



Studie über das Angebot und die Konzeption
von Vermögensanlagen und deren Ergebnisse
für die Anleger

Inhaltsverzeichnis

I	Zusammenfassung der Studienergebnisse	2
II	Einleitung – Vermögensanlagen: Legaldefinition, Markt und Untersuchungsgegenstand	4
	1 Vermögensanlagen: Gesetzliche Regulierung und Legaldefinition:	4
	2 Marktübersicht Vermögensanlagen	6
	3 Untersuchungsgegenstand und Methodik	6
III	Datenauswertung	7
	1 Stammdaten: Volumen, Anleger und Zeichnungssummen	7
	2 Schwerpunkt auf Nachhaltigkeit: Anlageklassen, Vehikel und Prospektpflicht	9
	3 Konzeption und Investition	10
	4 Kosten	12
IV	Ergebnisse der Vermögensanlagen aus Anlegersicht	13
	1 Aufgelöste Angebote:	13
	2 Laufende Angebote:	14
V	Reporting und Transparenz	15
VI	Fazit	16

I Zusammenfassung der Studienergebnisse

Das Wichtigste vorab auf einen Blick

Worum geht es: Die Studie umfasst **92 überwiegend gesetzlich regulierte¹ Angebote** (Vermögensanlagen und Direktinvestment) von **9 Daueremittenten** mit einem Zeichnungsvolumen von **1,89 Mrd. €** seit dem Jahr 2009.

Wer nimmt teil: Die Studie wurde erstellt von **kapital-markt intern** auf Grundlage der Angaben der Anbieter sowie eigener Erhebungen und Recherchen. Zu den teilnehmenden Anbietern gehören: **asuco Fonds GmbH, Deutsche Lichtmiete Unternehmensgruppe, Jäderberg & Cie., One Group GmbH, reconcept GmbH, Solvium Capital GmbH, Thamm & Partner GmbH, TSO Europe Funds, Inc., Wattner AG.**

Was wurde betrachtet: Es wurden die konzeptionellen **Merkmale** und **Ergebnisse** der Angebote erfasst und ausgewertet. Der **Stand** der Angaben bezieht sich auf den **30. November 2019**.

Damit handelt es sich um die **erste aussagefähige und mehrjährige Erhebung** über die Performance von Vermögensanlagen.

Die Ergebnisse in der Kurzzusammenfassung

Das Zeichnungsvolumen der betrachteten Angebote im engeren Untersuchungszeitraum von 2014 bis 2018 hat einen Anteil von im Durchschnitt 41 % am Gesamtmarkt, so dass eine **hinreichende Repräsentativität** und Aussagefähigkeit der Studie gegeben ist.

Kleinanleger gehören nicht zur klassischen Zielgruppe von Vermögensanlagen: Das durchschnittliche Zeichnungsvolumen pro Anleger bereits bei Publikumsangeboten liegt über € 28.800!

Das **Kleinanlegerschutzgesetz** hat somit seinen Regulierungszweck erreicht, nämlich dass Angebote mit kleinen Zeichnungssummen, die besonders per öffentlicher Werbung und Direktvertrieb abgesetzt wurden, keine Bedeutung mehr im regulierten Markt der Vermögensanlagen haben.

Mit Vermögensanlagen und Direktinvestments erfolgt überwiegend die Investition in **volkswirtschaftlich sinnvolle Sektoren**, z. B. Zweitmarkt, (Wohn)Immobilien und Denkmalschutz, Erneuerbare Energien, Logistik, Beleuchtungstechnik sowie in nachhaltige Forstwirtschaft und **nicht in „exotische“ oder spekulative Anlage-Themen**.

Schwerpunkt Expertise und Nachhaltigkeit

Die in dieser Studie vertretenen Anbieter zeichnen sich darüber hinaus dadurch aus, dass sie in ihren jeweiligen Asset-Bereichen Spezialisten sind, also sich auf ein Asset-Management-Thema konzentriert haben. Dazu zählen insbesondere Investitionsstrategien für die Errichtung und Sanierung von Wohnimmobilien sowie für Erneuerbare Energien, Impact Investing und nachhaltige Investments, die sich den **UN-Nachhaltigkeitszielen (UNPRI, United Nations Principles for Responsible Investments)** verschrieben haben. Ein teilnehmendes Unternehmen dieser Studie ist zudem nach Kriterien zertifiziert, die den **United Nations Sustainable Development Goals (SDGs)** entsprechen.

Der Schwerpunkt der betrachteten Investitionen liegt hierbei auf **Deutschland**. Etwa 67,4 % des Zeichnungsvolumens bzw. € 1,275 Mrd. wird in Deutschland investiert.

Die überwiegende Mehrheit der Angebote (über den gesamten Betrachtungszeitraum von 10 Jahren 73 % des Emissionsvolumens) ist zum Nutzen der Transparenz **prospektpflichtig**. Mit der Prospektspflicht geht auch einher, dass parallel dazu die gesetzliche **Vertriebsregulierung** greift.

Die betrachteten Angebote haben eine **mittel- bis langfristige Laufzeit** im Mittelwert von 7 Jahren.

Die bereits beendeten Angebote erzielten einen **jährlichen Vermögenszuwachs von 5,25 % p. a.** im Durchschnitt.

Die laufenden Emissionen leisten bislang **laufende jährliche Auszahlungen von 5,19 %** im Durchschnitt.

Kein Angebot realisierte **Vermögensverluste** oder gravierende **negative Abweichungen** durch Insolvenzen o. ä.

Nahezu alle Angebote (> 96 %) haben festgelegte bzw. prospektierte **Investitionskriterien** sowie **Prognoserechnungen** bzw. eine mehrjährige Liquiditäts- und Ertragsvorschau mit einer Aussage zum prognostizierten Gesamtrückfluss.

Die Emissionen verfolgen nahezu ausschließlich keine sog. Single-Asset-Strategien, die nur in einen einzigen Vermögensgegenstand investieren, sondern realisieren regelmäßig eine planmäßige und teils sehr breite **Diversifikation**, die unter dem Aspekt einer Risikostreuung die Anleger absichert.

Die **Investitionsphase/Anlagepolitik** der betrachteten Investitionen verlief nahezu immer planmäßig (bei ca. 98 %).

¹ Vgl. auch Seite 4–5 dieser Studie

Insgesamt zeichnen sich (die betrachteten) Vermögensanlagen durch **eine moderate Kostenstruktur** aus, teilweise schlanker als bei AIF, wobei letztere zudem überwiegend erfolgsabhängige Komponenten zugunsten der Anbieter aufweisen, die Vermögensanlagen i. d. R. nicht vorsehen.

Bezogen auf das Zeichnungsvolumen sind ca. 2/3 der Angebote **Blind-Pools**, die allerdings nahezu ausschließlich nach festen Investitionskriterien investieren. Dies dokumentiert, dass der „Blind-Pool“ ein wesentliches Konzeptionsmerkmal von Vermögensanlagen ist und grds. kein „Manko“ darstellt. Eine weitere signifikante regulatorische Einschränkung von Blind-Pools bei Vermögensanlagen würde deren Konzeption und Emission ohne grundlegenden Nutzen für den Anlegerschutz deutlich erschweren.

II Einleitung – Vermögensanlagen: Legaldefinition, Markt und Untersuchungsgegenstand

1 Vermögensanlagen: Gesetzliche Regulierung und Legaldefinition

Bei den im Zuge dieser Studie untersuchten Anlageangeboten handelt es sich um **Vermögensanlagen und Direktinvestments**. Um welche Angebote es sich herbei konkret handelt und welche gesetzlichen und rechtlichen Rahmenbedingungen diesbezüglich gelten, soll im folgendem skizziert werden.

Die Regulierungsintensität bei Vermögensanlagen wird auch heute noch gelegentlich in der öffentlichen Diskussion unterschätzt. Die nachfolgende stichwortartige dokumentierte Chronologie der Regulierungsmaßnahmen in diesem Bereich belegt jedoch eine umfassende Regulierung:

- Im Jahr 1990 wurde mit dem **Wertpapier-Verkaufsprospektgesetz (VerkaufsprospektG)** die Pflicht geschaffen, für Wertpapiere, die nicht an einer inländischen Börse gehandelt werden, einen Prospekt zu veröffentlichen.
- Im Jahr 1998 wurde im Zuge des **Dritten Finanzmarktförderungsgesetzes** die Vorgabe geschaffen, dass das **Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel** (Vorgänger der **BaFin** und Hinterlegungsstelle für Prospekte seit 1995) die Veröffentlichung von Prospekten gestatten muss.
- Im Rahmen des **Anlegerschutzverbesserungsgesetzes** im Jahr 2004 wurde die **Prospektpflicht** mit obligatorischer Billigung der Prospekte durch die BaFin auch für „**Angebote anderer Vermögensanlagen**“ als Wertpapiere gesetzlich verankert und somit auf „für im Inland öffentlich angebotene nicht in Wertpapieren (...) verbriefte Anteile, die eine Beteiligung am Ergebnis eines Unternehmens gewähren, für Anteile an einem Vermögen, das der Emittent oder ein Dritter in eigenem Namen für fremde Rechnung hält oder verwaltet (Treuhandvermögen), oder für Anteile an sonstigen geschlossenen Fonds“, erweitert (**Legaldefinition**). Unabhängig davon war es bereits zuvor gängige Praxis, detaillierte Prospekte zu Angeboten von Vermögensanlagen zu veröffentlichen, die wiederum nicht im „luftleeren Raum“ standen, sondern den zivilrechtlichen Vorgaben des BGH u. a. zur Prospekt- und Vertriebshaftung entsprechen mussten.
- Im Jahr 2004/2005 tritt zudem die korrespondierende **Vermögensanlagen-Verkaufsprospektverordnung** in Kraft, in der detaillierte Vorgaben zur Erstellung von Vermögensanlagen-Prospekten gemacht werden.
- Am 1. Juni 2012 trat an Stelle des **VerkaufsprospektG** das neue **Vermögensanlagengesetz (VermAnlG)** in Kraft, das zu einer weiteren Verschärfung der Regulierung und Anpassung der Prospektprüfung an den Wertpapierbereich führt: Es führt die Prüfung der **Kohärenz**, das heißt der Widerspruchsfreiheit, auch für Vermögensanlagen-Verkaufsprospekte ein. Wertpapierprospekte prüft die BaFin bereits daraufhin. Auch die Billigung von Vermögensanlagen-Verkaufsprospekten und von Nachträgen wird der Prüfungspraxis bei Wertpapierprospekten angepasst. Das neue **Vermögensanlagen-Informationsblatt (VIB)** soll zudem Vermögensanlagen für den Anleger transparenter und vergleichbarer machen. Das Vermögensanlagengesetz führt darüber hinaus neue Rechnungslegungsvorschriften für Emittenten ein und regelt die Prospekthaftung bei fehlerhaften und fehlenden Verkaufsprospekten neu (Quelle: BaFin).
- Parallel hierzu unterliegt nunmehr auch durch das **Gesetz zur Novellierung des Finanzanlagenvermittler- und Vermögensanlagenrechts** der Vertrieb von Vermögensanlagen einer Erlaubnispflicht nach § 34f der Gewerbeordnung.
- Weitere Verschärfungen der Regulierung und Neuerungen erfolgen durch das **Kleinanlegerschutzgesetz**, das am 10. Juli 2015 in Kraft getreten ist: Hierdurch wird die Prospektpflicht erweitert. Finanzprodukte, wie etwa **partiarische Darlehen**, **Nachrangdarlehen** und bestimmte **Direktinvestments**, werden erstmals einer Prospektpflicht nach dem VermAnlG unterworfen. Zur Sicherstellung der Aktualität von Vermö-

