aus der Verbindung zweifelhafter Geschäftsmodelle mit undurchsichtigen Finanzkonstrukten und fehlender Kontrolle entstehen.⁶ Damit dürften Anlageskandale wie die Fälle Prokon oder P&R auch in Zukunft eher Regel als Ausnahme sein.

Die Ergebnisse des Gutachtens im Einzelnen:

- ❖ Der Markt für Vermögensanlagen wird von Finanzkonstrukten dominiert, bei denen sich eigens für die Emission gegründete Zweckgesellschaften über nachrangiges Fremdkapital der Verbraucher:innen finanzieren (zum Beispiel Nachrangdarlehen). Das Kapital wird dann meist an die eigentlich wirtschaftlich handelnde Projektgesellschaft weitergeleitet, die damit teilweise Sachwerte erwirbt. Verbraucher:innen finanzieren also meist nur eine leere Unternehmenshülle und haben kein direktes Eigentum an den Sachwerten, obwohl genau dieses Eigentum bei der Vermarktung regelmäßig im Mittelpunkt steht.
- ❖ Extrem geringe Eigenkapitalquoten von teilweise unter 0,1 Prozent auf Ebene der Projektgesellschaften führen dazu, dass Verbraucher:innen mit dem (zum Beispiel durch ein Nachrangdarlehen gegenüber der Zweckgesellschaft) zur Verfügung gestellten Fremdkapital im Insolvenzfall vollständig haften (Totalverlustrisiko). Gleichzeitig ist die Rendite des Fremdkapitals auf den vereinbarten Darlehenszins beschränkt. Damit entsteht ein deutliches Ungleichgewicht zwischen Renditechance und tatsächlichem Risiko. Im Ergebnis werden mögliche Gewinne so durch die Initiatoren privatisiert, Verluste im Insolvenzfall über die investierenden Verbraucher:innen sozialisiert.
- ❖ Mangels Kontroll-, Informations- und Mitspracherechten müssen sich die investierenden Verbraucher:innen bei der Bewertung des wirtschaftlichen Erfolgs von Projekten auf die häufig wenig aussagekräftigen Jahresberichte verlassen, die zudem häufig verspätet zur Verfügung gestellt werden. Dazu werden im Rahmen von In-sich-Geschäften Sachwerte regelmäßig zwischen verflochtenen Unternehmen zu Preisen ohne Marktbezug weiterverkauft. Auf diese

⁴ Der Windkraftbetreiber Prokon hatte sich bis zu seiner Insolvenz vor allem über Genussrechte finanziert.

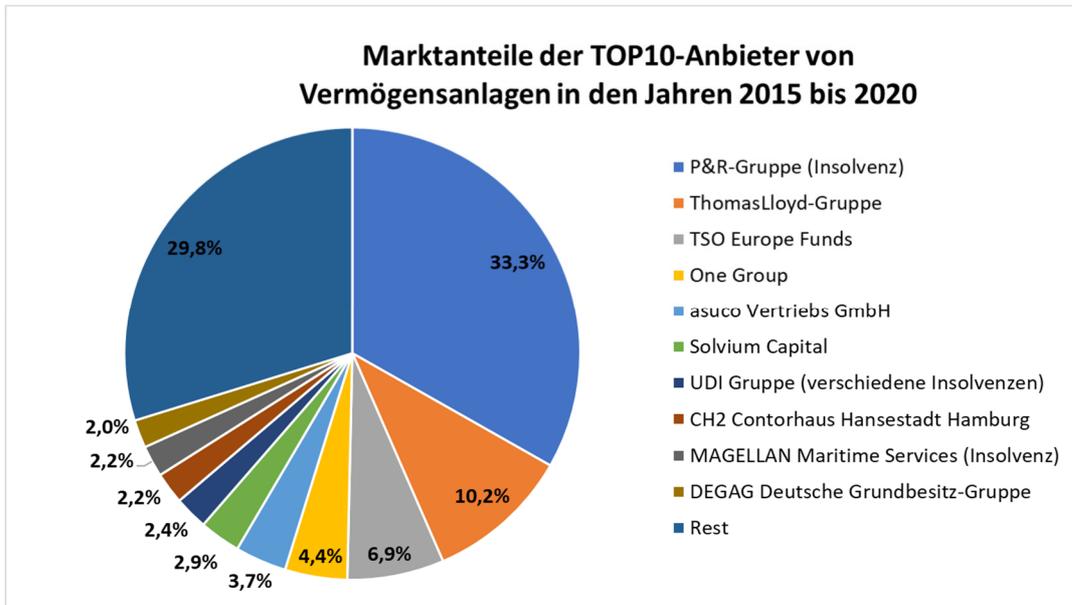
⁵ Siehe auch Stellungnahme des vzbv zum Gesetzentwurf. Online verfügbar unter <https://www.vzbv.de/publikationen/grauen-kapitalmarkt-praeventiv-regulieren>, zuletzt abgerufen am 24.11.2022.

