

IMMOBILIEN FINANZIERUNG

— DER LANGFRISTIGE KREDIT —

DIGITALER
SONDERDRUCK

IMMOBILIEN- SPEZIALFONDS INSTITUTIONAL ASSET MANAGEMENT

CO-INVESTMENTS ALS ANLAGEALTERNATIVE
IN DER WACHSTUMSREGION ASIEN-PAZIFIK

BETTINA SIEGEL | ANTON JUNG

2022



INSTITUTIONAL ASSET MANAGEMENT – IMMOBILIEN-SPEZIALFONDS

CO-INVESTMENTS ALS ANLAGEALTERNATIVE IN DER WACHSTUMSREGION ASIEN-PAZIFIK

Auf der Suche nach Alternativen jenseits der klassischen Fondsstrukturen rücken für viele Investoren Co-Investment-Opportunitäten immer mehr ins Blickfeld. Allerdings sind die Vehikel gerade für deutsche Anleger noch eher Neuland. Erst recht, wenn es dann noch in andere Märkte geht. Die Autoren versprechen gute Investmentchancen in der Region Asien-Pazifik mit einem neuen eigenen Fondsvehikel, was sich genau zwischen direkten und indirekten Investments bewegt. Durch den Aufbau langjähriger Kontakte verfüge man über ein breites Netzwerk, welches hilft, die richtigen Objekte zu finden und einzukaufen. So lasse sich auch unter Berücksichtigung der regulatorischen Erfordernisse deutscher Investoren ein diversifiziertes Portfolio aufbauen, das sich durch eine höhere Resilienz auszeichnet.

Red.

Grundsätzlich bestehen für Investition in Immobilien entweder der direkte Weg über den Erwerb eines einzelnen Assets beziehungsweise Portfolios oder der indirekte Zugang über Fondsvehikel. Beim direkten Zugang über eine einzelne Immobilie sind entsprechende Kompetenzen im Rahmen der Transaktion, der Strukturierung, der Finanzierung, der kaufmännischen und technischen Verwaltung sowie der Administration nötig. Daneben wird ein relativ hoher Anteil an Eigenkapital zum Erwerb benötigt, der je nach Art und Lage der Immobilie im zwei- oder dreistelligen Millionenbereich liegen kann. Dadurch sind Diversifikation und nomineller Aufbau eines soliden Portfolios eingeschränkt.

Beim indirekten Zugang verfügt idealerweise der Fondsmanager über das erforderliche Know-how. Außerdem kann mit relativ kleinem Eigenkapitalengagement in viele Assets investiert werden, weil Fondslösungen typischerweise das Kapital von mehreren Investoren bündeln. Die Herausforderung der indirekten Investition liegt für Investoren in der Selektion des Fondsmanagers und den eingeschränkten Einflussmöglichkeiten auf die Allokation der Assets. Insbesondere bei Fondsvehikeln mit regionalem Fokus auf Investments außer-

halb Europas ist der Einfluss der Investoren auf die Investments sehr gering (sogenannte diskretionäre Fonds).

Zwischen direkten und indirekten Investments

Einen hybriden Ansatz bieten Co-Investments mit dem Erwerb von Beteiligungen an Immobilien. Die Vorteile von Co-Investments bestehen dabei aus der Mitbestimmung bei der konkreten Investition und damit einer größeren Nähe zum Zielinvestment sowie aus der Beteiligung von Partnern, die über die entsprechenden Kompetenzen verfügen. Bei Investitionen in Übersee bietet sich zudem die Chance auf die Beteiligung von lokalen Investoren. Diese besitzen üblicherweise ein tieferes Verständnis ihres Heimatmarktes und eine sehr viel längere Expertise zu Investments, Marktzyklen und lokalen Managern.

