

DIGITALES PRESSEGESPRÄCH:  
**GRAVIERENDE MISSSTÄNDE UND  
VERBRAUCHERSCHUTZLÜCKEN AM  
GRAUEN KAPITALMARKT**

Stefan Loipfinger, investmentcheck.de  
Dorothea Mohn, Leiterin Team Finanzmarkt

**verbraucherzentrale**  
*Bundesverband*

# HINTERGRUND ZUM GRAUEN KAPITALMARKT

## WIEDERHOLTE ANLAGESKANDALE

- ❖ 2013 S&K: Verluste ~ 240 Millionen Euro
- ❖ 2015 Prokon: Verluste ~ 640 Millionen Euro
- ❖ 2018 P&R: Verluste ~ 2,5 Milliarden Euro

## GESETZGEBUNG REAGIERT AUF EINZELFÄLLE

- ❖ KASG 2015 Lex Prokon: Genussrechte Teil des Vermögensanlagegesetzes.
- ❖ AnlSchStG 2021 Lex P&R: u.a. Mittelverwendungskontrolle für Direktinvestments.

## REICHT DAS? ODER ROLLT DIE NÄCHSTE WELLE?

- ❖ Vorausschauende Untersuchung aktueller Investments am GKM!

Bild: puje – shotshop.com



# ERGEBNISSE DES GUTACHTENS

# FRAGESTELLUNG UND METHODIK

## DARSTELLUNG UND BEWERTUNG DER 10 GRÖßTEN INITIATOREN VON VERMÖGENSANLAGEN

- Vorherrschende Geschäftsmodelle
- Sachwerte hinter den Vermögensanlagen
- Entwicklung Gewinne und Eigenkapital, Einschätzung Solvenz
- Ergebnisse der bisherigen Geschäftsaktivitäten
- Verlauf Ausschüttungen und Rückzahlungen
- Hinweise auf bilanzielle Tricks
- Interessenskonflikte zwischen Initiatoren und AnlegerInnen
- Veröffentlichung Bilanzen und Geschäftsberichte
- Aussagekraft der laufenden Informationen an Anleger:innen

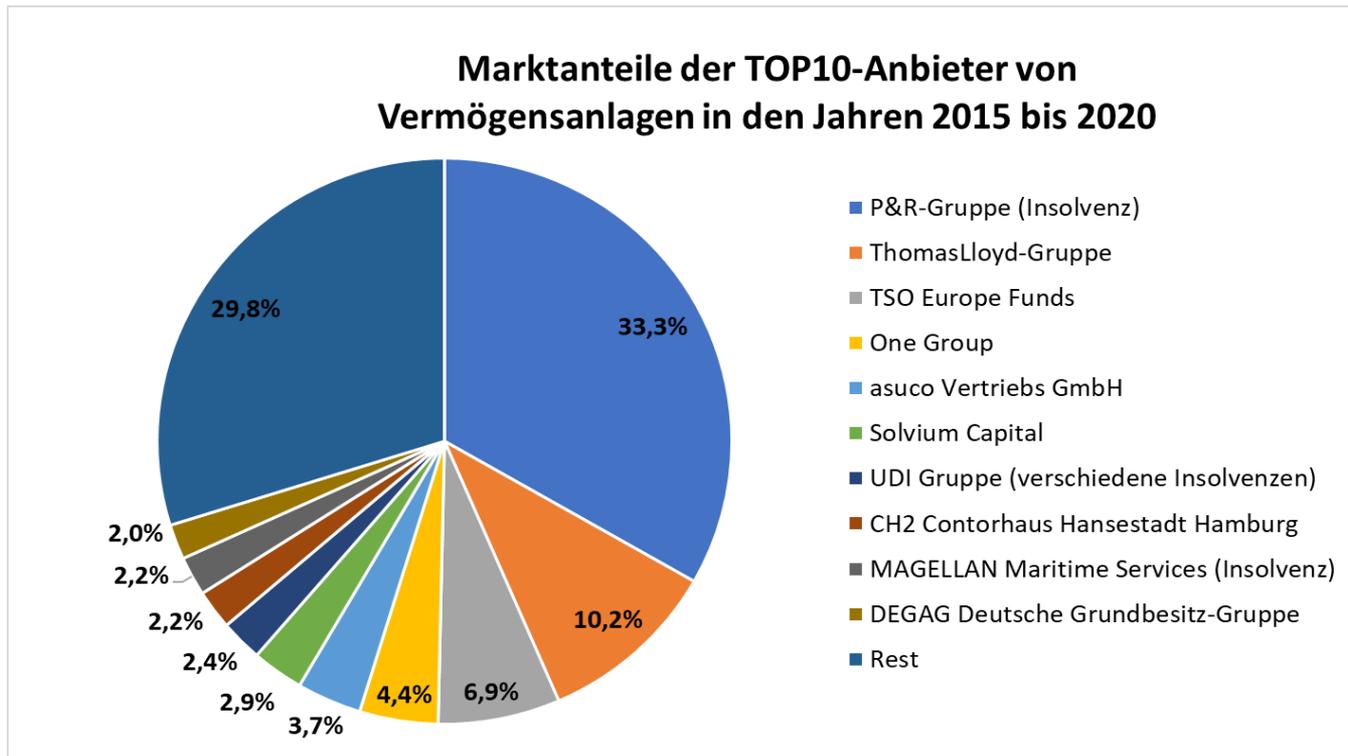
### ➤ Erkennen von strukturellen Missständen