⁶ Im Rahmen einer forensischen Analyse von Unternehmensdaten wird die finanzielle Situation der zehn größten Anbieter von Vermögensanlagen (anhand des jeweiligen Platzierungsvolumen in den Jahren 2015 bis 2020) dargestellt. Zudem wird die Veröffentlichungspolitik und die Transparenz gegenüber Verbraucher:innen untersucht. Der Platzierungserfolg dieser Anbieter lag zusammengenommen bei 4,25 Milliarden Euro. Dies entspricht 70,2 Prozent des Gesamtemissionsvolumens von 6,06 Milliarden Euro. Vgl. Loipfinger, Stefan (2022): „Bewertung aktueller Investments auf dem Grauen Kapitalmarkt“, Gutachten im Auftrag des vzbv, Berlin, 2022, S. 8.

Weise wird die wirtschaftliche Situation der Projekte den investierten Verbraucher:innen gegenüber verschleiert.

- Die Emissionsprospekte und die Jahresberichte sind durch juristisch gehaltene, aber wenig aussagekräftige Formulierungen geprägt. Gleichzeitig wird die Prospektverantwortung regelmäßig auf die emittierende Zweckgesellschaft und damit auf eine meist leere Unternehmenshülle abgewälzt. Auf diese Weise wird eine Haftung der Initiatoren für mögliche Falschangaben im Verkaufsprospekt vermieden.

IM GUTACHTEN BETRACHTETE ANBIETER



Quelle: Loipfinger (2022), S. 8.

KOALITIONSVERTRAG SIEHT REGULIERUNG VOR

In ihrem Koalitionsvertrag haben sich die Regierungsparteien auf eine Überprüfung der bisherigen Regulierung des Grauen Kapitalmarkts sowie eine Verbesserung der Prospektprüfung durch die BaFin verständigt. Konkret heißt es:

„Wir werden die Fähigkeiten der BaFin bei der Prüfung von Vermögensanlageprospekten weiter stärken. (...) Wir werden die BaFin beauftragen, Regulierungslücken im Grauen Kapitalmarkt zu identifizieren.“⁷

Der vzbv begrüßt die Absicht der Bundesregierung, den Grauen Kapitalmarkt besser zu regulieren, fordert aber ein deutlich ambitionierteres Vorgehen. Notwendig ist insbesondere ein Verbot des aktiven Vertriebs von Vermögensanlagen.

⁷ Mehr Fortschritt wagen – Bündnis für Freiheit, Gerechtigkeit und Nachhaltigkeit, Koalitionsvertrag 2021-2025 zwischen SPD, Bündnis 90 / Die Grünen und FDP, S. 135.

Aktiven Vertrieb verbieten

Anlagen des Grauen Kapitalmarkts werden regelmäßig beworben und durch Banken, Sparkassen und Finanzanlagevermittler im Rahmen von Beratungs- und Vermittlungsgesprächen an Verbraucher:innen verkauft.⁸ Die Ergebnisse des Gutachtens lassen aus Sicht des vzbv keinen Zweifel daran, dass diese Praxis beendet werden muss.

