Wirtschaft

Carlo Wisskirchen

Venture Capital und Private Equity in der Immobilienbranche

Theoretische Grundlagen und empirische Evidenz

Diplomarbeit

Diplom.de

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek:

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek: Die Deutsche Bibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über http://dnb.d-nb.de/ abrufbar.

Dieses Werk sowie alle darin enthaltenen einzelnen Beiträge und Abbildungen sind urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung, die nicht ausdrücklich vom Urheberrechtsschutz zugelassen ist, bedarf der vorherigen Zustimmung des Verlages. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Bearbeitungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, Auswertungen durch Datenbanken und für die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronische Systeme. Alle Rechte, auch die des auszugsweisen Nachdrucks, der fotomechanischen Wiedergabe (einschließlich Mikrokopie) sowie der Auswertung durch Datenbanken oder ähnliche Einrichtungen, vorbehalten.

Copyright © 2002 Diplomica Verlag GmbH
ISBN: 9783832457594

http://www.diplom.de/e-book/221221/venture-capital-und-private-equity-in-der-immobilienbranche

Carlo Wisskirchen

Venture Capital und Private Equity in der Immobilienbranche

Theoretische Grundlagen und empirische Evidenz

Diplom.de

Carlo Wisskirchen

Venture Capital und Private Equity in der Immobilienbranche

Theoretische Grundlagen und empirische Evidenz

Diplomarbeit
an der European Business School Oestrich-Winkel
Fachbereich Immobilienökonomie
Februar 2002 Abgabe

Diplom.de

Diplomica GmbH
Hermannstal 119k
22119 Hamburg

Fon: 040 / 655 99 20
Fax: 040 / 655 99 222

agentur@diplom.de
www.diplom.de

ID 5759

ID 5759
Wisskirchen, Carlo: Venture Capital und Private Equity in der Immobilienbranche. - Theoretische Grundlagen und empirische Evidenz
Hamburg: Diplomica GmbH, 2002
Zugl.: Oestrich-Winkel, European Business School, Diplomarbeit, 2002

Dieses Werk ist urheberrechtlich geschützt. Die dadurch begründeten Rechte, insbesondere die der Übersetzung, des Nachdrucks, des Vortrags, der Entnahme von Abbildungen und Tabellen, der Funksendung, der Mikroverfilmung oder der Vervielfältigung auf anderen Wegen und der Speicherung in Datenverarbeitungsanlagen, bleiben, auch bei nur auszugsweiser Verwertung, vorbehalten. Eine Vervielfältigung dieses Werkes oder von Teilen dieses Werkes ist auch im Einzelfall nur in den Grenzen der gesetzlichen Bestimmungen des Urheberrechtsgesetzes der Bundesrepublik Deutschland in der jeweils geltenden Fassung zulässig. Sie ist grundsätzlich vergütungspflichtig. Zuwiderhandlungen unterliegen den Strafbestimmungen des Urheberrechtes.

Die Wiedergabe von Gebrauchsnamen, Handelsnamen, Warenbezeichnungen usw. in diesem Werk berechtigt auch ohne besondere Kennzeichnung nicht zu der Annahme, dass solche Namen im Sinne der Warenzeichen- und Markenschutz-Gesetzgebung als frei zu betrachten wären und daher von jedermann benutzt werden dürften.

Die Informationen in diesem Werk wurden mit Sorgfalt erarbeitet. Dennoch können Fehler nicht vollständig ausgeschlossen werden, und die Diplomarbeiten Agentur, die Autoren oder Übersetzer übernehmen keine juristische Verantwortung oder irgendeine Haftung für evtl. verbliebene fehlerhafte Angaben und deren Folgen.

