



Finanzprodukte außerhalb des Kapitalanlagegesetzbuches

Der Inhalt und nicht die Rechtsform entscheidet über Qualität und Sicherheit!

Univ.-Prof. Dr. Karl-Georg Loritz, Bayreuth,
Steuerberater

Auch nach In-Kraft-Treten des Kapitalanlagegesetzbuches (KAGB) am 22.7.2013 gibt es Produkte, die diesem Gesetz nicht unterfallen. Inwieweit dies dem Sinn der europäischen Vorgaben, insbesondere der AIFM-Richtlinie, entspricht mag man diskutieren. Tatsache ist, dass die BaFin entsprechende Prospekte genehmigt und selbst in ihrem Anwendungsschreiben vom 14.6.2013 einen durchaus relevanten Raum für Beteiligungsmodelle außerhalb des KAGB belässt (hierzu Loritz/Uffmann, Wertpapiermitteilungen 2013, S. 2193 ff.). Interessant ist, dass offenbar statt der früheren Kommanditbeteiligungen eher **Genussrechte und stille Beteiligungen** emittiert werden. Kommanditbeteiligungen mögen bei vielen Vertrieben ein deutlich besseres Ansehen als andere Beteiligungsformen haben. Sie indizieren aber keine bessere Produktqualität. Die gesellschafterlichen Mitspracherechte bei der Kommanditgesellschaft haben Anlegern in der Praxis nur in seltenen Fällen konkret genutzt. Spätestens wenn ein Beteiligungsmodell mit stillen Beteiligungen oder Genussrechten in die Insolvenz gerät, wird freilich die Diskussion über die Sicherheit dieser Rechtsformen aufkommen.

Sicherheit einer Kapitalanlage bedeutet bekanntlich die Sicherheit der Renditen, des eingesetzten Kapitals vor Verlusten und der plangemäßen Kapitalrückzahlung bzw. des Return of Investment. All das hängt aber nicht von der Rechtsform, sondern ausschließlich vom „sachlich-materiellen Gehalt“ der Kapitalanlage ab. Ein schlechtes unternehmerisches Investment wird nicht dadurch besser, dass sich Anleger in der Rechtsform der Kommanditgesellschaft beteiligen, auch nicht bei Fonds neuer Art unter Geltung des KAGB und aufsichtsrechtlicher Überwachung. Nicht einmal die Beteiligung an einer börsennotierten Aktiengesellschaft z.B. bewahrt bekanntlich Anleger vor dem Verlust ihres Geldes wie die Aktionäre von Arcandor (= Karstadt-Quelle), General Motor und Chrysler in jüngster Zeit erfahren mussten. Mit offenen Immobilienfonds haben nicht wenige Anleger

trotz BaFin-Überwachung zum Teil erhebliches Geld verloren. Entscheidend ist also stets und auch bei Genussrechten und stillen Beteiligungen nicht das „äußere Kleid“ = Rechtsform. Auf den „Inhalt“, also auf das strategische unternehmerische Geschäft, kommt es an!

Noch mit einem weiteren Vorurteil ist aufzuräumen, nämlich mit dem sich hartnäckig haltenden Gemeinplatz: „Je höher die Rendite, desto höher ist das Risiko einer Kapitalanlage“ oder hochtrabend formuliert: Risiko und Rendite korrelieren. Diese Aussage ist zwar aus langjährigen Statistiken abgeleitet. Sie stimmt aber nicht bei Beurteilung der Qualität und Sicherheit einer konkreten vorhandenen Kapitalanlage. Investiert ein Anleger in ein Unternehmen, das Immobilien-Projekte oder Windenergieanlagen entwickelt, errichtet oder betreibt, so muss geprüft werden, wie sicher dieses Investment konkret in seiner spezifischen Ausgestaltung ist. Es wird nicht dadurch sicherer, dass der – ungeachtet, ob als Kommanditist, mittels eines Genussrechts oder einer stillen Beteiligung investierende - Anleger eine niedrige Rendite bekommt. Umgekehrt steigt das Risiko des Anlegers nicht bei hoher Rendite. Oberflächliche Analysten versteigen sich leider zu dem Satz und Vorurteil: „Wenn das Unternehmen seinen Kapitalgebern angesichts des historischen Zinstiefs 10% Rendite oder mehr gibt, dann muss es sich um ein risikoreiche Beteiligung handeln.“ Das kann so sein, ist aber nicht logisch vorgegeben. Entscheidend ist, dass mit dem konkreten Unternehmen und mit seinem Geschäftsmodell die zugesagte Rendite erwirtschaftet werden kann. Ein Investment lässt sich mit einer Mineralwasserquelle vergleichen. Aus ihr sprudelt täglich eine bestimmte Menge Wassers. Dadurch, dass der Eigentümer die Quelle billiger oder teurer verkauft, ändert sich zwar die Rendite des eingesetzten Kapitals des Käufers, nicht aber die Menge oder Qualität des Wassers.