Co-Investments werden bislang nur einzeln im Markt umgesetzt. Sie stellen deshalb als eigenes Segment eine Marktnische dar. Vor allem als Minderheitsbeteiligung in Märkten außerhalb Europas bieten Co-Investments eine attraktive Erweiterung des Anlageuniversums. Interessanter-

weise sind Co-Investment-Lösungen bei Infrastrukturinvestments längst etabliert. Selbst Fondslösungen mit Fokus auf die Beteiligung an solchen Assets sind seit einigen Jahren fester Bestandteil im Anlageuniversum.

Co-Investments erfordern von den beteiligten Investoren untereinander einen hohen Abstimmungsbedarf. Dies trifft sowohl auf die regulatorische Ebene als auch auf die fachliche, immobilienwirtschaftliche Ebene zu, da die Abstimmung und Verhandlung auf Immobilien-Objektebene einen wesentlichen Part im Co-Investment-Prozess darstellen. Deshalb ist hier eine tiefergehende regulatorische Kenntnis und fachliche Betreuung erforderlich, was wiederum die entsprechende Qualifikation der Manager des Co-Investments zur Grundlage für ein erfolgreiches Agieren innerhalb dieser Marktnische macht. Marktnischen bieten jedoch für ausländische Endanleger besonderes Potenzial, da hier das Markt-Know-how und das Netzwerk der lokalen Geschäftspartner über das Co-Investment für die ausländischen Investoren genutzt werden können.

Hoher Abstimmungsbedarf

Den Zusatzaufwand für die „Erschließung“ und erfolgreiche Besetzung dieser Marktnische mit den aufgeführten komplexen Anforderungen nehmen nur wenige Fondsanbieter auf sich. Daher sollten die erzielbaren Renditen als Kompensation für diesen Mehraufwand höher sein. Weiterhin ist die Nachfrage in diesen Teilbereichen des Investmentmarktes niedriger als in den klassischen Marktsegmenten, wodurch bei Co-Investments potenziell attraktivere Ankaufpreise durchsetzbar sind. Auf dieser Basis sind bei gleichem Risiko des (Objekt-) Underlyings höhere Renditen als bei Fondsvehikeln, die in die Hauptsegmente des Marktes investieren, möglich.*

Aktuell können im Markt drei verschiedene Varianten des Co-Investments identifiziert werden, deren Unterschiede nachfolgend kurz beschrieben werden. Der generelle Charakter des Co-Investments als direkte Minderheitsbeteiligung in Immobiliengesellschaften im Gegensatz zu den bei In-

DIE AUTORIN

BETTINA SIEGEL

Head of Transactions
Real Estate, Helaba
Invest Kapitalanlage-
gesellschaft mbH,
Frankfurt am Main



Foto: Helaba Invest Kapitalanlagegesellschaft mbH

DER AUTOR

ANTON JUNG

Transaction Manager
Real Estate, Helaba
Invest Kapitalanlage-
gesellschaft mbH,
Frankfurt am Main



Foto: Helaba Invest Kapitalanlagegesellschaft mbH



vestoren bisher vornehmlich getätigten indirekten Investments in Zielfonds ist bei allen drei Varianten gleich.

Verschiedene Varianten

Variante 1 „Sidecar-Co-Investment“: Ein Co-Investment wird als sogenanntes „Sidecar“ bezeichnet, wenn sich auf Basis eines bestehenden Fondsvehikels die Möglichkeit für einen Bestandsinvestor ergibt, zusätzlich zur Fondsbeteiligung ohne Fondshülle in ein bestimmtes Asset beziehungsweise eine Objektgesellschaft zu investieren. Der Vorteil für Investoren, gezielt ein indirektes Investment eines Fonds mit einer direkten Beteiligung ohne Fondshülle zu kombinieren, liegt dabei in der bereits erfolgten Due Diligence des Managers. Daher ist der Investmentprozess bei Sidecar-Co-Investments oftmals schneller und kosteneffizienter durchführbar.