gensenlagen-Verkaufsprospekten werden diese künftig nur noch zwölf Monate lang für öffentliche Angebote gültig sein. Soll nach diesem Zeitpunkt weiter öffentlich angeboten werden, ist ein neuer Prospekt zu erstellen. Zum Schutz der Anleger werden eine Mindestlaufzeit von Vermögensanlagen von 24 Monaten sowie der Ausschluss von Vermögensanlagen mit einer Nachschusspflicht geregelt. Werbung für Vermögensanlagen, in der auf wesentliche Merkmale der Vermögensanlage hingewiesen wird, muss einen Hinweis auf den Verkaufsprospekt sowie dessen Veröffentlichung und bestimmte Warnhinweise enthalten. Die BaFin kann ferner sofort vollziehbare Maßnahmen sowie Bußgeldentscheidungen auf ihrer Internetseite bekanntmachen. Auch für die Zeit nach Beendigung des öffentlichen Angebots werden neue Pflichten für den Anbieter und den Emittenten eingeführt: Der Anbieter muss die BaFin über die Beendigung des öffentlichen Angebots und die vollständige Tilgung der Vermögensanlage informieren. Der Emittent muss künftig nach Beendigung des öffentlichen Angebots bis zur vollständigen Tilgung der Vermögensanlage jede neue Tatsache veröffentlichen, die geeignet ist, die Fähigkeit des Emittenten zur Erfüllung seiner Verpflichtungen gegenüber dem Anleger erheblich zu beeinträchtigen (Quelle: BaFin).

- Im Jahr 2016 wurde zudem durch das **Erste Finanzmarktnovellierungsgesetz (1. FiMaNoG)** der Anwendungsbereich des Vermögensanlagengesetzes und damit die Prospektpflicht deutlich ausgeweitet auf die restlichen verbliebenen Direktinvestments ohne feste Rückkaufzusage. Die **Legaldefinition von Vermögensanlagen** gemäß § 1 Abs. 2 VermAnlG umfasst damit nunmehr auch Direktinvestments ohne feste Rückkaufzusage, wie sie bspw. von P&R angeboten wurden. Damit ist die Regulierung auch hinsichtlich Vertrieb und Prospektpflicht quasi lückenlos. Zum „Grauen Kapitalmarkt“ dürften ab diesem Zeitpunkt bspw. sog. Gold- oder Edelmetallparpläne gehören, die allerdings keine Vermögensanlagen im Sinne des Gesetzes darstellen.
- **Geplante Maßnahmen:** Am 15. August 2019 wurde ein „**Maßnahmenpaket zur weiteren Stärkung des Anlegerschutzes**“ des Bundesministeriums der Finanzen und des Bundesministeriums der Justiz und für Verbraucherschutz veröffentlicht. Damit sollen die Kompetenzen der Finanzaufsicht bei der Überwachung von Finanzprodukten wie auch bei deren Vertrieb erweitert werden. Vermögensanlagen sollen noch strenger reguliert werden, u. a. durch Verbot von Blindpool-Konstruktionen bei Vermögensanlagen sowie eine verpflichtende Mittelverwendungskontrolle durch unabhängigen Dritten im Fall von Direktinvestments.

Schlussfolgerung und Bewertung

Die geplanten Regulierungsschritte und Maßnahmen sollten sorgfältig und mit Bedacht erfolgen. Sinnvoll ist es, die Ergebnisse der vorliegenden Studie zu berücksichtigen, die aktuelle empirische Daten über den realen mehrjährigen Verlauf von Vermögensanlagen liefert.

Hierbei ist ebenfalls zu berücksichtigen, dass insbesondere in der jüngeren Vergangenheit – wie oben dargestellt – bereits umfangreiche und effektive Regulierungsmaßnahmen im Bereich der Vermögensanlagen umgesetzt wurden.

Unzutreffend sind daher pauschale Annahmen, dass es sich um einen „grauen“ Kapitalmarkt bzw. ein schwach reguliertes Anlage-segment handelt. So äußerte sich laut „WirtschaftsWoche online“ vom 15. August 2019 bspw. BMJV-Verbraucherschutz-Staatssekretär **Gerd Billen** anlässlich der Vorstellung des Maßnahmenpakets wie folgt: „Wir wollen den Sumpf am grauen Kapitalmarkt damit weiter austrocknen“.

Derartige pauschale Unterstellungen eines „Sumpfes“ insbesondere durch einen Vertreter der Exekutive sind allerdings entschieden zurückzuweisen, da sie den Tatsachen nicht entsprechen. Laut **BaFin** spricht man vom „Grauen Kapitalmarkt“, wenn Anbieter „nur wenige gesetzliche Vorgaben erfüllen müssen“.²

Zudem weisen Angebote des Grauen Kapitalmarktes laut BaFin weitere Merkmale auf, nämlich dass bspw. „mit hohen Zinsen oder Renditen über dem allgemeinen Marktniveau“ sowie „mit der vermeintlichen Sicherheit der Kapitalanlage geworben wird“. **Dies ist hier erkennbar angesichts der umfangreichen Regulierung und gesetzlichen Pflichten für Anbieter von Vermögensanlagen, die insbesondere auch die Werbung reglementieren, nicht der Fall.** Auch das Renditeniveau von Vermögensanlagen ist nicht marktuntypisch, sondern entspricht dem von Unternehmensanleihen, so dass hier ebenfalls kein Graumarkt-Kriterium vorliegt.

Auch der Verweis auf die Pleite des Container-Direktinvestment-Anbieters **P&R** ist kein Beleg für bzw. bietet keinen Rückschluss auf Lücken in der bestehenden gesetzlichen Regulierung für Vermögensanlagen: Die Geschäftstätigkeit von P&R fand bis einschließlich 2016 ohne gesetzliche Aufsicht statt, da die P&R-Angebote bis Ende 2016 nicht als Vermögensanlagen nach Vermögensanlagengesetz galten. Diese Lücke wurde inkl. einer Übergangsfrist Ende 2016 durch das 1. FiMaNoG geschlossen (s. o.). Das bedeutet zum einen, dass die bestehende Regulierung von Vermögensanlagen nicht für langjährige Fehlentwicklungen im Fall P&R verantwortlich gemacht werden kann. Zum anderen wurde die Lücke insofern bereits schon geschlossen, als Angebote wie von P&R ab 2017 der gesetzlichen Prospektpflicht und sonstigen Befugnisse der BaFin sowie der Erlaubnispflicht seitens des Vertriebs unterfallen.

² https://www.bafin.de/DE/Verbraucher/GeldanlageWertpapiere/Investieren/GrauerKapitalmarkt/grauer_kapitalmarkt_node.html

2 Marktübersicht Vermögensanlagen

Öffentliche prospektpflichtige Angebote für Vermögensanlagen nach § 1 Abs. 2 VermAnlG umfassen u. a. hauptsächlich Unternehmensbeteiligungen (KG-Beteiligungen), Namensschuldverschreibungen, Nachrangdarlehen, Genussrechte und Direktinvestments bzw. sonstige Vermögensanlagen nach § 1 Abs. 2 Nr. 7.

In den Jahren 2014 bis 2019 wurden von der BaFin prospektpflichtige Vermögensanlagen in folgender Anzahl gebilligt (ohne sog. Schwarmfinanzierungen bzw. Crowdinvestments):

Tabelle 1: Gebilligte Prospekte

2014	2015	2016	2017	2018	2019
53	50	77	93	84	40*

* = Schätzwert, Quellen: BaFin-Jahresberichte, Bundesanzeiger, eigene Erhebungen

Die Verteilung dieser Vermögensanlagen auf die Beteiligungsformen und Anlageklassen kann den jeweiligen öffentlichen BaFin-Jahresberichten detailliert entnommen werden. Über den Zeitraum von 2014 bis 2019 sind dies zahlenmäßig überwiegend KG-Beteiligungen, Namensschuldverschreibungen, Nachrangdarlehen, Genussrechte und Direktinvestments bzw. sonstige Vermögensanlagen.