Statt sich in pauschalen Aussagen zu ergehen, gilt es präzise die konkreten Produkte zu analysieren. Neben den unternehmerischen Akteuren, also vor allem den Managern (beherrschen sie ihr „Geschäft“?), ist oftmals die zeitliche Phase des Investments, etwa bei einem Immobilienprojekt, einer Windkraft- oder Solaranlage, entscheidend. Fließt das Geld zu Beginn des Projekts in das Unternehmen, damit dieses die Suche nach geeigneten Grundstücken finanziert, auf denen derartige Immobilien bzw. Anlagen genehmigungsfähig erstellt werden können, so wird das oftmals sehr risikoreich sein. Wird kein Grundstück gefunden oder gibt es keine Genehmigung für die Anlage, ist das Geld verloren. Wird hingegen erst investiert, nachdem diese unverzichtbaren „Projekt-Vorarbeiten“ geleistet wurden und die Option auf ein Grundstück mit den erforderlichen Bau-, bzw. bei Windkraft- und Solaranlagen Projektrechten rechtssicher vorhanden sind, dann ist bei entsprechender rechtlicher Konzeption das Investment tendenziell als sicher zu betrachten. Bei Immobilien müssen die sicheren Mieterträge aus langfristigen Verträgen mit bonitätsstarken Mietern oder eine Verkaufsoption vorliegen. Bei Windkraft- und Solaranlagen ist die Stromabnahme bekanntlich gesetzlich abgesichert. Eine Investition der Anlegergelder im „richtigen“ Abschnitt der Projektentwicklungsphase kann also oft deutlich sicherer sein als eine solche in der Bestandshaltungsphase; diese beinhaltet so manches Mal bei relativ niedrigen

Renditen angesichts der langfristigen Kapitalbindung den Zeitfaktor als Unsicherheit. Bei keinem Anlageprodukt dürfen sich Berater und Anleger die Frage ersparen: Was passiert im Worst-Case, also in der Insolvenz der Zielunternehmens? Können z.B. die erworbenen Projektrechte rechtlich wirksam aus der Insolvenzmasse „herausgelöst“ und isoliert vermarktet werden? Vor allem darf es keine Nachschusspflichten der Anleger geben.

Eine wirtschaftliche und rechtliche Analyse ist etwas grundsätzlich anderes als eine Prospektprüfung durch Wirtschaftsprüfer. Diese gilt vorrangig, wenngleich nicht nur der korrekten Beschreibung des Investments. Dieses wird aber durch einen noch so guten Prospekt wirtschaftlich nicht besser und durch einen schlechten nicht schlechter. Ein korrekter Prospekt ist selbstverständlich im Interesse der Anleger zu verlangen. Er ist zugleich auch „Enthafungs-Medium“ für Emissionäre und Vertriebe. Wenn Gerichte nur allzu gern in Anlegerschutzprozessen ihre Urteile auf Fehler im Prospekt oder bei der Aufklärung durch den Vertrieb stützen, so hat das einen rein pragmatischen Grund. Sie ersparen sich die genaue Analyse des Produkts (das sie hinsichtlich der wirtschaftlichen Details oft nicht verstehen).

Es zeigt sich also: Die rechtlichen Rahmenbedingungen haben sich mit dem KAGB geändert. Meine leider pessimistische Prognose lautet, dass dieses neue Gesetz, so verfehlt wie es in Teilen konzipiert ist, nicht einmal neuerliche Anlagebetrugsfälle verhindern wird. Erst recht werden die ihm unterfallenden Produkte für den Anleger nicht sicherer oder gar qualitativ besser. Umso mehr brauchen wir eine seriöse „Analyse- und Diskussions-Kultur“ der Anlagen- und Anlegersicherheit. Einer solchen sind oberflächlichen Ratings und Pauschalbeurteilungen und erst recht Pauschalurteile abträglich.