Diplomica GmbH
http://www.diplom.de, Hamburg 2002
Printed in Germany

Inhaltsverzeichnis

Abkürzungsverzeichnis III

Symbolverzeichnis V

1 Einleitung 1

1.1 Problemstellung und Zielsetzung 1

1.2 Abgrenzung und Gang der Untersuchung 2

2 Grundlagen 3

2.1 Venture Capital und Private Equity 4

2.2 Abgrenzungen von Venture Capital und Private Equity 5

2.2.1 Gegenseitige Abgrenzung der beiden Kapitalbeteiligungsformen 5

2.2.2 Einordnung in die Gesamtheit der Finanzierungsinstrumente 6

3 Private Equity in der Theorie 8

3.1 Entwicklung des Beteiligungskapitals 8

3.2 Investitionsphasen der Kapitalbeteiligungsgeber 11

3.3 Beteiligte einer Kapitalbeteiligungsfinanzierung 13

3.3.1 Beteiligungskapitalgeber 13

3.3.1.1 Private Investoren 14

3.3.1.2 Staatliche Förderung und Inkubatoren 15

3.3.1.3 Corporate Venture-Gesellschaften 16

3.3.1.4 Institutionelle Investoren 16

3.3.2 Fondsinvestoren 17

3.3.3 Beteiligungskapitalnehmer 18

3.4 Private Equity-Fonds 20

3.5 Ablauf von Unternehmensbeteiligungsfinanzierungen 21

3.5.1 Fundraising 22

3.5.2 Beteiligungsakquisition 22

3.5.3 Unternehmensentwicklung 24

3.5.4 Beteiligungsdesinvestition 25

4 Der Markt für Private Equity in der deutschen Immobilienbranche 26

4.1 Abgrenzung der Formen von Beteiligungsfinanzierungen 26

4.2 Empirische Analyse der Marktsituation 28

4.2.1 Tätigkeit von Kapitalbeteiligungsgesellschaften 28

4.2.1.1 Anmerkungen zur Vorgehensweise 28
4.2.1.2 Auswertung der Ergebnisse 30
4.2.2 Strukturierung von Beteiligungsfinanzierungen 32
4.3 Vergleich mit der zugrundeliegenden Theorie 36
4.3.1 Der Unternehmensbeteiligungsmarkt 36
4.3.2 Ablauf von Unternehmensbeteiligungen 38
4.4 Weitere Erkenntnisse der empirischen Untersuchung 41
5 Schlussfolgerung und Ausblick 42
Anhang 47
Literaturverzeichnis 130

Abkürzungsverzeichnis

aktual.	aktualisierte
Aufl.	Auflage
BAND	Business Angels Netzwerk Deutschland
BVK	Bundesverband Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften – German Venture Capital Association e.V.
D	Deutschland
DCF-Verfahren	Discounted Cashflow-Verfahren
Diss.	Dissertation
EASDAQ	European Association of Securities Dealers Automated Quotation
EBIT	Earnings before interest and tax
EBITDA	Earnings before interest, tax and depreciation amortizations
EVA	Economic Value Added
EVCA	European Private Equity and Venture Capital Association
erw.	erweiterte
et al.	et aliter
F&E	Forschung und Entwicklung
FAZ	Frankfurter Allgemeine Zeitung
GuV	Gewinn- und Verlustrechnung
Hrsg.	Herausgeber
IBO	Investor-Led-Buy-Out
i.d.R.	in der Regel
i.e.S.	im engeren Sinn
i.w.S.	im weiteren Sinn
IPO	Initial Public Offering, Börseneinführung
IRR	Internal rate of return
Jg.	Jahrgang
KAGG	Kapitalanlagegesellschaftsgesetz
KfW	Kreditanstalt für Wiederaufbau

LBO	Leveraged-Buy-Out
LoI	Letter of Intent
M&A	Mergers and Acquisitions
MBI	Management-Buy-In
MBO	Management-Buy-Out
m.E.	meines Erachtens
n.v.	nicht verfügbar
o.A.	ohne Angabe
o.V.	ohne Verfasser
PBT	Profit before tax
P/E-Ratio	Price/Earnings-Ratio
SREI	Soros Real Estate Investors
SREP	Soros Real Estate Partners
SWOT	Strengths-Weaknesses-Opportunities-Threats
UBGG	Unternehmensbeteiligungsgesellschaftsgesetz
überarb.	überarbeitete
vollst.	vollständig
wisu	das Wirtschaftsstudium
z.T.	zum Teil
z.Z.	zur Zeit

Symbolverzeichnis

€	Euro
US$	US-amerikanische Dollar
1-a	Sicherheitsgrad
?	Anteilswert der Grundgesamtheit
? ?	absoluter Fehler, Genauigkeitsmaß
$\hat{s}_P$	Anteilswert der Varianz
n	Stichprobengröße
N	Grundgesamtheit
P	Anteilswert einer Stichprobe
t	Zeit
x	Anzahl der bestimmten Merkmalsträger aus der Stichprobe
z	Wert des Sicherheitsgrads