Bei den Anlageklassen dominieren hinsichtlich der Zahl der Angebote langjährig Windkraft, in- und ausländische Immobilien (inkl. Zweitmarkt), Transport/ Container/Logistik, Forstwirtschaft, Solar und sonstige Erneuerbare Energien. Die hohe Anzahl von Angeboten im Bereich Windkraft hängt damit zusammen, dass viele sog. Bürgerwindparks als Vermögensanlagen konzipiert werden. Bei Bürgerwindparks handelt es sich jedoch überwiegend nur im eingeschränkten Sinne um „öffentliche“ Angebote, da sich das Beteiligungsangebot vorwiegend an Bürger mit Wohnsitz in Projektnähe richtet.

Das Zeichnungsvolumen von Vermögensanlagen im Absatzmarkt Deutschland bei Privatanlegern in den Jahren 2014 bis 2019 stellt sich wie folgt dar (Angaben in Mio. € ohne Berücksichtigung von Crowdinvestments und Einmal-Emittenten wie z. B. Bürgerwindparks):

Tabelle 2: Marktvolumen von Vermögensanlagen in Mio. €

2014	2015	2016	2017	2018	2019
906	475	442	670	574	844

Quelle: Öffentliche Platzierungsstatistik von kapital-markt intern der Jahre 2014 bis 2019

Hinweis

Der Ausweis von Daten vor dem Jahr 2014 ist hinsichtlich der Vergleichbarkeit mit späteren Jahren nur eingeschränkt sinnvoll, da der Gesamtmarkt sich durch das Inkrafttreten des **Kapitalanlagegesetzbuches (KAGB)** ab dem Jahr 2013 signifikant änderte: Anlageangebote, die vor 2013 als Vermögensanlagen aufgelegt wurden, sind ab 2013 auch nach Vorgaben der BaFin teilweise nicht mehr als Vermögensanlagen, sondern als Publikums-AIF bzw. Investmentvermögen nach KAGB aufgelegt worden. Die BaFin hat zur Abgrenzung von Investmentvermögen und u. a. Vermögensanlagen eine entsprechende Auslegungsentscheidung³ veröffentlicht. Der Unterschied zwischen Vermögensanlagen und AIF besteht demnach u. a. darin, dass AIF keine operativ tätigen Unternehmen wie Emittenten von Vermögensanlagen sind, z. B. bei Errichtung oder Entwicklung von Immobilien oder Nachhaltiger Energieerzeugungsanlagen, was wichtig ist, um Unterschiede z. B. bei Kosten/Rendite etc. einzuordnen, und insoweit keine „Wahlfreiheit“ zwischen KAGB und VermAnlG existiert.

3 Untersuchungsgegenstand und Methodik

Ausgangspunkt der Studie ist der Befund, dass nicht formale Kriterien, sondern nur eine Betrachtung der Angebote der maßgeblichen und etablierten Daueremittenten, die einen Großteil des Volumens emittieren, über mehrere Jahre der jeweiligen Laufzeit sowie der Ergebnisse ein angemessenes Bild zu Vermögensanlagen liefert.

Überprüft werden soll der Nutzen und die Rentabilität von Vermögensanlagen für Privatanleger: Diese nutzen gerade in Zeiten von Nullzinspolitik sachwertbasierte Vermögensanlagen als ertrags-/renditestärkere Anlagen zur Beimischung. Betrachtet werden soll auch der gesellschaftliche Nutzen insgesamt, da viele Investitionen in gesellschaftlich besonders sinnvolle Assets wie Wohnungsbau, Denkmalschutz oder erneuerbare Energien fließen.

Gegenstand sind Vermögensanlagen und Direktinvestments der teilnehmenden Anbieter, die ab 2015 aufgelegt, verwaltet oder aufgelöst wurden. Das Jahr 2015 wurde deshalb gewählt, da zu diesem Zeitpunkt das Kleinanlegerschutzgesetz in Kraft trat.

³ https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Auslegungsentscheidung/WA/ae_130614_Anwendungsber_KAGB_begriff_invermoegen.html

Um sich jedoch nicht – z. B. hinsichtlich ggf. ausgeblendeter Vergangenheitsergebnisse – dem möglichen Einwand eines methodischen „blinden Flecks“ aussetzen zu müssen, enthält die Studie gemäß dieser Vorgabe ebenfalls einen „Rückspiegel“: **Untersuchungsgegenstand sind nicht nur die wesentlichen Merkmale und die Ergebnisse bzw. die Wertentwicklung der Angebote, die die teilnehmenden Emittenten im Untersuchungszeitraum von 2015 bis 2019 aufgelegt haben, sondern auch frühere Emissionen der jeweiligen Anbieter, die im selben Zeitraum noch verwaltet oder bereits aufgelöst wurden.**

Zu den teilnehmenden Anbietern gehören neun etablierte Daueremittenten von Vermögensanlagen:

- **asuco Fonds GmbH**
- **Deutsche Lichtmiete Unternehmensgruppe**
- **Jäderberg & Cie.**
- **One Group GmbH**
- **reconcept GmbH**
- **Solvium Capital GmbH**
- **Thamm & Partner GmbH**
- **TSO Europe Funds, Inc.**
- **Wattner AG**

Die Studienteilnehmer haben sich bereit erklärt, ihre Investments und Vermögensanlagen entsprechend zu dokumentieren und unabhängig begutachten zu lassen. Die Auswertung erfolgte durch kapital-markt intern mittels eines ausführlichen Fragebogens anhand der Angaben der Anbieter sowie darüber hinausgehender Unterlagen, Recherchen und Plausibilisierungen.

Im Rahmen der Erstellung wurden zahlreiche Daten und Informationen zu

- Eckdaten, Volumen und Anleger
- Konzeption und Investition
- Kosten und Vergütungen
- Ergebnis der emittierten Angebote
- Transparenz und Reporting

von Vermögensanlagen erhoben und ausgewertet.

Der **Stand** der Angaben bezieht sich auf den **30. November 2019**. Dies bedeutet, dass Angaben zum Jahr 2019 teilweise noch vorläufig sind.

III Datenauswertung

1 Stammdaten: Volumen, Anleger und Zeichnungssummen

Methodischer Hinweis zu 1

Erfasst wird das **Zeichnungsvolumen** auf Ebene der jeweiligen Emittentin oder von Direktinvestments. Je nach Vehikel/Beteiligungsform kann das Zeichnungsvolumen **bilanziell** entweder als Eigenkapital oder Fremdkapital gelten. Für die Datenerhebung wird beides unter dem Oberbegriff „Zeichnungskapital“ erfasst.

Fremdkapital in separaten Objektgesellschaften etc. (bei mehrstöckigen Investitionen) wird nicht als Zeichnungsvolumen oder Investitionsvolumen erfasst. Die Angabe einer generellen Fremdkapital-Quote ist daher auch unter Vergleichsgesichtspunkten nicht zielführend: Direktinvestments haben grds. keine klassische Fremdfinanzierung. Nachrangdarlehen und Namensschuldverschreibungen gelten bilanziell zwar als Fremdkapitalinstrumente, da es in der Regel jedoch keine vorrangigen Drittgläubiger auf Ebene der Emittenten gibt, entstehen für Investoren hieraus grds. keine klassischen Fremdkapitalrisiken.

Die ermittelten Daten der untersuchten Angebote/Vermögensanlagen im Einzelnen:

Gesamt

- Es sind **92 Angebote** (Vermögensanlagen und Direktinvestment-Programme) in der Studie erfasst (davon **12 Private Placements**) mit einem **Gesamtzeichnungsvolumen von € 1.892.200.366** (Fremdwährungen umgerechnet).
- Dies entspricht einem **(durchschnittlichen) Zeichnungsvolumen pro Angebot von: € 20.567.395**.
- Die **Gesamtzahl der Anleger** beträgt unkonsolidiert (also ohne Wiederzeichner zu berücksichtigen): **55.077**.
- Dies entspricht einem **durchschnittlichen Zeichnungsvolumen pro Anleger von € 34.355**.

Publikumsangebote

- Die Gesamtzahl der **Anleger in Publikumsangeboten** beträgt (unkonsolidiert): **53.395** (97,93 %).
- Dies entspricht einem **durchschnittlichen Zeichnungsvolumen pro Anleger von € 28.821**.
- **Volumen Publikumsangebote: € 1.554.475.366** (82,15 %).

Private Placements

- Die Gesamtzahl der **Anleger in Private Placements** beträgt (unkonsolidiert): **1.142** (2,07 %).
- Dies entspricht einem **durchschnittlichen Zeichnungsvolumen pro Anleger von € 295.731**.
- **Volumen Private Placements: € 337.725.000** (17,85 %).

Mindestzeichnungssummen

- Die **Mindestzeichnungssumme** im arithm. Mittelwert **aller Angebote** beträgt: **€ 28.853**.
- Die **Mindestzeichnungssumme der Publikumsangebote** im arithm. Mittelwert beträgt: **€ 10.680**.
- Die **Mindestzeichnungssumme der Private Placements** im arithm. Mittelwert beträgt: **€ 150.000⁴**.

Zeichnungsvolumen der Angebote pro Jahr

- **Frühestes** Emissionsjahr: **2009**.
- **Spätestes** Emissionsjahr: **2019**.

