

GUB.

ANALYSE

RWB PrivateCapital Emissionshaus AG RWB Direct Return III

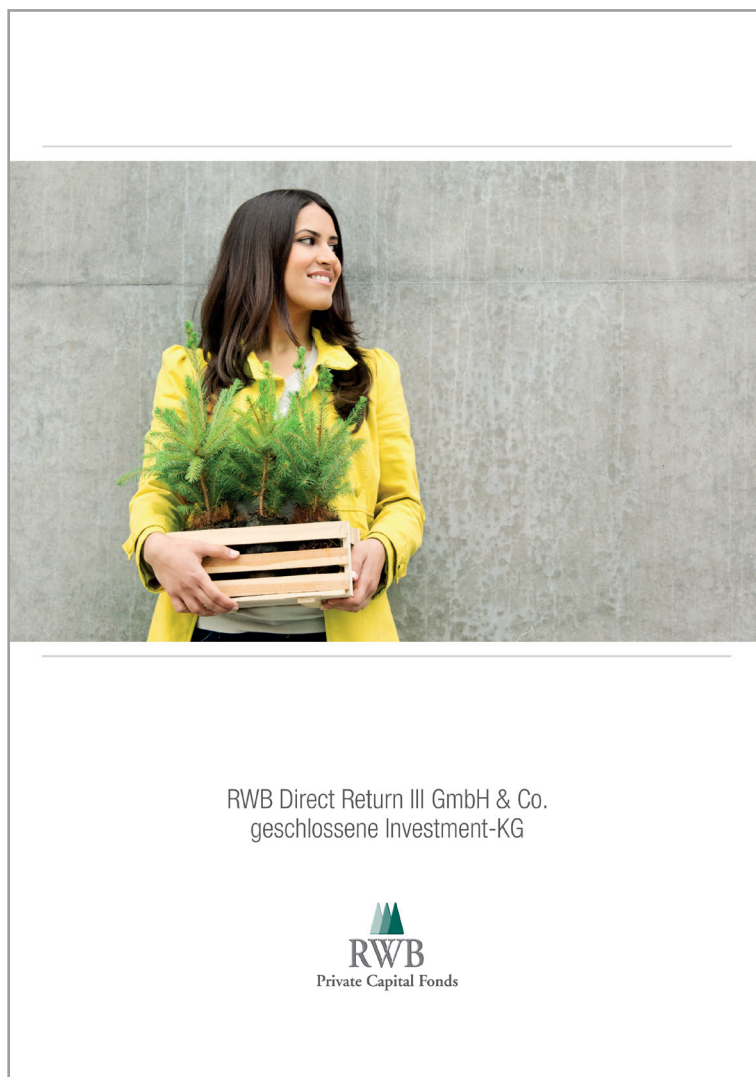


Abbildung: Titelseite des Verkaufsprospekts



15. Juli 2020

DIE G.U.B. ANALYSE

■ MANAGEMENT UND PROJEKTPARTNER

Die RWB-Gruppe legt seit 1999 Private-Equity-Fonds für Privatanleger auf und ist nach den Angaben auf der Website mit einem Anlagevolumen von rund zwei Milliarden Euro (teilweise Rateneinlagen) Marktführer in diesem Bereich. Die RWB PrivateCapital Emissionshaus AG verfügt seit 2014 über die Erlaubnis als Kapitalverwaltungsgesellschaft (KVG) und damit zur Verwaltung von alternativen Investmentfonds (AIF). Daneben bietet RWB auch die Anlage über eine ETF-Vermögensverwaltung und eine Rentenversicherung an. Beide Vorstände der RWB Group AG bekleiden die Positionen bereits seit der Gründung und zählen mittelbar auch zu den Aktionären der Gruppe. Beide sind auch im Vorstand der KVG sowie der Geschäftsleitung weiterer Unternehmen der Gruppe vertreten und verfügen über entsprechend ausgeprägte Erfahrungen. Die RWB-Fonds sind durchweg als Dachfonds konzipiert und verfolgen zum großen Teil das Re-Investitionskonzept. Investitionen werden in der Regel bis zum Liquidationsbeginn vorgenommen, so dass sich die anschließende sukzessive Beendigung der Engagements regelmäßig über mehrere Jahre erstreckt. Abschließende Ergebnisse der Fonds liegen insofern mit einer Ausnahme noch nicht vor. Nach dem Halbjahresbericht zum 31. Dezember 2019 betrug der Gesamtwert aus Auszahlungen und vorhandenem Net Asset Value (NAV) bei 20 der 28 aufgeführten Fonds über 100 Prozent der Einzahlungen. Elf der Fonds liegen in einer Bandbreite zwischen 90 und 120 Prozent, vier darunter und 13 darüber. Für jene Fonds, für die RWB bereits eine statistische Basis für eine fundierte Prognose sieht, wird im Halbjahresbericht daneben ein prognostizierter Gesamt-Realisationswert angegeben, der teilweise deutlich über dem Wert auf Basis des aktuellen NAV liegt. Wie sich die aktuelle Pandemie-Krise auf die Bewertungen der Investments und Ergebnisse der Fonds auswirken wird, lässt sich noch nicht absehen. Insgesamt ist RWB ausgeprägtes Know-how in dem Segment zu bestätigen.