1 Einleitung

1.1 Problemstellung und Zielsetzung

Im deutschsprachigen Raum fällt eine relativ geringe Eigenkapitalausstattung der Unternehmen auf.[1] Viele Unternehmen haben bislang dem teureren, aber wegen fehlender Offenlegungspflichten leicht zugänglichen Fremdkapital gegenüber dem billigeren, aber mit detaillierten Prüfungen verbundenen Beteiligungskapital den Vorzug gegeben. Als Gründe können die ausgeprägte Hausbankentradition, die Vermeidung zu intensiver externer Kontrolle und die zu starke Bindung an einen Finanzpartner genannt werden. Diverse staatliche oder kommunale Förderprogramme verstärkten die Bevorzugung von Fremd- im Gegensatz zu Eigenkapital. In diesem Zusammenhang wird oft auch die zu umfangreiche Ausnutzung des Leverage-Effekts genannt.[2]

Trends, wie die Schaffung von Wachstumsbörsen und eines einheitlichen europäischen Binnenmarktes, der Wegfall von Währungsbarrieren, die steigende Risikobereitschaft institutioneller und privater Investoren für die Bereitstellung von Risikokapital, die Globalisierung der Märkte sowie die Verschärfung der Konkurrenz aufgrund der Osterweiterung der EU, erfordern Investitionen, die ohne Risikokapital nicht sinnvoll finanziert werden können.[3] Die schnell voranschreitende technische Entwicklung, die immer kürzer werdenden Produktlebenszyklen und die folglich gestiegenen F&E-Aufwendungen führen zu einer gestiegenen Kapitalintensität. Damit das einzelne Unternehmen seine Position auf dem spezifischen Markt behaupten kann, wird Eigenkapital für Akquisitionen, Erweiterungen, Strukturanpassungen und Nachfolgelösungen[4] benötigt. Wegen der strengen EU-Richtlinien für den Förderbereich müssen staatlich geförderte Eigenkapitalsurrogate beendet werden, was dazu führt, dass die Tendenz zur Eigenkapital-Finanzierung von Unternehmen unterstützt wird.[5]

Aus diesem Grund haben Venture Capital und Private Equity als Instrumente der Wachstumsfinanzierung in den letzten Jahren an Bedeutung gewonnen. Ohne den Einsatz dieser Finanzierungsinstrumente wären einige Unternehmensgründungen und -expansionen nicht realisierbar gewesen. Trotz der verlangsamten bzw. aufgrund der

---

1 Vgl. Friedemann (2001), S. 53; Rams/Remmen (1999), S. 74.
2 Vgl. Leitinger/Strohbach/Schöfer/Hummel (2000), S. 60-62.
3 Vgl. Leitinger/Strohbach/Schöfer/Hummel (2000), S. 60 f.; Stiassny (1999), S. 89.
4 Vgl. Cullom (2001), S. 17.
5 Vgl. Stiassny (1999), S. 89.

Situation am Kapitalmarkt sogar teilweise rückläufigen Entwicklung ist langfristig ein weiter ansteigernder Trend von Beteiligungskapital zu erkennen.[6]

Diese wissenschaftliche Arbeit soll untersuchen, inwiefern der deutsche Kapitalbeteiligungsmarkt, der vornehmlich innovativen und wachstumsstarken Branchen vorbehalten ist, auch der Immobilienbranche zugänglich ist. Die Immobilienwirtschaft ist insofern ein besonders interessantes Untersuchungsobjekt, als sich die zu ihr zählenden Unternehmen traditionell durch eine sehr hohe Fremdkapitalquote auszeichnen. Zum Status-quo der Kapitalbeteiligungsfinanzierung in der Immobiliebranche gibt es bisher kaum erkenntnisreiche Untersuchungen.[7] Diesem Defizit soll die vorliegende Arbeit Abhilfe schaffen. Sie verfolgt drei Hauptziele. Generell soll dargestellt werden, wie Venture Capital- und Private Equity-Finanzierungen in Deutschland ablaufen. Unter diesem Aspekt wird die Immobilienbranche anhand einer empirischen Analyse untersucht. Ein abschließender Ausblick soll die mögliche zukünftige Entwicklung antizipieren.