Tabelle 3: Studienvolumen im Verhältnis zum Marktvolumen gesamt

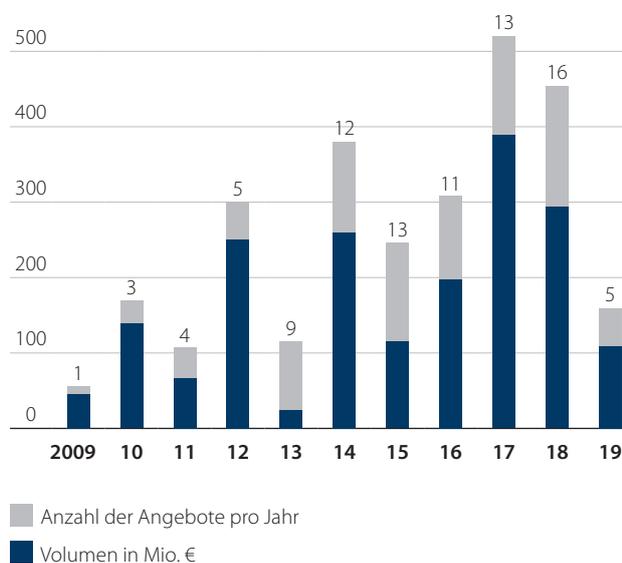
Beginn des Angebots	Anzahl der Angebote pro Jahr	Volumen in Mio. €	Marktvolumen des Jahres in Mio. €	Marktanteil der Angebote aus diesem Studiensample
2009	1	45		
2010	3	140		
2011	4	67		
2012	5	250		
2013	9	24		
2014	12	260	906	29 %
2015	13	116	475	24 %
2016	11	198	442	45 %
2017	13	390	670	58 %
2018	16	295	574	51 %
2019	5	109	844	13 %
Summe	92	1.892	3.911	41,4 %

In **Tabelle 3** wird das jährliche Emissionsvolumen der in dieser Studie untersuchten Vermögensanlagen im Verhältnis zum gesamten Marktvolumen der Vermögensanlagen im jeweiligen Jahr (vgl. Tabelle 2 auf Seite 6) betrachtet. In den Jahren 2014 bis 2018 entspricht das Zeichnungsvolumen der in dieser Studie untersuchten Angebote im Durchschnitt 41,4 % des gesamten Marktvolumens von Vermögensanlagen (ohne Berücksichtigung von Crowdinvestments und Einmal-Emittenten wie z. B. Bürgerwindparks). **Die Studiendaten sind demnach auch aussagefähig und relevant für den Gesamtmarkt.**

Wie bereits ausgeführt (siehe Tabelle 2 sowie Erläuterungen auf Seite 6), sind Vergleiche des Zeichnungsvolumens vor 2013 aufgrund der Einführung des KAGB methodisch nicht sinnvoll. Für das Jahr 2019 liegen zudem keine abschließenden Angaben zur Zahl und Volumen der Angebote der teilnehmenden Anbieter vor.

In der nachfolgenden **Grafik 1** wird das Volumen und Anzahl der untersuchten Angebote noch einmal veranschaulicht:

Grafik 1: Volumen und Anzahl der untersuchten Angebote



⁴ Als Private Placements gelten u. a. Angebote mit weniger als 20 Anlegern oder einer Mindestzeichnungssumme von über € 200.000 je Anleger (vgl. § 2 Abs.1 Nr. 3 VermAnlG)

Sofern die Angebote Angaben zum **Planvolumen** gemacht haben (bei 89 % der Emissionen bezogen auf das Volumen) ergaben sich Abweichungen zum Ist-Wert des Zeichnungsvolumen von (saldiert) -6,8 %, was relativ gering erscheint.

Auswertung und Schlussfolgerungen zu III/1

Das in der Studie repräsentierte Emissionsvolumen von € 1,892 Mrd. über einen Zeitraum von 10 Jahren betrachtet stellt einen **aussagefähigen Marktanteil** dar (siehe Tabelle 3 mitsamt Erläuterung auf Seite 8).

Bei den in der Studie repräsentierten Anbietern handelt es sich um mittelständisch geprägte bzw. teilweise operativ tätige und konzernunabhängige Daueremittenten, die regelmäßig Angebote anbieten, teilweise mehrere pro Jahr, oder relativ großvolumige im Abstand von wenigen Jahren, wodurch ein **nachvollziehbarer Track-record** entsteht.

Die Jahre 2013 und 2015 zeigen hinsichtlich des geringeren Emissionsvolumens einen „**Regulierungsknick**“ auf: In diesen Jahren trat das **Vermögensanlagengesetz** (voll) in Kraft bzw. dessen Verschärfung durch das **Kleinanlegerschutzgesetz**. Die Folge

ist ein deutlich geringeres Emissionsvolumen in diesen Zeiträumen. Dennoch weisen die Anbieter beim Erreichen der geplanten Zeichnungsvolumen ein **hohen Planerfüllungsgrad** auf (ca. 93,2 %). Das Angebotsvolumen der im Jahr 2019 aufgelegten Angebote dürfte sich noch etwas erhöhen, da diese Angebote im Jahr 2020 teilweise weiterplatziert werden.

Das durchschnittliche Zeichnungsvolumen pro Anleger bereits bei **Publikumsangeboten** liegt über € 28.800! Damit wird deutlich, dass durch Vermögensanlagen grundsätzlich bzw. ganz überwiegend **keine (unerfahrenen) Kleinanleger** als Zielgruppe adressiert werden.

Dies wird ebenfalls durch die hohe Mindestzeichnungssumme der Angebote untermauert, die bei Publikumsangeboten € 10.680 im Durchschnitt beträgt.

Wie demnach auch durch diese Studie dokumentiert wird, hat das **Kleinanlegerschutzgesetz** seinen Regulierungszweck erreicht, nämlich dass Angebote im Stil von **Prokon** mit kleinen Zeichnungssummen, die besonders per öffentlicher Werbung und Direktvertrieb abgesetzt wurden, keine Bedeutung mehr im regulierten Markt der Vermögensanlagen haben.

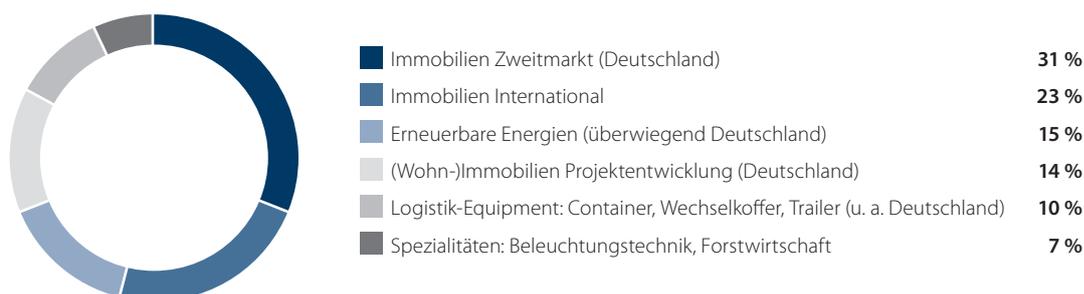
2 Schwerpunkt auf Nachhaltigkeit: Anlageklassen, Vehikel und Prospektpflicht

2.1 Anlageklassen

Tabelle 4: Anlageklassen der untersuchten Angebote

2.1 Anlageklasse	Anzahl Emissionen	Zeichnungsvolumen	Vol. in %
1 Immobilien Zweitmarkt	15	€ 581.030.000	30,71
2 Immobilien International	3	€ 434.304.000	22,95
3 Erneuerbare Energien	15	€ 285.584.000	15,09
4 (Wohn-)Immobilien Projektentwicklung	5	€ 266.080.000	14,06
5 Logistik-Equipment	40	€ 184.501.033	9,75
6 Spezialitäten	14	€ 140.701.333	7,44
	92	€ 1.892.200.366	100

Grafik 2: Anlageklassen der untersuchten Angebote



2.2 Vehikel und Rechtsformen

Tabelle 5: Beteiligungsformen der untersuchten Angebote

2.2 Vehikel	Anzahl Emissionen	Zeichnungsvolumen	Vol. in %
1 Unternehmensbeteiligung gemäß § 1 Abs. 2 Ziffer 1 VermAnlG	8	€ 494.757.250	26,15
2 Namenschuldverschreibung gemäß § 1 Abs. 2 Ziffer 6 VermAnlG	10	€ 353.440.000	18,68
3 KG-Beteiligung nach Vermögensanlagen-VerkaufsprospektVO	7	€ 281.771.000	14,89
4 Private Placement	2	€ 200.000.000	10,57
5 Direktinvestment gemäß § 1 Abs. 2 Ziffer 7 VermAnlG	14	€ 153.844.885	8,13
6 Private Placement (VermAnlG)	10	€ 137.725.000	7,28
7 Direktinvestment	32	€ 129.849.231	6,86
8 Nachrangdarlehen gemäß § 1 Abs. 2 Ziffer 4 VermAnlG	3	€ 52.768.000	2,79
9 Atypisch stille Beteiligung	1	€ 49.980.000	2,64
10 Nachrangdarlehen	2	€ 11.565.000	0,61
11 Genussrecht	1	€ 10.000.000	0,53
12 Festverzinsliche unbesicherte Schuldverschreibung nach WpHG	1	€ 8.800.000	0,47
13 Genussrecht gemäß § 1 Abs. 2 Ziffer 5 VermAnlG	1	€ 7.700.000	0,41

Methodischer Hinweis zu 2.2

Private Placements bilden eine eigenständige Misch-Kategorie, unter der sich dann Vehikel wie Namenschuldverschreibungen oder Beteiligungen befinden können.

2.3 Prospektpflicht

Von 92 Emissionen waren 46 prospektpflichtig. Dies entspricht einem Anteil von 50 %.

Bezogen auf das Volumen sind € 1.377.141.135 prospektpflichtig. Dies entspricht einem Anteil von 72,78 %.

Hinweis zu 2.3

Wenn Angebote **nicht prospektpflichtig** sind, dann sind sie entweder Private Placements und/oder vor der Einführung der jeweiligen Prospektpflicht aufgelegt worden (siehe Abschnitt II/1 ab Seite 4).

Auswertung und Schlussfolgerungen zu III/2

(Immobilien-)Zweitmarkt-Angebote nehmen im Bereich der Vermögensanlagen einen großen Stellenwert ein, nachdem die Emission von Zweitmarktfonds unter dem KAGB zeitweise bzw. teilweise immer noch formal erschwert wurde. Die Emission von Vermögensanlagen im Bereich des Zweitmarktes erhöht so mittelbar die Fungibilität von Investoren von geschlossenen Fonds und AIF und dient somit dem Anlegerschutz.