Variante 2 „Direct Co-Investment“: Bei einem „direkten“ Co-Investment ergibt sich die Opportunität im Rahmen eines Joint Ventures auf Beteiligungsebene, ohne dass ein Fondsvehikel eingebunden werden muss. Hier wird die direkte Beteiligungsmöglichkeit an einer Immobiliengesellschaft von einem Investor genutzt, der noch kein Zeichner des Fonds ist und folglich eine Geschäftsbeziehung zum Manager erst noch aufbauen muss. Zu prüfen ist demnach nicht nur die Investmentopportunität, sondern ebenfalls der Manager. Dies erhöht auf der einen Seite den Aufwand für den Investor deutlich. Auf der anderen Seite kann hier auf die Strukturierungserfordernisse der einzelnen Investoren eingegangen werden. Dies ist im Rahmen eines Sidecar-Investments oftmals nicht möglich.

Variante 3 „Co-Investment-Fonds“: Die dritte Variante, die auf der einen Seite versucht, die erforderlichen Ressourcen auf Investorensseite zu verringern, auf der anderen Seite aber die angesprochenen Vorteile eines Direktinvestments für sich beansprucht, sind Co-Investment-Fonds. Hier werden die in Immobiliengesellschaften gehaltenen Co-Investments innerhalb eines Fonds gebündelt und dem Anleger über diesen Fonds der Zugang zu den Co-Investments ermöglicht. Dies erlaubt eine fokussierte Portfoliostrategie. Die Variante eignet sich insbesondere für die gezielte Co-Investment-Suche beispielsweise für Investments in entfernte Märkte, bei denen Minderheitsbeteiligungen attraktiver sind, um aufgrund der Distanz zum Zielinvestment das vor Ort vorhandene Management-Know-how des etablierten Partners für den ausländischen Investor zu nutzen.

Im aktuellen Marktumfeld kann der Auswahlprozess für Investoren einen erheblichen Zeit- und Kostenaufwand bedeuten. Es lohnt sich daher, bei der Partner- und Investmentauswahl auf die Erfahrung von Asset Managern zu setzen. Die Helaba Invest beispielsweise ist bei der Managerauswahl Vorreiter am deutschen Markt und bietet seit 2012 mit den Multi-Manager-Produkten einen diversifizierten Zugang zu indirekten Eigen- und Fremdkapitalinvestitionen in illiquiden Märkten an. Im Auswahlprozess werden quantitative und qualitative Faktoren mit dem Fokus auf Governance-Strukturen kombiniert. So wurde in den vergangenen Jahren ein vertrauensvolles und langfristiges Netzwerk aufgebaut, welches nicht nur im europäischen Raum, sondern auch im Asien-Pazifik-Raum den Zugang zu Immobilienmanagern, Investoren und Investmentopportunitäten in den einzelnen Märkten der Region ermöglicht.

Der asiatisch-pazifische Immobilienmarkt

Dennoch ist der Immobilienmarkt im asiatisch-pazifischen Raum für deutsche Investoren nach wie vor nur bedingt erschlossen. Der fehlende Zugang zu Managern, regulatorische Rahmenbedingungen und vielschichtige Anforderungen an die erforderlichen Kompetenzen sorgen für Zurückhaltung bei Investoren. Gleichzeitig gilt die Region Asia Pacific aktuell und in Zukunft als Wachstumsmotor für die Weltwirtschaft. Insbesondere Megatrends wie Demografie und Urbanisierung machen die Unterschiede zu anderen Regionen in der Welt deutlich.

Bereits 2020 lebten 60 Prozent der Weltbevölkerung in Asien. Hinzu kommen laut UN

bis 2030 weitere 400 Millionen Einwohner. Auch bei der Urbanisierung werden die Herausforderungen, mit denen in Zukunft in Asien umgegangen werden muss, in Zahlen sichtbar. Dank eines auch in der Corona-Krise lediglich verlangsamten, aber nicht gebrochenen Zuzugs in die Großstädte werden im Jahr 2050 voraussichtlich 1,1 Milliarden Menschen in den urbanen Gebieten Asiens leben.