■ INVESTITION UND FINANZIERUNG

Der Fonds plant die Investition in Private-Equity-Zielfonds, die sich ihrerseits an einer Vielzahl von Unternehmen beteiligen und hat damit einen breiten internationalen Fokus. Die Investitionen können direkt durch Beteiligungen an Zielfonds, über weitere Dachfonds oder über RWB-Zweckgesellschaften erfolgen. Dazu zählen auch in Luxemburg ansässige Fonds der zur RWB-Gruppe gehörenden MPEP Luxembourg Management S.a.r.l., in denen das Kapital verschiedener RWB-Vehikel gebündelt wird. Der Schwerpunkt der Investitionen (mindestens 60 Prozent) soll in Europa und Nordamerika liegen und vor allem die Übernahme bereits bestehender Unternehmen („Buyout“) sowie die Wachstumsfinanzierung („Growth“) umfassen. Weitere Anlagegrenzen sind in den Anlagebedingungen definiert. Laut RWB wurden bereits zehn Zielfonds für die aktuellen Investitionen von RWB-Fonds angebunden. Davon kann je nach Platzierungsverlauf ein Teil auf den vorliegenden Fonds entfallen, so dass eine entsprechende Diversifikation bereits abgesichert ist, wobei der Fokus der bisherigen Zielfonds nach den vorliegenden Informationen durchweg auf Buyouts in Nordamerika oder Europa liegt. Hervorzuheben ist, dass

auf Ebene des Fonds mit Ausnahme des Agios keine Initial- und Emissionskosten anfallen. Der Fonds kann damit eine außergewöhnlich hohe Investitionsquote erreichen. Die Aufnahme von Fremdkapital ist nach den Anlagebedingungen unter den dort genannten Voraussetzungen grundsätzlich zulässig, es soll laut Prospekt aber nur zur Überbrückung von Liquiditätsengpässen eingesetzt werden. Ansonsten ist auf Ebene des Dachfonds nur Eigenkapital vorgesehen, so dass Fremdkapitalrisiken im Wesentlichen entfallen.

■ WIRTSCHAFTLICHES KONZEPT

Private Equity zielt auf die mittelbare Beteiligung an nicht börsennotierten Unternehmen und deren Erfolg ab. Die Ergebnisse der einzelnen Investitionen können vom Totalverlust bis zu einer Vervielfachung des Kapitals reichen. Die erhöhten Chancen und Risiken der einzelnen Investitionen werden durch die angestrebte Vielzahl an Zielunternehmen breit gestreut. Der internationale Private-Equity-Markt wird von institutionellen Investoren dominiert. Die Zielfonds stehen privaten Anlegern in der Regel nicht oder nur ab sehr hohen Mindestsummen für eine direkte Beteiligung zur Verfügung. Da auf Ebene des Fonds mit Ausnahme des Agios keine Emissionskosten anfallen, können sich die Anleger mittelbar zu vergleichbaren Konditionen an den Zielfonds beteiligen wie die institutionellen Investoren, wobei zusätzlich laufende Kosten des Dachfonds anfallen und die Einzahlung der Anleger in einer Summe und nicht - wie im institutionellen Bereich üblich - durch Kapitalabruf nach Bedarf erfolgt. Dadurch besteht voraussichtlich zunächst ein recht hoher Liquiditätsbestand, der erst sukzessive investiert wird. Eine konkrete Prognose des Ergebnisverlaufs ist nicht mit ausreichender Sicherheit möglich und im Prospekt auch nicht enthalten. Die im Rahmen der vorgeschriebenen „wesentlichen Anlegerinformationen“ dargestellten Ergebnisszenarien zum Gesamtrückfluss haben lediglich beispielhaften Charakter auf Basis von Annahmen zum durchschnittlichen Kapitalrückfluss auf Ebene der Zielfonds. Zu den Auswirkungen der aktuellen Pandemie-Krise auf Private-Equity-Investitionen liegen der G.U.B. noch keine breiteren Informationen vor. Nach ersten Untersuchungen/Veröffentlichungen ist davon auszugehen, dass die Unternehmensbewertungen zunächst spürbar nach unten korrigiert werden. Damit erscheint auch die Annahme nicht unplausibel, dass sich die Konditionen für neue Investitionen zunächst generell verbessern könnten und grundsätzlich Chancen auf eine antizyklische Investition bestehen. Es ist jedoch davon auszugehen, dass der Erfolg der Zielunternehmen und das Ergebnis der Engagements neben anderen Faktoren maßgeblich auch von dem weiteren Verlauf der Pandemie und der erwarteten weltweiten Rezession beeinflusst werden, deren Ausmaß und Dauer noch nicht absehbar ist. Die Zielfondsbeteiligungen sollen