Schwerpunkt auf Nachhaltigkeit: Weiterhin spielen **Erneuerbare Energien** sowie Immobilieninvestments, darunter u. a. in **Wohnimmobilien und Denkmalschutz**, eine große Rolle bei Vermö-

gensanlagen. Zudem erfolgt u. a. die Investition in Logistik (z. B. für den Online-Handel), in **innovative und energiesparende Beleuchtungstechnik** (LED) sowie in forstwirtschaftliche Nutzungen u. a. mit pharmazeutischen Einsatzgebieten. Dies unterstreicht, dass mit **Vermögensanlagen überwiegend die Investition in volkswirtschaftlich sinnvolle Sektoren** erfolgt.

Der regionale Schwerpunkt liegt hierbei auf **Deutschland**. Etwa 67,4 % des Zeichnungsvolumens bzw. € 1,275 Mrd. wird in Deutschland investiert.

Angesichts eines relativ geringen Anteils von „Spezialitäten“ in dieser Studie (7,4 % des Emissionsvolumens) wird deutlich, dass die in dieser Studie erfassten Vermögensanlagen ganz **überwiegend nicht in „exotische“ Anlage-Themen** investieren.

(Spätestens) seit dem Inkrafttreten des Kleinanlegerschutzgesetzes ist die überwiegende **Mehrheit der Angebote** zum Nutzen der Transparenz **prospektpflichtig**. Dies lässt sich auch daran ablesen, dass die Anzahl der Private Placement-Anleger klein ist (2,1 %) und über den gesamten Betrachtungszeitraum von 10 Jahren 72,8 % des Emissionsvolumens prospektpflichtig ist. Mit der Prospektpflicht geht auch einher, dass (bis auf die geringe Zahl der Angebote vor 2012) parallel dazu die gesetzliche **Vertriebsregulierung** greift.

3 Konzeption und Investition

3.1 Blind-Pools

Von 92 Emissionen sind **25 Blind-Pools**. Dies entspricht einem Anteil von 27,17 %. Bezogen auf das Volumen sind € 1.220.123.000 Blind-Pools. Dies entspricht einem Anteil von 64,48 %.

Methodischer Hinweis zu 3.1

Direktinvestments gelten grds. nicht als **Blind-Pools**, da man i. d. R. weiß, in was man investiert (s. Punkt 3.1). Zweitmarkt-Anlagen gelten, wenn nicht explizit anders angegeben, nicht als Blind-Pool, da i. d. R. in Mastervehikel investiert wird, die schon konkret in Beteiligungen investiert sind.

3.2 Investitionskriterien

Von 92 Emissionen sind 89 mit **Investitionskriterien**. Dies entspricht einem Anteil von 96,74 %. Bezogen auf das Volumen sind € 1.871.100.366 mit Investitionskriterien. Dies entspricht einem Anteil von 98,88 %.

3.3 Prognoserechnung

Von 92 Emissionen sind 91 mit **Prognoserechnung**. Dies entspricht einem Anteil von 98,91 % Bezogen auf das Volumen sind € 1.882.200.366 mit Prognoserechnung. Dies entspricht einem Anteil von 99,47 %.

3.4 Mittelverwendungskontrolle

Von 92 Emissionen haben 20 eine **Mittelverwendungskontrolle** (MVK). Dies entspricht einem Anteil von 21,74 %. Bezogen auf das Volumen sind € 956.411.092 mit MVK. Dies entspricht einem Anteil von 50,54 %.

3.5 Laufzeit

Die Emissionen haben eine (planm.) **Laufzeit** im ungewichteten Durchschnitt von 7,09 Jahren.

3.6 Diversifikation

Die Emissionen haben eine (planm.) **Diversifikation** von 85,96 Vermögensgegenständen (ungew. Durchschnitt ohne Direktinvestments). Die Bandbreite reicht hierbei von 2 bis zu ca. 250 Vermögensgegenständen.

Methodischer Hinweis zu 3.6:

Die durchschnittliche **Diversifikation** wird ohne Direktinvestments ermittelt, da die Angabe hier nicht durchgehend sinnvoll ist. Bei Direktinvestments erwerben Investoren je Programm individuell einen oder mehrere gleiche oder verschiedene Sachwerte, so dass Aussagen zur Diversifikation schwierig sind. Bei Direktinvestments, die gemäß Vermögensanlagegesetz konzipiert sind und bei denen i. d. R. die Anlagegegenstände bei der Emittentin bilanziert werden, ergibt sich für die Investoren allerdings faktisch eine Diversifikation bspw. über verschiedene Anlagegegenstände und Mietverträge etc.

3.7.1 Investitionsphase

Von 92 Emissionen haben 90 eine **plangemäße Investitionsphase/Anlagepolitik**. Dies entspricht einem Anteil von 97,83 %. Bezogen auf das Volumen haben € 1.853.830.366 eine planmäßige Investitionsphase. Dies entspricht einem Anteil von 97,97 %.

3.7.2 Abweichungen

Von 92 Emissionen haben 11 „**nachgelagerte**“ **Abweichungen** bei Volumen, Streuung, Platzierungszeit und Investitionskriterien. Dies entspricht einem Anteil von 11,96 %. Bezogen auf das Volumen haben € 247.321.000 Abweichungen (Vol, Div, LZ etc.). Dies entspricht einem Anteil von 13,07 %.

3.7.3

Diese **Abweichungen** bei 2 (3.7.1) bzw. 11 Angeboten (3.7.2) setzen sich wie folgt zusammen:

- Bei einem Angebot (Windenergie) erfolgte in Abstimmung mit den Investoren ein vorzeitiger Verkauf der Investitionsobjekte, um ein günstiges Marktumfeld wahrzunehmen (Investitionsphase planmäßig).
- Bei einem Angebot (Windenergie) erfolgte aus Genehmigungsgründen die Verlagerung des Investitionsziellandes aus dem Ausland nach Deutschland (Investitionsphase nicht planmäßig).
- Bei einem Angebot (Windenergie) erfolgte aus Kostengründen die Investition in einen anderen Windpark als in der (unverbindlichen) Initialplanung vorgesehen (Investitionsphase planmäßig).
- Bei einem Angebot (Windenergie) aufgrund eines geringeren Platzierungsvolumens in weniger Windenergieanlagen investiert als in der (unverbindlichen) Initialplanung vorgesehen (Investitionsphase planmäßig).
- Bei vier Angeboten (Solarenergie) wurde mehr Zeichnungsvolumen platziert als geplant (positive Abweichungen) und prospektgemäß investiert (Investitionsphase planmäßig).
- Bei einem Angebot (Solarenergie) wurde die Prognose aufgrund der Änderung des Markt- und Preisumfeldes sowie der Änderung gesetzlicher Rahmenbedingungen angepasst bzw. reduziert (Investitionsphase nicht planmäßig).
- Bei einem Angebot (Solarenergie) wurde ein deutlich geringeres Zeichnungsvolumen als geplant eingeworben, die Investitionen konnten allerdings planmäßig erfolgen (Investitionsphase planmäßig).

- Bei einem Angebot (Forstwirtschaft) wurde ein deutlich geringeres Zeichnungsvolumen eingeworben, allerdings ohne Auswirkungen auf die Investition (Investitionsphase planmäßig).

Auswertung und Schlussfolgerungen zu III/3

Bezogen auf das Zeichnungsvolumen sind ca. 2/3 der Angebote **Blind-Pools**. Dies dokumentiert, dass der „Blind-Pool“ ein wesentliches Konzeptionsmerkmal von Vermögensanlagen ist und grds. kein „Manko“ darstellt. Eine weitere signifikante regulatorische Einschränkung von Blind-Pools bei Vermögensanlagen würde deren Konzeption und Emission deutlich erschweren. Bezogen auf die Anzahl sind nur etwas über ¼ der betrachteten Emissionen Blind-Pools. Der Grund für die Differenz gegenüber der Betrachtung der Blind-Pool-Quote bezogen auf das Volumen liegt darin, dass Direktinvestmentprogramme in der Studie nicht als Blind-Pools klassifiziert werden. Direktinvestmentprogramme haben normalerweise ein im Vergleich kleineres Volumen und werden in kürzeren Intervallen aufgelegt, wodurch die Differenz entsteht.

Korrespondierend zu dem vorgenannten Blind-Pools-Merkmal haben jedoch nahezu alle Angebote (> 96 %) festgelegte bzw. prospektierte **Investitionskriterien** sowie **Prognoserechnungen** bzw. eine mehrjährige Liquiditäts- und Ertragsvorschau mit einer Aussage zum prognostizierten Gesamtrückfluss. Dies bedeutet, dass auch die Angebote, die u. a. aus konzeptionellen Gründen als Blind-Pools aufgelegt werden müssen, nicht „blind“ oder willkürlich investieren.

20 der 92 betrachteten Angebote (22 %) haben eine unabhängige **Mittelverwendungskontrolle**. Zwar erscheint dieser Anteil eher gering, hier ist jedoch zu beachten, dass der Anteil von Emissionen mit Mittelverwendungskontrolle bezogen auf das Volumen deutlich höher liegt (51 %).

Die betrachteten Angebote haben eine mittel- bis langfristige **Laufzeit** im Mittelwert von 7 Jahren. **Hier ist die Streuung der Laufzeiten bedingt durch die verschiedenen Assetklassen jedoch relativ groß:** Direktinvestments sowie Angebote im Bereich Immobilienprojektentwicklungen und teilweise Erneuerbarer Energien, die als Namensschuldverschreibungen oder Nachrangdarlehen konzipiert wurden, haben in der Regel Laufzeiten von 5 Jahren oder deutlich kürzer. Beteiligungen im Bereich Bestandsimmobilien oder Forstwirtschaft haben i. d. R. Laufzeiten von über 10 Jahren.

