



Qualifizierte Nachrangklauseln

Alles oder nichts: Risiken für Anleger im Grauen Kapitalmarkt



ÜG Nachrangdarlehen sind für Gesellschafter kriselnder Unternehmen seit langem ein gängiges Instrument, um eine Insolvenz abzuwenden. Sie haben sich zudem als bankenunabhängiges Finanzierungsinstrument etabliert, nicht zuletzt deshalb, weil sie faktisch den Spielraum eines Unternehmens erhöhen, neben dem Nachrangkapital weitere, nicht nachrangige Fremdverbindlichkeiten aufzunehmen. Nachrangdarlehen vereinen Eigenschaften von Eigen- und Fremdkapital und zählen somit zu den hybriden beziehungsweise mezzaninen Finanzierungsformen, ebenso wie Genussrechte und stille Beteiligungen. Sie sind also eine unternehmerische Risikobeteiligung.

Nachrangdarlehen, die eine insolvenzverhindernd qualifizierte Nachrangklausel aufweisen (siehe Infokasten [Seite 15](#)), gehören wie Genussrechte und stille Beteiligungen zum Grauen Kapitalmarkt (siehe [BaFinJournal März 2014](#)). Denn Unternehmen, die rückzahlbare Publikumsgelder über qualifiziert nachrangige Anlageangebote einsammeln, brauchen hierfür keine Erlaubnis der BaFin, wenn hinreichend erkennbar ist, dass mit dem insolvenzverhindernd qualifizierten Nachrang die Bedingung der Rückzahlbarkeit der angenommenen Gelder verbunden ist.

Auch begründet die Annahme solcher Darlehen für sich allein genommen kein Investmentvermögen nach § 1 Absatz 1 des Kapitalanlagegesetzbuchs ([KAGB](#)). Bislang unterliegen unverbrieft Nachrangdarlehen auch noch keiner gesetzlichen Prospektpflicht.

Haftung für andere Verbindlichkeiten

Dass qualifizierte Nachrangdarlehen erlaubnisfrei sind, sollte den Anleger nicht zu der Fehlannahme verleiten, dass es sich um risikoarme Kapitalanlagen ohne besonderen Informationsbedarf handelt. Das Gegenteil ist wahr: Gerade Kleinanleger ohne Erfahrung in der Unternehmensfinanzierung erkennen oft nicht, dass sie mit Nachrangdarlehen, die vom Vertragswerk her relativ einfach wirken, eine unternehmerische Finanzierungsverantwortung übernehmen. Ein Darlehensgeber, der mit dem Darlehensnehmer einen qualifizierten Nachrang vereinbart hat, muss sein Kapital wie ein Gesellschafter auch und gerade dann in dem Unternehmen belassen, wenn es in eine wirtschaftliche Schieflage gerät, während ein anderer Drittgläubiger sein Kapital eher abziehen würde. Der Anleger macht die Befriedigung seiner Ansprüche vom wirtschaftlichen Überleben des



Auf einen Blick

Qualifizierter Nachrang

Nachrangklauseln gibt es in zahlreichen Ausgestaltungen, die mehr oder weniger auf die speziellen Ziele der Darlehensnehmer zugeschnitten sind. Die Klauseln regeln die Reihenfolge, in der im Insolvenzfall die Inhaber von Forderungen aus der Insolvenzmasse befriedigt werden. Je schlechter die Rangposition der Forderungen, desto unwahrscheinlicher ist es, dass ihre Inhaber im Insolvenzverfahren auch nur teilweise bedient werden. Sie werden nur berücksichtigt, wenn das Vermögen ausreicht, alle Gläubiger mit höherem Rang vollständig zu befriedigen. Ein solcher „einfacher“ Nachrang ist also eine reine Verteilungsregel für den Insolvenzfall. Solange kein Insolvenzverfahren eröffnet ist, kann ein Gläubiger, der nicht zugleich Gesellschafter ist, den verliehenen Geldbetrag grundsätzlich in voller Höhe zurückfordern, sobald die Forderung fällig ist. Die Aufnahme

solcher Gelder ist darum als Bankgeschäft erlaubnispflichtig nach § 32 Absatz 1 Kreditwesengesetz (KWG).