# MARKTAUSWAHL

## MARKTABDECKUNG

- Zehn größte Anbieter nach Etablierung von AIFs (Platzierung 2015 bis 2020).
- Gesamtmarkt 6,06 Milliarden Euro
- Platzierungserfolg TOP 10 4,25 Milliarden Euro
- **Marktabdeckung 70,2 Prozent der Gesamtemissionen**



# ERGEBNISSE IM ÜBERBLICK

## ZWÖLF ERKENNTNISSE AUS DEM GUTACHTEN

1. Finanzkonstrukte statt Assets
2. Bedenkliches Verhältnis von Chancen und Risiken
3. Unwirksames Blind-Pool-Verbot und ausgehebelte Mittelverwendungskontrollen
4. Bedenkliches Konstrukt-Hopping
5. Fehlende Leistungsbilanzen
6. Reduzierte Prospektqualität
7. Verflechtungen verhindern Kostentransparenz
8. Ungenügend transparente Rechnungslegung
9. Spärliche Ad-hoc-Pflichten
10. Unzulängliche WirtschaftsprüferInnen testate
11. Abgeschobene Prospektverantwortung
12. Unzureichende Zielgruppenauswahl

# ERGEBNISSE IM ÜBERBLICK

## FINANZKONSTRUKTE STATT ASSETS

- Überwiegend werden Anleger:innen nachrangige Darlehenskonstrukte angeboten (partiarische Darlehen, Genussrechte, Nachrangdarlehen, nachrangige Schuldverschreibungen)
- Fehlende Kontroll- und Mitspracherechte sowie fast keine Informationsrechte
- Zahlung fälliger Ansprüche wird häufig ohne nähere Begründung mit Hinweis auf die Nachrangklausel verweigert
- Mehrstöckigkeit durch Darlehensvergabe an z.T. eigene Projektgesellschaften

### ➤ **Beispiel UDI „Festzinsanlagen“**

- Nachrangklausel unwirksam
- Unerlaubtes Bankgeschäft mit Abwicklungsanordnung der BaFin

## BEDENKLICHES VERHÄLTNISS VON CHANCEN UND RISIKEN

- Frühere geschlossene Fonds boten für Anleger:innen als Kommanditisten die vollen Chancen und Risiken aus den Investments
- Chancen sind bei Darlehenskonstrukten auf die Verzinsung begrenzt, Verluste schlagen voll auf das Anlegerkapital durch. Meist keine risikoadäquate Verzinsung.

### ➤ **Beispiel Solvium Logistik Opportunitäten Nr. 4**

- 0,05 Prozent Eigenkapital der Initiatoren
- Geringere Mieten und Verkaufspreise belasten sofort das Anlegerkapital
- Von überplanmäßigen Gewinnen profitieren die Eigenkapitalgeber

# ERGEBNISSE IM ÜBERBLICK

## UNWIRKSAMES BLIND-POOL-VERBOT UND AUSGEHEBELTE MITTELVERWENDUNGSKONTROLLE

- Anlegerschutzstärkungsgesetz soll ein zweites P&R verhindern
- 2021 eingeführtes Blind-Pool-Verbot
- gesetzlich vorgeschriebene Mittelverwendungskontrolle

### ➤ **Beispiele**

- 2022 neu aufgelegte Containerinvestments von Solvium und Buss Capital nennen keine Kaufpreise und Mieten pro Container
- Solvium hat auch keinen Mittelverwendungskontrolleur