Die Emissionen haben eine (planmäßige) **Diversifikation** von 86 Vermögensgegenständen (ungewichteter Durchschnitt ohne Direktinvestments). Auch hier ist die Streuung relativ groß. Angebote im Bereich Immobilien-Zweitmarkt investieren i. d. R. in ein Portfolio von Beteiligungen mit einer Anzahl im hohen zweistelligen bis dreistelligen Bereich. Die übrigen Angebote realisieren überwiegend Streuungen im mittleren einstelligen bis zweistelligen Bereich. Damit wird deutlich, dass Vermögensanlagen grds. nicht als Single-Asset-Strategien angelegt sind, sondern regelmäßig eine relativ hohe Risikomischung (analog des KAGB) realisieren.

Die **Investitionsphase/Anlagepolitik** der betrachteten Investitionen verlief nahezu immer planmäßig (ca. 98 %). Im **nachgeordneten Investitionsprozess** (Volumen, Laufzeit etc.) ergaben sich Abweichungen bei ca. 12 % der Angebote. Diese Abweichungen waren jedoch teilweise „positiv“ (höheres Zeichnungsvolumen als geplant) und hatten überwiegend keine Auswirkungen auf die Anlagepolitik, wobei Abweichungen hauptsächlich im Bereich „Erneuerbare Energien“ zu verzeichnen waren und dort u. a. den sich häufiger ändernden Markt- und gesetzlichen Rahmenbedingungen bzw. Genehmigungsfragen geschuldet sind.

4 Kosten

4.1 Initialkosten

Die Emissionen haben (planmäßige) **Initialkosten inkl. Agio** von insgesamt **9,96 %** im ungewichteten Durchschnitt bezogen auf die Gesamtinvestitionssumme.

4.2 Vertriebskosten

In den **Initialkosten enthalten** sind (planmäßige) **Vertriebskosten inkl. Agio** von **6,61%-Punkten** im ungewichteten Durchschnitt.

4.3 Laufende Kosten

Die Emissionen haben (planmäßige) **laufende Kosten** von **1,13 %** im ungewichteten Durchschnitt.

4.4 Erfolgsabhängige Vergütung

Von 90 Emissionen haben **21** eine **erfolgsabhängige Vergütung** (23,3 %). (Die Modalitäten sind individuell zu betrachten).

4.5 Kostenabweichungen

Von 92 Emissionen hat **keine einzige (0)** signifikante **Abweichungen bzgl. Kosten**.

Methodischer Hinweis zu 4.1 – 4.5

Direktinvestments, die nach Vermögensanlagengesetz aufgelegt wurden und bei denen die Kosten explizit im Prospekt ausgewiesen wurden, sind bei der Untersuchung der Kosten mit erfasst.

Direktinvestments, die noch nicht unter dem Anwendungsbereich des Vermögensanlagengesetzes emittiert wurden, werden aus methodischen Gründen bei der Auswertung der Kostenstatistiken **nicht erfasst**.

Auswertung und Schlussfolgerungen zu III/4

Die **annualisierten Initialkosten** von ca. 1,4 % p. a. bezogen auf die durchschnittliche Laufzeit von 7 Jahren sind moderat und marktüblich. Der Wert entspricht übrigens den Kosten, die der sog. **Marktwächter Finanzen** in seiner letzten Studie ermittelt hat (Anlageinformationen und Werbung bei Vermögensanlagen, Eine Untersuchung der Verbraucherzentralen – August 2019, Seite 27)⁵.

Die **laufenden jährlichen Kosten** von 1,13 % des Anbieters bzw. der Verwaltung etc. sowie die in den (annualisierten) Initialkosten enthaltenen **Vertriebskosten** sind ebenfalls als moderat bis relativ schlank anzusehen. Bei (den untersuchten) Vermögensanlagen handelt es sich überwiegend um Angebote mit mittel- bis langfristiger Laufzeit (ca. 7 Jahre, s. Punkt 3.5), so dass der Vertrieb Betreuungspflichten über einen mehrjährigen Zeitraum hat.

Knapp ein Viertel der Angebote sieht eine **erfolgsabhängige Vergütung** für den Anbieter vor. Im Bereich der AIF und Investmentfonds liegt dieser Anteil und die damit verbundene Ergebnisabschöpfung des „upside-Potentials“ deutlich höher, mit teilweise recht niedrigen Schwellenwerten. Der quotale Unterschied erklärt sich zum Teil dadurch, dass Vermögensanlagen je nach Ausgestaltung auch als festverzinsliche Angebote konzipiert sind. Bei den in dieser Untersuchung betrachteten Angeboten mit **erfolgsabhängiger Vergütung** haben einige jedoch darüber hinaus eine Malus-Komponente, die eine mögliche Underperformance des Anbieters für diesen „bestraft“, was wiederum den Anlegern zugute kommt.

Insgesamt zeichnen sich (die betrachteten) Vermögensanlagen durch eine moderate Kostenstruktur aus, teilweise schlanker als bei fondsgebundenen Versicherungspolice, offenen Investmentfonds oder AIF, wobei letztere zudem überwiegend erfolgsabhängige Komponenten zugunsten der Anbieter aufweisen, die Vermögensanlagen meist nicht haben. Die schlankere Kostenstruktur von Vermögensanlagen resultieren auch aus dem ggü. AIF stärkeren operativen Fokus (vgl. Seite 6), so dass der Anleger „mehr“ für sein Geld bekommt. Auch aus Kostensicht bieten Vermögensanlagen für Anleger daher durchaus eine Alternative bei der Investition im Bereich der Sachwerte.

IV Ergebnisse der Vermögensanlagen aus Anlegersicht

1 Aufgelöste Angebote

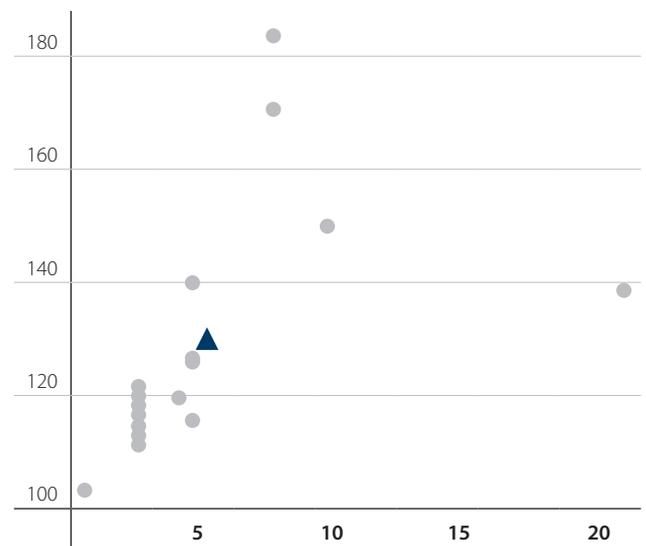
1.1 Anteil bereits beendeter Angebote

Von 92 Emissionen sind **17** bereits (vollständig) **beendet** worden. Dies entspricht einem Anteil von **18,5 %**. Bezogen auf das Volumen sind Emissionen im Volumen von € 245.177.099 bereits beendet. Dies entspricht einem Anteil von 13 %.

1.2 Ergebnis bereits beendeter Angebote

Gesamtrückfluss der beendeten Emissionen: **128,86 %** (ungew. Durchschnitt bezogen auf die Zeichnungssumme). **Laufzeit** der beendeten Emissionen: **5,5 Jahre** (ungew. Mittelwert). Dies entspricht einem **jährlichen Vermögenszuwachs von 5,25 % p. a.** vor Steuern bei mittelfristiger Laufzeit. Abzgl. Agio von 5 % entspricht die statische Vorsteuerrendite damit 4,34 % p. a. bei einer Laufzeit von 5,5 Jahren.

Grafik 3: Rückfluss beendeter Angebote in % (Y-Achse) bezogen auf Laufzeit in Jahren (X-Achse)



● Rückfluss in %

▲ Durchschnitt

1.3.1

Von 17 beendeten Emissionen sind **4 nicht planmäßig beendet** worden. Dies entspricht einem Anteil von 23,5 %. Bezogen auf Volumen sind Emissionen im i. H. v. € 161.571.000 nicht planmäßig beendet worden. Dies entspricht einem Anteil von 65,9 % der beendeten Emissionen.

⁵ <https://www.vzbv.de/pressemitteilung/vermoegensanlagen-informationen-der-anbieter-oft-undurchsichtig>

1.3.2 Abweichungen im Einzelnen

Bei einer Windenergiebeteiligung wurde die prognostizierte Laufzeit unter Zustimmung der Investoren deutlich verkürzt.

Zwei Solar-Beteiligungen wurden leicht über Plan beendet, bei einer Solarbeteiligung wurde die Beteiligung gemäß einer anfänglich reduzierten Prognose planmäßig aufgelöst.

1.4 Testate

Von 17 beendeten Emissionen sind die **Ergebnisse von 12** testiert worden. Dies entspricht einem Anteil von 70,6 %.

2 Laufende Angebote

Die Untersuchung erfasst 75 laufende Angebote mit einem Volumen von € 1.647.023.267.

2.1 Jährliche Auszahlungen

Die Emissionen leisten bislang **laufende jährliche Auszahlungen von 5,19 %** im ungewichteten Durchschnitt.

2.2 Abweichungen

Von den **75 laufenden Emissionen entwickeln sich 11 nicht planmäßig**. Dies entspricht einem Anteil von **15 %**. Bei den Abweichungen der laufenden Emissionen handelt es sich um **10 positive Abweichungen**, bei denen die Auszahlungen höher sind als prognostiziert, und **einer** Abweichung, bei der durch einen Nachtrag die Ertrags-Prognosen reduziert wurden.

2.3 Meldungen nach § 11a VermAnlG

Von den laufenden Emissionen mussten 0 eine Meldung nach **§ 11a VermAnlG** verkünden.

2.4 Insolvenzen

Von den laufenden Emissionen mussten **0 Insolvenz** anzeigen.