Will der Darlehensnehmer dies vermeiden, das Anlageangebot also auf dem Grauen Kapitalmarkt halten, kann er die einfache Nachrangklausel um eine insolvenzverhindernde Qualifikation ergänzen. Beim qualifizierten Nachrang vereinbaren die Parteien, dass die Forderungen des Darlehensgebers auch dann nicht bedient werden, wenn die Rückzahlung einen Insolvenzgrund herbeiführen würde. Gerade unerfahrene Kleinanleger laufen Gefahr, derartige Klauseln von windigen Anbietern untergeschoben zu bekommen. Doch auch bei Angeboten, die seriös erscheinen, sollten sie sich der grundlegenden Wirkungsweise und der Risiken qualifizierter Nachrangklauseln bewusst sein.

geldannehmenden Unternehmens abhängig, auch außerhalb der Insolvenz. Sein Kapital haftet für andere Verbindlichkeiten des Unternehmens.

Das ist ein anderes und deutlich höheres Risiko als das allgemeine Insolvenzausfallrisiko. Der Geldgeber spekuliert letztlich auf das wirtschaftliche Überleben des Unternehmens, ohne dass ihm die Informations- und Kontrollrechte eines Gesellschafters zuständen. Das Unternehmen kann das Nachrangkapital zugunsten anderer Gläubiger verbrauchen, ohne zunächst Insolvenz anmelden zu müssen. Daher gilt: Wenn die Werbeunterlagen von Anlageangeboten den abstrakten Hinweis auf einen möglichen Totalverlust enthalten, sollten Anleger diesen keineswegs als bloße Formalie auffassen. Zwar kann ein Totalverlust grundsätzlich jeden treffen, der Geld verleiht. Bei qualifizierten Nachrangdarlehen kann er aber eintreten, ohne dass die gläubigerschützenden Regelungen der Insolvenzordnung rechtzeitig – nämlich frühzeitig – zur Anwendung kommen. Die Forderung wird

also nicht nur wirtschaftlich, sondern auch rechtlich entwertet.

Kapitalmarkterfahrene Geldgeber wirken diesen Risiken entgegen, indem sie Vereinbarungen (Covenants, Inter-Creditor-Agreements) schließen, die ihnen umfangreiche Mitwirkungs- und Kontrollrechte einräumen. So sichern sie sich gesellschafterähnlichen Einblick und Einfluss auf die Geschicke des finanzierten Unternehmens und können darauf hinwirken, dass sich das Kreditrisiko möglichst nicht verschlechtert, nachdem sie das Darlehen vergeben haben.

Erlaubnisfreie Kapitalbeschaffung

Bisher nutzten vor allem kleine und mittelständische Unternehmen Nachrangdarlehen, um sich unabhängig von den Banken zu finanzieren. Windige Anbieter entdecken Nachrangdarlehen aber zunehmend als Möglichkeit, sich unter Umgehung der bankaufsichtsrechtlichen Erlaubnispflicht Kapital zu

beschaffen – insbesondere auch von Kleinanlegern, die keine Erfahrung in Fragen der Unternehmensfinanzierung und des Insolvenzrechts haben.