## BEDENKLICHES KONSTRUKT- HOPPING

- Anlegerfreundlichere Vehikel werden häufig durch nachteilige Konstrukte ersetzt (z.B. Nachrangdarlehen statt Direktinvestments)
- Nach BaFin-überwachten Publikums-AIF wechselten Initiatoren ohne erkennbare Kostenvorteile zurück ins VermAnIG

### ➤ **Beispiele für Publikums-AIF**

- 2015: ProReal Deutschland Fonds 4
- 2020: Buss Investment 1
- 2020: Solvium Logistic Fund One
- nachher dann wieder Vermögensanlagen emittiert

# ERGEBNISSE IM ÜBERBLICK

## FEHLENDE LEISTUNGSBILANZEN

- Früher übliche Leistungsbilanzen werden nur noch selten aktuell und aussagekräftig vorgehalten
- Häufig keine Leistungsbilanz-Veröffentlichung bei unbefriedigenden Ist-Ergebnissen
- Fehlende Leistungsbilanzen verhindern einen Qualitätswettbewerb

### ➤ **Beispiele**

- P&R, TSO Europe Funds, UDI, CH2, Magellan und DEGAG liefer(te)n keine oder nur völlig unzureichende Angaben
- ThomasLloyd, One Group und Solvium veröffentlichen wenig aussagekräftige Leistungsbilanzen für 2021
- asuco liefert weitgehende Leistungsbilanz 2021 mit Nettoinventarwerten

## REDUZIERTER PROSPEKTQUALITÄT

- Gesetzliche Vorgabe zu „allen Angaben für eine qualifizierte Anlageentscheidung“ wird häufig missachtet
- Ohne Prognoserechnung kann die Kostenwirkung und die Plausibilität der Ertragsvorschau nicht geprüft werden
- Fehlende Aussagen zu den Investitionsmärkten verhindern Risikobeurteilung und Markteinschätzung im historischen Kontext

### ➤ **Beispiel TSO-DNL**

- Nachdem die anfänglichen Prognosen nicht erreicht wurden, ist in den letzten Prospekten keine nachvollziehbare Prognoserechnung mehr enthalten

# ERGEBNISSE IM ÜBERBLICK

## VERFLECHTUNGEN VERHINDERN KOSTENTRANSPARENZ

- Gesetzliche Vorgabe: Anleger:innen müssen die kumulative Wirkung der Kosten auf die Rendite der Anlage verstehen.
- Einkauf oder Investments bei sich selbst verhindern Kosteneinschätzung und verschleiern die Werthaltigkeit der Assets

### ➤ Beispiele

- P&R, Solvium, CH2 und Magellan kauf(t)en Container bei sich selbst
- ThomasLloyd, TSO Europe, One Group, UDI und DEGAG investieren Anleger-Innenkapital bei eigenen Gesellschaften
- Nur asuco kauft Zweitmarktanteile von fremden Dritten

## UNGENÜGEND TRANSPARENTE RECHNUNGSLEGUNG

- Seit 2012 wurden die Transparenzpflichten für bestimmte Vermögensanlagen immer wieder erhöht. Ausnahmen aber zu großzügig.
- Größenabhängige Erleichterungen bei manchen Inhalten und vor allem bei mehrstöckigen Modellen
- Einreichungsfrist von 6 Monaten nach Geschäftsjahresende oft missachtet

### ➤ Beispiele

- 25 von 31 Emittentinnen haben die Veröffentlichungsfrist für 2021 nicht eingehalten
- **Hinweis:** Finanztest Januar 2023 mit großer Untersuchung zu diesem Thema

# ERGEBNISSE IM ÜBERBLICK

## SPÄRLICHE AD-HOC-PFLICHTEN

- Seit 2015 greift eine Ad-hoc-Pflicht bei Vermögensanlagen: nicht öffentliche Tatsachen, die die Rückzahlung der Anlegergelder erheblich beeinträchtigen könnten, sind sofort bekannt zu machen
- Unkonkrete „11a-Meldungen“ wirken wie eine Generalabsolution und verhindern eine konkrete Einschätzung der Lage

### ➤ Beispiel UDI

- Ad-hoc-Meldungen enthalten nur allgemeine Aussagen zur gefährdeten Rückzahlung von weitergereichten Geldern der Anleger:innen an Projektgesellschaften
- Weder die Ursachen, die Höhe des Ausfallrisikos noch die Höhe des gefährdeten Volumens sind einschätzbar.