Auswertung und Schlussfolgerungen zu IV/1–2

Die Betrachtung der Ergebnisse ergibt ein durchweg positives Bild: Knapp jede fünfte Anlage wurde bereits mit einem **durchschnittlichen Vermögenszuwachs von knapp 5,25 % p. a. vor Steuern aufgelöst** bei moderaten und eher mittelfristigen Laufzeiten.

Dies gilt im gleichen Maße für die nicht beendeten Angebote: Laufende Angebote leisten **laufende jährliche Auszahlungen von 5,19 %**.

Die **Abweichungen** bei den endgültigen und laufenden Ergebnissen sind eher geringfügig und bei den noch laufenden Angeboten teilweise positiv, d. h. es wurden höhere Auszahlungen geleistet als prognostiziert.

Vermögensverluste oder sonstige gravierende Fehlentwicklungen (Insolvenzen, § 11a) sind bei den betrachteten 92 Vermögensanlagen und Direktinvestments **nicht** zu verzeichnen

V Reporting und Transparenz

Die Vorgaben des Vermögensanlagengesetzes zur Transparenz sind weitreichend: Emittenten von prospektpflichtigen Vermögensanlagen sind – neben den Transparenzstandards bei der Prospektherausgabe – **darüber hinaus** dazu verpflichtet, innerhalb von 6 Monaten nach Abschluss eines Geschäftsjahres einen **Jahresbericht** zu erstellen, der mindestens einen **geprüften Jahresabschluss** sowie einen **geprüften Lagebericht** enthalten muss. Im Lagebericht sind u. a. detaillierte Angaben zu Vergütungen aufzuführen. Die **BaFin** hat zudem die Möglichkeit, bei vermuteten Unregelmäßigkeiten der Rechnungslegung **Sonderprüfungen** zu veranlassen **mit den entsprechenden Befugnissen** und die Pflicht bei Verdachtsfällen, die Wirtschaftsprüferkammer und/oder die Strafverfolgungsbehörden einzuschalten (§§ 23–26 VermAnG).

1.1 Detaillierte Emissionsprospekte

Nach den gesetzlichen Vorgaben müssen Anbieter einen ausführlichen Prospekt erstellen (i. d. R. ca. 100 Seiten oder mehr) und von der Aufsichtsbehörde BaFin billigen lassen.

1.2 Pflichtangaben

Von 92 Emissionen wurden bei **84 die Pflichtangaben wie Jahresabschluss und Lagebericht immer rechtzeitig vorgelegt**. Dies entspricht einem Anteil von 91,3 %. Bezogen auf das Volumen erfüllten Emissionen i. H. v. € 1.720.471.366 die genannten Reportingpflichten. Dies entspricht einem Anteil von 90,9 %.

1.3 Abschlussprüfer-Testat

Von 92 Emissionen wurde bei 51 der **Jahresabschluss/Lagebericht testiert bzw. von einem Abschlussprüfer geprüft**. Dies entspricht einem Anteil von 55,4 %. Bezogen auf das Volumen wurden bei Emissionen i. H. v. € 1.374.507.358 der Jahresabschluss/Lagebericht testiert. Dies entspricht einem Anteil von 72,6 %.

1.4 Ergänzende Informationen

Der überwiegende Teil der Anbieter veröffentlicht darüber hinaus ergänzende spezifische Informationen bzw. stellt diese seinen Anlegern zur Verfügung.

Hierbei handelt es sich um **jährliche Informationen** wie:

- Leistungsbilanzen
- Erweiterte Geschäftsberichte inkl. Liquiditätsentwicklung, Entwicklung des Net Asset Values (NAV), Bericht des Treuhänder etc.
- WP-Testierte Portfolioberichte
- Präsenzveranstaltungen
- Jährliche Informationsschreiben vor Zinszahlungstag
- Beiratsberichte

oder um sonstige **unterjährige Berichte** wie:

- Halbjahres- und Jahresberichte,
- periodische Newsletter zu Ertragszahlen im 6-Wochen-Intervall
- Vierteljährliche Berichte zu technischer Verfügbarkeit, Liquiditätsentwicklung, Produktion und Einnahmen (Soll/Ist) aus der Energieeinspeisung

Auswertung und Schlussfolgerungen zu V

Das Gesamtbild im Bereich „Reporting/Transparenz“ ist u. E. zufriedenstellend. **Insgesamt** ergaben sich somit aus der Studie **keine erkennbaren Defizite** bei der Transparenzkultur der Anbieter sowie der gesetzlichen Vorgaben und ihrer Umsetzung bei Reporting und Rechnungslegung:

- Bei nur 9 % der Angebote erfolgte eine **nicht rechtzeitige** Vorlage der Jahresabschlüsse. Die Gründe sind hauptsächlich auf Verzögerungen bei der Beschaffung von Daten bei diversifizierten Investments zurückzuführen oder auf Anpassungen seitens des Asset-Managements. Es wurde hierbei ein besonders strenger Maßstab angelegt, da bereits eine Verspätung in einem Jahr auch über einen mehrjährigen Betrachtungszeitraum als „nicht rechtzeitige Vorlage“ gewertet wurde.
- Bei 55 % der Angebote liegt jeweils ein **testierter Jahresabschluss/Lagebericht** vor (bei ca. 73 % bezogen auf das Emissionsvolumen). Die Quote der nicht-testierten Jahresabschlüsse von 45 % bzw. 27 % ist jedoch **kein** Transparenz-Defizit in Form eines Verstoßes, sondern resultiert daraus, dass für diesen Anteil eine entsprechende gesetzliche Pflicht zum Zeitpunkt des öffentlichen Angebots noch nicht bestanden hatte. Entweder handelt es sich um Vermögensanlagen, die vor dem 1. Juni 2012 angeboten worden sind und damit unter die Übergangsvorschrift von § 32 Abs. 3 VermAnG fallen. Oder es handelt sich bspw. um Direktinvestments, die bis 2015/2016 formal nicht unter den Anwendungsbereich der Vermögensanlagengesetzes gefallen sind oder für die frühere Versionen in Form von Übergangsvorschriften zur Anwendung kommen.
- Die Anbieter informieren darüber hinaus Anleger und Öffentlichkeit in individuellen Formaten, meisten in erweiterten jährlichen Berichten (Leistungsbilanz, erweiterter Jahresbericht nach KAGB-Standard, testierter Portfoliobericht) und/oder in kürzeren Intervallen durch regelmäßige Newsletter und Produktionsberichte etc.

VI Fazit

Man kann die Ergebnisse der vorliegenden Studie in einem Satz zusammenzufassen:

Vermögensanlagen sind deutlich besser als ihr Ruf!

Anders als bisherige Untersuchungen in diesem Segment nutzt die vorliegende Studie **qualitative Kriterien** anstatt formaler Aspekte, um die Entwicklung und Performance von Vermögensanlagen und ihre Eignung für Privatanleger zu untersuchen. Das heißt, es wird nicht primär betrachtet, ob sich bspw. Warnhinweise an der richtigen Stelle oder in der richtigen Schriftgröße auf der Internet-Präsenz eines Anbieters befinden, sondern es erfolgt ein umfassende inhaltliche Datenerfassung und Analyse. Das „Studiendesign“ sieht dabei folgenden Rahmen vor:

Betrachtung

- eines relevanten Marktanteils von Vermögensanlagen
- über einen langjährigen Zeitraum
- der Platzierungs-, der Verwaltungs- und der Liquidationsphase

Inhaltlich werden dabei vor allem folgende Aspekte untersucht und ausgewertet

- Anlegerzielgruppe/Zeichnungssummen
- Prospektpflicht/Vertriebsregulierung
- Anlageklassen und Beteiligungsformen
- Diversifizierung/Investitionsverlauf
- Konzeption (z. B. Blind-Pool, Prognoserechnungen, Mittelverwendung)
- Laufzeit
- Kosten
- Abweichungen bei Investition
- Laufende Ergebnisse
- Endgültige Ergebnisse
- Transparenz/Erfüllung der Reportingauflagen

Die vorliegende Präsentation der Studienergebnisse ist wie folgt gegliedert und aufgebaut

- Legaldefinition „Vermögensanlage“ und regulatorischer Rahmen (Seite 4)
- Eckdaten des Platzierungsmarktes für Vermögensanlagen (Seite 6)
- Untersuchungsgegenstand und Methodik (Seite 6)
- Datenauswertung und Ergebnisse (ab Seite 7)

Nachfolgend die Ergebnisse in der Zusammenfassung

Volumen, Anleger und Zeichnungssummen

Der Studie liegt die Untersuchung von 92 Angeboten von Vermögensanlagen aus den Jahren 2009 bis 2019 zugrunde. Das Zeichnungsvolumen der daran beteiligten rund 55.000 Anleger beträgt € 1,892 Mrd.

Die Datengrundlage ist aussagefähig, denn sie entspricht im engeren Betrachtungszeitraum von 2014 bis 2018 einem Anteil von durchschnittlich 41,5 % des Zeichnungsvolumens des Gesamtmarktes von Vermögensanlagen im Absatzmarkt Deutschland.

Bei **Publikumsangeboten** liegt das **durchschnittliche Zeichnungsvolumen pro Anleger** bei der vorliegenden Untersuchung bei **€ 28.821**. Das bedeutet, dass die korrespondierenden Mindestzeichnungssummen (im Durchschnitt € 10.680) deutlich bzw. um fast ein Dreifaches überschritten werden. Damit wird deutlich, dass durch Vermögensanlagen grundsätzlich **keine (unerfahrenen) Kleinanleger** als Zielgruppe adressiert werden (siehe ausführlich auf Seite 7–9).

Anlageklassen, Vehikel und Prospektpflicht

Mit Vermögensanlagen erfolgt überwiegend die Investition in volkswirtschaftlich sinnvolle Sektoren. Der Schwerpunkt liegt hierbei auf **nachhaltigen Investments** und Wohnimmobilien sowie regional auf Investitionen in **Deutschland**. Etwa 67 % des Zeichnungsvolumens bzw. € 1,275 Mrd. wird in Deutschland investiert.