Der vzbv tritt dafür ein, den aktiven Vertrieb von Vermögensanlagen an Verbraucher:innen grundsätzlich zu verbieten.⁹

Prospekthaftung sicherstellen

Im Fall einer Insolvenz haben Verbraucher:innen grundsätzlich die Möglichkeit, einen Prospektfehler, also eine Falschangabe hinsichtlich der wirtschaftlichen Rahmenbedingungen des Projekts im Verkaufsprospekt, vor Gericht nachzuweisen.¹⁰ Das Gutachten im Auftrag des vzbv zeigt, dass, abseits der vielen Schwierigkeiten hinsichtlich eines solchen Nachweises, in der Praxis bereits die Ermittlung der tatsächlich Prospektverantwortlichen schwierig ist. Denn viele Initiatoren von Vermögensanlagen erklären die Emittentin, also die Anlagegesellschaft selbst, zum Prospektherausgeber. Die tatsächlichen Initiatoren sollen so geschützt werden.

Der vzbv fordert, das Haftungsprinzip im Grauen Kapitalmarkt konsequent durchzusetzen. Insbesondere darf die Prospekthaftung nicht länger auf die Emittentin abgewälzt werden, sondern muss eindeutig bei den tatsächlich verantwortlichen Personen oder Gesellschaften verbleiben.

Verjährung von Falschberatung verhindern

Vermögensanlagen werden regelmäßig von Banken, Sparkassen und Anlagevermittlern im Rahmen von Beratungs- oder Vermittlungsgesprächen verkauft. Die Verbraucherzentralen haben in der Vergangenheit in vielen Fällen Anhaltspunkte für Schadenersatz wegen Falschberatung festgestellt. Allerdings sind mögliche Ansprüche oftmals bereits verjährt, bevor der finanzielle Verlust deutlich wird.¹¹

Aus Sicht des vzbv ist die bestehende Verjährungsfrist für Falschberatungen von zehn Jahren für den Grauen Kapitalmarkt deutlich zu kurz und sollte auf mindestens 20 Jahre verlängert werden.

⁸ Im Rahmen des Anlegerschutzstärkungsgesetzes von 2021 wurde zumindest der Eigenvertrieb durch die Emittenten verboten.

⁹ Verbraucher:innen könnten Anlagen des Grauen Kapitalmarkts so weiter im Rahmen von Privatplatzierungen zeichnen.

¹⁰ So lässt sich im Erfolgsfall zumindest theoretisch die Rückabwicklung des Geschäfts erreichen.

¹¹ Die Berater:innen der Verbraucherzentralen haben in 300 von 358 untersuchten Fällen Anhaltspunkte für Schadenersatz festgestellt. In 105 dieser Fälle waren mögliche Ansprüche bereits verjährt. Dabei gilt eine Verjährungsfrist von zehn Jahren. Vgl. vzbv (2017): „Schadensfälle auf dem Grauen Kapitalmarkt“, Untersuchung der Verbraucherzentrale Hessen“, Berlin, 2017, S. 22. Ein Grund für die häufige Verjährung kann sein, dass andere Finanzierungsbestandteile, wie zum Beispiel Bankkredite, nicht erneuert werden können. Gleichzeitig kann sich die Schieflage von Projekten durch fortlaufende Emissionen weiter aufbauen. Neu eingenommene Gelder werden beispielsweise nicht in Sachwerte investiert, sondern als Zinsen ausgezahlt. In beiden Fällen verzögert sich die Insolvenz in Folge der hohen Intransparenz der Anlage.

Kontakt

Verbraucherzentrale
Bundesverband e.V.
Rudi-Dutschke-Straße 17
10969 Berlin
vzbv.de

Team Finanzmarkt
Finanzen@vzbv.de

Der Verbraucherzentrale Bundesverband ist im Deutschen Lobbyregister registriert. Sie finden den entsprechenden Eintrag hier.