Zunehmendes Interesse ausländischer Banken

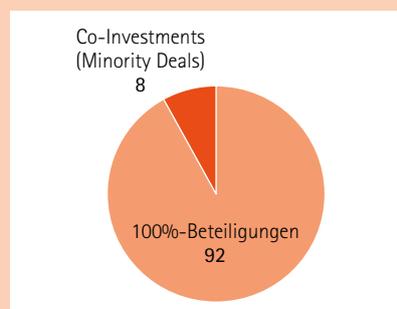
Im asiatischen Bereich wurden 2021 in den Hauptinvestitionsländern Japan, Südkorea, Singapur und Australien nur zirka 8 bis 10 Prozent der Gesamtinvestments als Co-Investments umgesetzt. Dies jedoch vornehmlich von regional verwurzelten, zumeist einheimischen Geschäftspartnern, die diese Nische besetzen. Ausländischen Investoren bleiben Co-Investments aktuell aufgrund des fehlenden Netzwerks häufig noch verschlossen.

Der HI Asien-Immobilien-Co-Investment-Club (HI AICIC) stellt als Co-Investment-Fonds die Due Diligence der Immobilie und des Partners sicher und berücksichtigt die Strukturierung gemäß den regulatorischen Anforderungen der Investoren. Diese können gerade in entfernten Märkten eine hohe Komplexität mit sich bringen. Auf diese Weise entwickelt die Helaba Invest ihren etablierten Prozess zur Selektion von „Best in Class“-Managern mit der konkreten Auswahl der Einzelassets für den HI AICIC konsequent weiter. Die Sorgfalt im Investmentprozess in Verbindung mit dem Marktzugang über das große asiatische Netzwerk der Helaba Invest eröffnet die Chance auf eine attraktive, risikoadjustierte Performance bei gleichzeitiger Risikodiversifikation.

Neuer Fonds bietet unterschiedliche Investmentopportunitäten

Der Asien-Pazifik-Raum als Region mit anhaltend fundamentalem Wachstum in allen wirtschaftlichen Kennziffern bietet deshalb allein durch das marktbedingte Wachstumspotenzial, welches in steigenden Mieten und Immobilienwerten resultiert, auch risikoavers ausgerichteten Investoren passende Investmentopportunitäten. Die starken Fundamentaldaten sind die Grundlage für die antizipierten Renditen, die neben stabilen Ausschüttungsrenditen auch eine signifikante und fundamental belastbare Wachstumskomponente enthalten. Investoren können dabei sowohl ihre Diversifika-

Abbildung 1: Dealstruktur APAC bei Beteiligungen* (in Prozent)



* APAC (ohne China) hatte 2021 ein Transaktionsvolumen von insgesamt rund 148 Milliarden US-Dollar. Die Darstellung erfolgt ohne China, da dort die Rahmenbedingungen für ausländische Investoren eine Art „Zwangs-Co-Investment“ ergibt, wodurch die Statistik verzerrt würde.

Quelle: Helaba Invest

tionsziele als auch ihre Renditeziele erfüllen.

In Kombination stützen die beschriebenen Punkte die positiven Aussichten für Immobilieninvestments in den Metropolen des Asien-Pazifik-Raums. Allerdings bieten sich diese Opportunitäten ausländischen Investoren nicht flächendeckend, sondern nur in den institutionalisierten Märkten und mit den entsprechenden Kontakten vor Ort. Ziel des HI AICIC sind daher Minderheitsbeteiligungen mit etablierten Partnern, die einen nachgewiesenen Track Record haben.

liosteuerung von Kapitalabrufen bis hin zur Vermeidung von Klumpenrisiken bei Mietvertrags- und Finanzierungsausläufen ermöglicht. Auch den Strukturierungsanforderungen deutscher Investoren wird durch die Immobilienquotenfähigkeit des HI AICIC Rechnung getragen.