Spätestens seit dem Inkrafttreten des Kleinanlegerschutzgesetzes ist die überwiegende **Mehrheit der Angebote** zum Nutzen der Transparenz **prospektpflichtig**. Mit der Prospektpflicht geht auch einher, dass (bis auf die geringe Zahl der Angebote vor 2012) parallel dazu die gesetzliche **Vertriebsregulierung** greift (siehe ausführlich auf Seite 9–10).

Konzeption und Investition

Bezogen auf das Zeichnungsvolumen sind ca. 2/3 der Angebote **Blind-Pools**. Dies dokumentiert, dass der „Blind-Pool“ ein wesentliches Konzeptionsmerkmal von Vermögensanlagen ist und grds. kein „Manko“ darstellt. Eine weitere signifikante regulatorische Einschränkung von Blind-Pools bei Vermögensanlagen würde deren Konzeption und Emission deutlich erschweren. Bezogen auf die Anzahl sind nur etwas über ¼ der betrachteten Emissionen Blind-Pools.

Korrespondierend zu dem vorgenannten Blind-Pools-Merkmal haben jedoch nahezu alle Angebote (> 96 %) festgelegte bzw. prospektierte **Investitionskriterien** sowie **Prognoserechnungen** bzw. eine mehrjährige Liquiditäts- und Ertragsvorschau mit einer Aussage zum prognostizierten Gesamtrückfluss. Dies bedeutet, dass auch die Angebote, die u. a. aus konzeptionellen Gründen als Blind-Pools aufgelegt werden müssen, nicht „blind“ oder willkürlich investieren.

Die betrachteten Angebote haben eine mittel- bis langfristige **Laufzeit** im Mittelwert von 7 Jahren.

Die Emissionen haben eine (planmäßige) **Diversifikation** von 86 Vermögensgegenständen (ungewichteter Durchschnitt ohne Direktinvestments). Auch dadurch wird deutlich, dass Vermögensanlagen grds. nicht als Single-Asset-Strategien angelegt sind, sondern regelmäßig eine relativ hohe Risikomischung (analog des KAGB) realisieren.

Die **Investitionsphase/Anlagepolitik** der betrachteten Investitionen verlief nahezu immer planmäßig (ca. 98 %). Im **nachgeordneten Investitionsprozess** (Volumen, Laufzeit etc.) ergaben sich Abweichungen bei ca. 12 % der Angebote. Diese Abweichungen waren jedoch teilweise „positiv“ (höheres Zeichnungsvolumen als geplant) und hatten überwiegend keine Auswirkungen auf die Anlagepolitik. Abweichungen waren hauptsächlich im Bereich „Erneuerbare Energien“ zu verzeichnen und sind dort u. a. den sich häufiger ändernden Markt- und gesetzlichen Rahmenbedingungen bzw. Genehmigungsfragen geschuldet (siehe ausführlich auf Seite 10–12).

Kosten

Die Emissionen haben (planmäßige) **Initialkosten inkl. Agio** von einmalig insgesamt **9,96 %** im ungewichteten Durchschnitt bezogen auf die Gesamtinvestitionssumme. **Initialkosten** von ca. 10 % sind bei geschlossenen Sachwertinvestments moderat und marktüblich.

Die **laufenden jährliche Kosten** von **1,13 %** des Anbieters bzw. der Verwaltung sind ebenfalls als moderat bis relativ schlank anzusehen.

Insgesamt zeichnen sich (die betrachteten) Vermögensanlagen durch eine moderate Kostenstruktur aus, teilweise schlanker als bei offenen Investmentfonds oder AIF, wobei letztere zudem überwiegend erfolgsabhängige Komponenten aufweisen, die Vermögensanlagen meist nicht haben. Auch aus Kostensicht bieten Vermögensanlagen für Anleger daher durchaus eine Alternative zu AIF bei der Investition im Bereich der Sachwerte (siehe ausführlich auf Seite 12–13).

Ergebnisse der aufgelösten und laufenden Angebote

Die Betrachtung der Ergebnisse ergibt ein durchweg positives Bild: Knapp jede fünfte Anlage wurde bereits mit einem **durchschnittlichen Vermögenszuwachs von knapp 5,25 % p. a. vor Steuern aufgelöst** bei moderaten und eher mittelfristigen Laufzeiten.

Dies gilt im gleichen Maße für die nicht beendeten Angebote: Die laufenden Angebote leisten **laufende jährliche Auszahlungen von 5,19 %**.

Die **Abweichungen** bei den endgültigen und laufenden Ergebnissen sind eher geringfügig und bei den noch laufenden Angeboten teilweise positiv, d. h. es wurden höhere Auszahlungen geleistet als prognostiziert.

Vermögensverluste oder sonstige gravierende Fehlentwicklungen (Insolvenzen, Meldungen nach § 11a VermAnlG) sind bei den betrachteten 92 Vermögensanlagen und Direktinvestments **nicht** zu verzeichnen (siehe ausführlich auf Seite 13–14).

Reporting/Transparenz

Das Gesamtbild im Bereich „Reporting/Transparenz“ ist u. E. zufriedenstellend.

Die Vorgaben des Vermögensanlagengesetzes zur Transparenz sind weitgehend: Bei nur 9 % der Angebote erfolgte eine **nicht rechtzeitige** Vorlage der Jahresabschlüsse.

Bei 55 % der Angebote liegt jeweils ein **testierter Jahresabschluss/Lagebericht** (bei ca. 73 % bezogen auf das Emissionsvolumen). Die Quote der jeweils nicht-testierten Jahresabschlüsse von 45 % bzw. 27 % ist jedoch **kein** Transparenz-Defizit in Form eines Gesetzesverstößes, sondern resultiert daraus, dass für diesen Anteil der Angebote eine entsprechende gesetzliche Pflicht zum Zeitpunkt der Emission bzw. des öffentlichen Angebots noch nicht bestanden hatte.

Insgesamt ergaben sich somit aus der Studie **keine erkennbaren Defizite** bei der Transparenzkultur der Anbieter sowie der gesetzlichen Vorgaben und ihrer Umsetzung bei Reporting und Rechnungslegung (siehe ausführlich auf Seite 15).

Abschließende Bewertung

Die vorliegende Untersuchung setzt vor allem qualitative anstatt formale Kriterien ein. Demnach sind Vermögensanlagen attraktive Portfolio-Bausteine für Privatanleger, die bereits Erfahrungen mit anderen Anlageinstrumenten haben und ihr Portfolio sinnvoll auch unter Korrelationsgesichtspunkten diversifizieren möchten. Insbesondere die aktuellen Börsentalfahrten im Zusammenhang mit dem Coronavirus haben gezeigt, wie sinnvoll es sein kann, bestehende Aktien- und Rentenportfolios (Fonds, ETF) unter solchen Korrelationsgesichtspunkten durch Beimischung von börsenunabhängigen Sachwerten langfristig zu stabilisieren und bspw. gegen massive Kursrückschläge teilweise abzusichern.

Vermögensanlagen stellen hierfür eine geeignete Alternative dar, da sowohl die positiven Ergebnisse, die moderaten Kosten und das mittlerweile hohe gesetzliche Regulierungs- und Transparenzniveau von Vermögensanlagen belegen, dass es sich nicht um eine Anlageform des „Grauen Kapitalmarktes“ handelt.

Auch zur Umsetzung und insbesondere für die Akzeptanz der Energiewende bleiben Vermögensanlagen ein unentbehrliches Vehikel, nicht zuletzt zur Umsetzung von sog. „Bürgerenergieprojekten“. Mit Blick auf die seit 2018 von der EU verstärkt verfolgten Nachhaltigkeitsziele im Finanzwesen können Vermögensanlagen eine wichtige Rolle spielen. Tatsächlich gehören die heutigen Anbieter von Wind- und Solarbeteiligungen zu den Pionieren der nachhaltigen Investments. Über Vermögensanlagen gelang es, auch Privatinvestoren an dieser Entwicklung teilhaben zu lassen, was auch mit Blick auf die Akzeptanz neuer EE-Anlagen von Bedeutung ist.

Grundsätzlich ist mit den untersuchten Vermögensanlagen, wie sie für den Markt typisch sind, konzeptionell ein diversifiziertes Investieren über eine mittelfristige Laufzeit möglich. Nahezu $\frac{3}{4}$ der Angebote sind keine klassischen Blind-Pools. Die Angebote, die Blind-Pools oder Semi-Blind-Pools darstellen, investieren jedoch überwiegend risikogemischt bzw. diversifiziert nach festgelegten Investitionskriterien.

Insgesamt lassen sich mit den untersuchten Angeboten nachweislich Wertzuwächse auf einem Renditeniveau von durchschnittlich ca. 5 % p. a. bei relativ geringen Schwankungen und Abweichungen erzielen.

Studie über das Angebot und die Konzeption von Vermögensanlagen und deren Ergebnisse für die Anleger

Impressum und Autoren

Christian Prüßing M. A., Finanzbetriebswirt (IWW)

Dipl.-Kfm. Uwe Kremer

Rechtsanwalt Gerrit Weber

kapital-markt intern Verlag GmbH

Grafenberger Allee 337a

D-40235 Düsseldorf

E-Mail: kmi@kmi-verlag.de, www.kmi-verlag.de

Tel.: 0211/6698-164

Fax: 0211/6698-777

Herausgeber: Dipl.-Ing. Günter Weber

Geschäftsführer: Dipl.-Kfm. Uwe Kremer,

RA Gerrit Weber, Dipl.-Ing. Günter Weber

Gerichtsstand: Düsseldorf

Layout und Design
Designstudio Niewerth
www.designstudio-niewerth.de

Coverbild
Nattanan Kanchanaprat
Pixabay