## UNZULÄNGLICHE WIRTSCHAFTSPRÜFERINNENTESTATE

- Anleger:innen von Nachrangdarlehen u.ä. können bei der Bestellung nicht mitbestimmen.
- Feststellung der Einhaltung des Gesellschaftsvertrages geht bei Nachrangkonstrukten am Zweck vorbei
- Transparenzverstöße werden nicht geprüft

### ➤ Beispiele

- Konzernbilanz Green City: 2017 Testat versagt, 2018 anderer WP uneingeschränkt testiert
- te Solar Sprint Festzins III: Vermögensgegenstände nicht hinreichend nachgewiesen

# ERGEBNISSE IM ÜBERBLICK

## ABGESCHOBENE PROSPEKTVERANTWORTUNG

- In zwei von drei Fällen wird die Prospektverantwortung auf die Anlagegesellschaft (Emittentin) selbst abgeschoben, obwohl diese kein Personal hat
- Haftung bei fehlerhaftem Verkaufsprospekt auf grob fahrlässige Unkenntnis begrenzt
- Inhalte der Verkaufsprospekte nicht ausreichend definiert

### ➤ **Beispiele**

- CH2, DEGAG, One Group, Solvium und UDI haben die Prospektverantwortung (teilweise) auf die Emittentin der jeweiligen Vermögensanlage abgeschoben

## UNZUREICHENDE ZIELGRUPPENAUSWAHL

- Verkaufsprospekte müssen seit 2015 die Anlegerzielgruppe beschreiben. Kriterien sind nicht vorgegeben.
- „Eigenvertrieb“ durch den Anbieter ist seit 2021 verboten. Anlagevermittlung ohne Geeignetheitsprüfung ist weiter erlaubt.
- Aufsicht der Finanzanlagenvermittler ist immer noch nicht auf die BaFin übertragen.

### ➤ **Beispiel**

- In der Praxis untaugliche Beschreibungen der Anlegergruppe wie im Verkaufsprospekt des ProReal Europa 10

# FAZIT

- Geschlossene Immobilienfonds, Schiffsbeteiligungen, Fonds mit Lebensversicherungen und viele andere Anlagemodelle des Grauen Kapitalmarkts produzierten enorme Verluste für Anleger:innen. Aber sogar diese Modelle mit Anleger:innen als Gesellschaftern waren deutlich anlegerfreundlicher als die heute üblichen Nachrangkonstrukte.
- Strukturelle Defizite sind weiterhin enorm. Bisherige Gesetzesänderungen zur Verbesserung des Schutzes von Anleger:innen sind nicht ausreichend.
- Großzügige Übergangsregelungen verhindern die Anwendung sinnvoller Verbesserungen bei älteren Vermögensanlagen.
- Weitere Skandale mit Vermögensverlusten in Millionen-/Milliardenhöhe sind vorprogrammiert.

# POLITISCHE EINORDNUNG DER ERGEBNISSE

# BUNDESREGIERUNG MUSS HANDELN

## ANLAGEN DES GKM NICHT FÜR VERBRAUCHER:INNEN GEEIGNET

❖ Trotzdem aktiver Vertrieb!

## WAS MUSS PASSIEREN?

- ❖ Aktiver Vertrieb muss verboten werden. Keine Werbung, keine Beratung, keine Vermittlung.\*
- ❖ Haftungsprinzip muss durchgesetzt werden: Prospekthaftung muss bei den tatsächlich Verantwortlichen verbleiben.
- ❖ Falschberatungen dürfen nicht länger verjähren. Verjährung häufig bevor Schaden deutlich wird. Frist von mindestens 20 Jahren notwendig.

\*Der Eigenvertrieb durch Emittenten wurde schon im Rahmen des AnlSchStG verboten.

## KOALITIONSVERTRAG MUSS GENUTZT WERDEN

*„Wir werden die Fähigkeiten der BaFin bei der Prüfung von Vermögensanlage-prospekten weiter stärken. (...)*

*Wir werden die BaFin beauftragen, Regulierungslücken im Grauen Kapitalmarkt zu identifizieren.“*

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

# FRAGEN?

# VIELEN DANK FÜR IHRE AUFMERKSAMKEIT!

## Impressum

Verbraucherzentrale  
Bundesverband e.V.

Rudi-Dutschke-Straße 17  
10969 Berlin

[presse@vzbv.de](mailto:presse@vzbv.de)  
[www.vzbv.de](http://www.vzbv.de)