Häufig bemerken diese nicht einmal, dass sie es mit qualifizierten Nachrangklauseln zu tun haben. Nicht nur, dass sich dem unerfahrenen Anleger nur schwer erschließt, dass er mit einer qualifizierten Nachrangklausel eine unternehmerische Finanzierungsverantwortung übernimmt: Nachrangdarlehen müssen in den Verträgen auch nicht explizit als solche bezeichnet werden. Der Graue Kapitalmarkt lockt Anleger mit vielfältigen Vertragsgestaltungen. Neben klassischen Kapitalanlagen in Vertragsform wie Genussrechten oder Beteiligungsformen, die schlicht als Darlehen tituliert sind, zählen dazu auch Angebote über den „Kauf“ von Lebensversicherungen (siehe [BaFinJournal Dezember 2013](#)) und anderen regulierten Kapitalanlagen, bei denen der vermeintliche Kaufpreis erst Jahre später oder in Raten ausgezahlt werden soll und zudem unter dem Vorbehalt eines qualifizierten Nachrangs steht. Kombinationen aus mehreren getrennten Verträgen kommen ebenfalls vor. Neben den Möglichkeiten, die Bedeutung eines qualifizierten Nachrangs durch die Vertragsgestaltung in den Hintergrund zu drängen, nutzen Anbieter häufig auch Methoden des Strukturvertriebs, um Kleinanleger zur Unterschrift zu bewegen.

Zivilrechtliche Bedenken

Zivilrechtlich kann es in manchen Fällen sehr fraglich sein, ob derartige Darlehens- oder gar Kaufverträge den Anforderungen entsprechen, die das Bürgerliche Gesetzbuch (BGB) in den §§ 305ff. an die Einbeziehung und Ausgestaltung von Allgemeinen Geschäftsbedingungen stellt. Um zu verhindern, dass objektiv ungewöhnliche Klauseln den Anleger überrumpeln, verlangt die gängige Rechtsprechung einen entsprechenden Hinweis. Auch dürfen die Anleger nicht unangemessen benachteiligt werden, etwa indem vom gesetzlichen Leitbild des Darlehensvertrages abgewichen oder Klauseln intransparent gestaltet werden.

Unangemessen benachteiligt sind Anleger nach der ständigen Rechtsprechung auch dann, wenn der Darlehensnehmer sein Interesse, ohne Erlaubnis oder gesetzliche Prospektpflicht Gelder einzusammeln, missbräuchlich auf Kosten seiner Vertragspartner durchzusetzen versucht, ohne deren

Interessen ausreichend zu berücksichtigen oder für einen angemessenen Ausgleich zu sorgen.¹

Ob die meist hohen Zinsversprechen solcher Angebote als Ausgleich anzusehen sind, ist zweifelhaft, denn es besteht die Gefahr, dass diese Zinsversprechen aufgrund des qualifizierten Nachrangs gar nicht eingelöst werden müssen. Der Bundesgerichtshof (BGH) hat die Zulässigkeit einer einfachen Nachrangabrede nach den §§ 305ff. BGB in einem konkreten Fall bestätigt. Er stellte aber auch fest, dass Nachrangklauseln unter Privatleuten objektiv ungewöhnlich im Sinne des § 305c Absatz 1 BGB sind und dass sich der Darlehensgeber schon durch eine einfache Nachrangklausel am wirtschaftlichen Risiko des Darlehensnehmers beteiligt. Allerdings entschied das Gericht, dass im fraglichen Fall keine unangemessene Benachteiligung vorlag: Die Darlehensgeber waren Eltern von Schülern einer vom Darlehensnehmer getragenen Schule. Sie hatten daher laut BGH ein besonderes persönliches und nicht vorrangig wirtschaftliches Interesse am Betrieb der Schule.

Ob eine qualifizierte Nachrangklausel im Einzelfall zivilrechtlich zulässig ist, ist durch die ordentlichen Gerichte zu klären. Die Gerichte anrufen können sowohl die Vertragsparteien selbst als auch – im wettbewerbsrechtlichen Verbandsklageverfahren – die nach dem Gesetz gegen den unlauteren Wettbewerb (UWG) dazu berufenen Verbände und Einrichtungen.