Hinweis: Frühere Entwicklungen, Prognosen und Simulationen sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Entwicklungen. Die steuerliche Behandlung hängt auch von den persönlichen Verhältnissen des jeweiligen Anlegers ab und kann künftig Änderungen unterworfen sein.

laut Prospekt bis Ende 2024 eingegangen werden („Aufbauphase“), so dass auch eine zeitliche Streuung erfolgt. Ab Anfang 2025 beginnt die Auszahlungsphase, in der Rückflüsse aus den Zielfonds grundsätzlich an die Anleger ausgezahlt werden sollen. Die sukzessive Abwicklung der Zielbeteiligungen erfolgt demnach planmäßig schon deutlich vor dem Ende der Grundlaufzeit des Fonds bis Ende 2031. Die vollständige Beendigung der Zielbeteiligungen und entsprechende Auszahlungen können sich aber auch über diesen Zeitpunkt hinausziehen. Steuerlich erzielen die Anleger laut Prospekt voraussichtlich Einkünfte aus Gewerbebetrieb. Teilweise bestehen - auch durch den vielfältigen Auslandsbezug der Zielfonds - steuerliche Unsicherheiten.

■ RECHTLICHES KONZEPT

Als geschlossener Publikums-AIF unterliegt der Fonds einem hohen Regulierungsniveau. Die Geschäftsführung ist wie üblich vom Selbstkontrahierungsverbot des Paragraphen 181 BGB befreit. Jährliche Gesellschafterversammlungen sind grundsätzlich vorgesehen, es sind aber auch schriftliche Beschlüsse möglich. Regelungen zur Initiierung von Versammlungen/Beschlüssen seitens der Anleger enthält der Gesellschaftsvertrag nicht. Sofern die Treuhänderin von den Anlegern keine abweichende Weisung erhält, übt sie laut Vertrag das Stimmrecht entsprechend ihrer Ankündigung aus, wobei sie grundsätzlich regelmäßig den Empfehlungen der Geschäftsführung folgen wird. Das kann je nach dem Anteil passiver Anleger zu einer mittelbaren Dominanz der Geschäftsführung bei Abstimmungen führen. Positiv ist zu bewerten, dass die Hafteinlage nur ein Prozent der Pflichteinlage beträgt.

■ INTERESSENKONSTELLATION

Unternehmen der RWB-Gruppe erbringen verschiedene Leistungen gegenüber dem Fonds, potentielle Interessenkonflikte bleiben jedoch im üblichen Rahmen. Durch die Investition zusammen mit anderen RWB-Fonds und in RWB-Vehikel sind einerseits Synergieeffekte möglich, andererseits sind Einschränkungen bezüglich der Abrechnungstransparenz nicht auszuschließen. Das Management leistet keine wesentliche eigene Einlage in den Fonds, es geht aber durch den Verzicht auf den Ersatz von Emissionskosten in Vorleistung und wird im Gegenzug durch eine Erfolgsbeteiligung motiviert, die ab einer vergleichsweise niedrigen Schwelle einsetzt (Rückführung der Einlage und 0,25 Prozent Verzinsung) und dann mit 25 Prozent der weiteren Rückflüsse recht hoch ist. Ein Teil der Erfolgsbeteiligung wird laut Prospekt als zusätzliche Vergütung an den Vertrieb weitergeleitet.

■ PROSPEKT UND DOKUMENTATION

Der Verkaufsprospekt orientiert sich im Wesentlichen an den gesetzlichen Mindestangaben und enthält unter anderem zur RWB-Gruppe und dem Private-Equity-Markt nur wenige darüber hinausgehende Angaben. Auf der Website des Unternehmens sind jedoch umfangreiche weitere Informationen verfügbar, unter anderem detaillierte Halbjahresberichte zu der Entwicklung der bisherigen Fonds.