Der Fonds wird dabei in den Ländern Australien, Japan, Südkorea und Singapur investieren. Gegebenfalls können passende Immobilien in weiteren Märkten beigemischt werden. Neben der regionalen Diversifikation erfolgt eine weitere Streuung

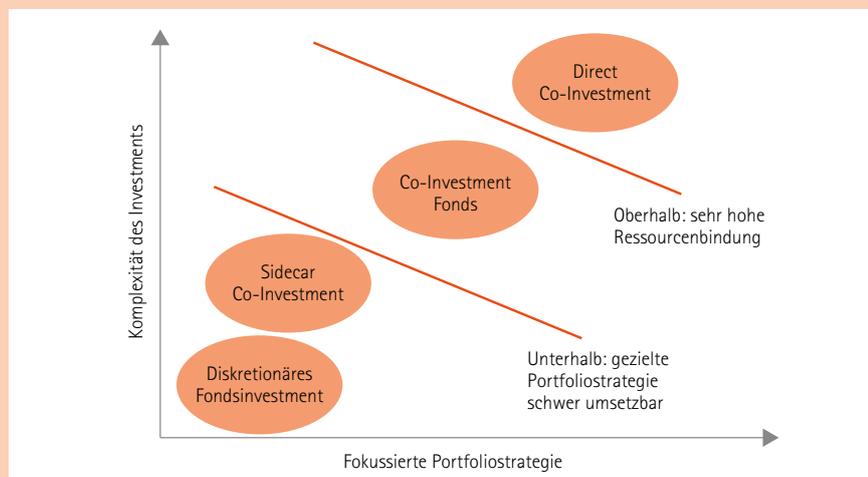
bereits bestehende panasiatische Fondsinvestments ergänzt werden. Darüber hinaus vermeidet der Fonds opportunistische Investments mit hohen Risiken und zu hohem LTV (größer 60 Prozent). Value-Add-Elemente können die Investmentstrategien über Projektentwicklungen bis zu maximal 25 Prozent ergänzen.

Vorteile des Co-Investment-Fonds

Mit dem HI-Asien-Immo-Co-Investment-Club erweitert die Helaba Invest ihre Fondspalette für institutionelle Anleger und bietet erstmals einen Co-Investment-Fonds an. Die Investoren profitieren durch die Auswahl hochwertiger Einzelobjekte insbesondere von einer hohen Granularität des Portfolios und können so spezifischen Risiken entgegenwirken. Die HI-Plattform ermöglicht es dabei auch kleineren Anlegern, ohne vorherige APAC-Exposure in Immobilien in der Wachstumsregion Asien-Pazifik zu investieren und dadurch ihr Portfolio zu diversifizieren.

Auf diese Weise konstruiert die Helaba Invest unter Berücksichtigung der regulatorischen Erfordernisse deutscher Investoren ein diversifiziertes Portfolio, welches sich besonders in Zeiten stark verändernder Marktgegebenheiten durch Resilienz auszeichnet. Basis der Strategie ist die erfolgreiche Kombination aus den Vorteilen von direkter und indirekter Investition in Immobilien.

Abbildung 2: Geringe Bedeutung von Co-Investments im asiatisch-pazifischen Markt



Quelle: Helaba Invest

Die Auswahl auf Einzel-Asset-Basis bietet dem Anleger aktive Mitspracherechte anstatt diskretionärer Beteiligung. Dies reduziert die Abhängigkeit von Fondsmanagern im Rahmen eines Dachfondskonstrukts. Darüber hinaus wird eine gezielte Portfo-

des Risikos durch unterschiedliche Quoten bei der Minderheitsbeteiligung (in der Regel 10 bis 25 Prozent; maximal 49 Prozent) am Objekt. Auf diese Weise können die risikoadjustierten Renditen für jedes Einzelinvestment gesteuert und gegebenenfalls

Fußnote

* Siehe auch das „White Paper Co-Investments Arten, Analyse, Assetmanager-Survey und Investoren-Interviews“ des Bundesverbandes Alternative Investments e.V. (BAI) vom Oktober 2020.