Aufsichtsrechtliche Bewertung

Die BaFin bewertet derartige Angebote aus aufsichtsrechtlicher Perspektive. Stellt sie fest, dass eine Vertragskonstruktion mit qualifizierter Nachrangklausel lediglich der Umgehung der Erlaubnispflicht für Bankgeschäfte oder Finanzdienstleistungen dient, schreitet sie gegen das unerlaubte Geschäft ein und informiert die Öffentlichkeit im Regelfall darüber.

Vor allem der Tatbestand des Einlagengeschäfts nach § 1 Absatz 1 Satz 2 Nr. 1 KWG kommt häufig

¹ Vgl. zum Beispiel das Urteil des Bundesgerichtshofs Az. IX ZR 137/13 vom 20. Februar 2014. Zu „Kaufverträgen“ über Lebensversicherungen mit qualifiziert nachrangigem Kaufpreis vgl. Landesgericht Hamburg, Az. 332 O 72/12, vom 16. Januar 2013.

vor. Bei der Prüfung, ob eine qualifizierte Nachrangklausel das Einlagengeschäft ausschließt, ob es sich bei dem Anlageangebot also – soweit keine anderen Erlaubnistatbestände vorliegen – um ein erlaubnisfreies Angebot auf dem Grauen Kapitalmarkt handelt, ist auch zu berücksichtigen, welche Vorstellung der Anleger nach der Gestaltung des Anlageangebots von der getätigten Geldanlage gewinnen soll.²

Anleger sollten kritisch prüfen

Bei erlaubnisfreien Angeboten des Grauen Kapitalmarkts sollte der Anleger alle Vertrags- und Prospektunterlagen besonders kritisch prüfen. Egal, ob die Anlage als Darlehen, partiarisches Darlehen oder gar Kaufvertrag bezeichnet wird: Findet sich im Vertragswerk oder in Zusatzdokumenten ein qualifizierter Nachrang, muss der Anleger sich von der Vorstellung verabschieden, die er mit einem Darlehen verbindet, wie es ihm von seiner Bank gewährt würde. Während diese in der Regel Sicherheiten für ihre Forderungen verlangt, überlässt der Anleger mit einem qualifiziert nachrangigen Darlehen meist unbesichertes Risikokapital.

Anleger sollten sich daher nicht vom Versprechen hoher Renditen blenden lassen – insbesondere dann

nicht, wenn der Anbieter Äpfel mit Birnen vergleicht, etwa Lebensversicherungen oder Bausparverträge mit Nachrangkapital. Das gilt auch für Werbeaussagen wie die, dass der Darlehensnehmer im Immobilienbereich tätig oder dass die Kapitalanlage gar „mündelsicher“ sei: Nachrangdarlehen sind alles andere als mündelsicher, unabhängig davon, wofür das Unternehmen das eingesammelte Risikokapital verwendet.

Die Bundesregierung will es dem Anleger künftig erleichtern, die wahre Natur seines finanziellen Engagements auf dem Grauen Kapitalmarkt zu erkennen. Ihr Aktionsplan zum Verbraucherschutz im Finanzmarkt (siehe [BaFinJournal Juni 2014](#)) sieht unter anderem vor, für partiarische Darlehen und Nachrangdarlehen eine gesetzliche Prospektpflicht nach dem Vermögensanlagengesetz ([VermAnlG](#)) einzuführen.³ Da die mit dem Angebot verbundenen Risiken im Prospekt deutlich dargestellt werden müssen, wird dies die Position der Anleger erheblich stärken. ■



Autor

O. Fußwinkel

BaFin-Abteilung für Erlaubnispflicht und Verfolgung unerlaubter Geschäfte

2 Vgl. [Regierungsbegründung zum Entwurf des Finanzkonglomeraterichtlinie-Umsetzungsgesetzes](#), BT-Drs. 15/3641, Seite 36.

3 Ein Beitrag zum aktuellen Prospektrecht findet sich im [BaFinJournal Oktober 2013](#).