1.2 Abgrenzung und Gang der Untersuchung

Wie dem einleitenden Abschnitt entnommen werden kann, soll die vorliegende Arbeit den deutschen Kapitalbeteiligungsmarkt bezüglich Venture Capital und Private Equity in der Immobilienwirtschaft untersuchen. Diese Einschränkung war notwendig, um angesichts der Begrenztheit des Umfangs der wissenschaftlichen Arbeit eine angemessene Bearbeitung zu gewährleisten. Die Ausweitung auf einen Markt mit höherer Anzahl von kapitalgebenden Teilnehmern hätte zu einem qualitativ geringwertigeren Ergebnis geführt.

Nachdem die grundlegende Abgrenzung des Themengebietes vorgenommen wurde, soll nun der Aufbau dieser Arbeit dargestellt werden. Der zweite Abschnitt umfasst die Definitionen der für diese Arbeit wichtigen Begriffe. Wegen der sehr unterschiedlichen bzw. oftmals auch fehlenden Abgrenzung von Venture Capital und Private Equity sollen durch einen Vergleich der beiden Finanzierungsarten Unterschiede und Gemeinsamkeiten stärker betont und anschließend eine Abgrenzung zum Fremdkapital vorgenommen werden.

---

6 Vgl. Pape/Beyer (2001), S. 627.

7 Die in den BVK-Statistiken erhältlichen Zahlen für das Baugewerbe können für eine Darstellung der derzeitigen Marktlage in der Immobilienbranche nicht herangezogen werden, da diese Daten nur auf das Gewerbe der Immobilienerstellung bezogen sind. Andere, immobilienbezogene Dienstleistungen bleiben außer Acht. Vgl. Interview vom 15.01.2002 mit Herrn Dr. Holger Frommann, BVK. Siehe Anhang, S. 68.

Im dritten Abschnitt wird zuerst die geschichtliche Entwicklung von Venture Capital und Private Equity dargestellt. Zudem werden die Investitionsphasen, die Marktteilnehmer und die Fondskonstruktionen, wie sie in der Theorie skizziert werden, beschrieben. Der theoretische Ablauf einer Kapitalbeteiligungsfinanzierung wird im letzten Teilabschnitt dargestellt.

Der folgende vierte Abschnitt basiert auf den theoretischen Erkenntnissen des dritten Abschnitts und beinhaltet die empirische Analyse des Kapitalbeteiligungsmarktes der Immobilienbranche. Durch die Auswertung der Interviews mit Fachleuten aus der Immobilienwirtschaft und der Befragung von in Deutschland tätigen Kapitalbeteiligungsgesellschaften soll die theoretische Strukturierung von Venture Capital- und Private Equity-Finanzierungen in dieser im Vergleich mit anderen Branchen bestätigt bzw. widerlegt werden. Ziel des vierten Abschnitts ist es, das Angebot von Venture Capital und Private Equity in Deutschland für Gesellschaften aus der Immobilienbranche zu ermitteln.

Der abschließende fünfte Abschnitt soll die gewonnen Erkenntnisse über Venture Capital und Private Equity in der Immobilienbranche kurz zusammenfassen, insbesondere die Chancen und Risiken kenntlich machen. Des weiteren soll ein Ausblick gewagt werden.

2 Grundlagen

Bei Erstellung dieser Arbeit ist vor allem bei der Durchführung der Interviews[8] und Umfrage deutlich geworden, dass die in der Themenstellung verwendeten Begriffe einer grundlegenden Klärung bedürfen. Da Venture Capital und Private Equity in der Literatur verschieden definiert und abgegrenzt werden[9], oft sogar auch synonym verwendet werden[10], wird für beide eine separate Begriffsbestimmung vorgenommen. Um die Unterschiede stärker hervorzuheben, werden die beiden Finanzierungsalternativen daraufhin miteinander verglichen und in 2.2.2 in das Umfeld der Finanzierungsalternativen eingeordnet.

---

[8] Vgl. die begriffliche Abgrenzung von Venture Capital und Private Equity im Interview vom 11.01.2002 mit Herrn Dr. Markus Hens, SREP. Siehe Anhang, S. 63 f.; Interview vom 15.01.2002 mit Herrn Roger Neumann, REVC. Siehe Anhang, S. 70 f.; Interview vom 18.01.2002 mit Herrn Stefan Aumann, Goldman Sachs. Siehe Anhang, S. 78; Interview vom 24.01.2002 mit Herrn Dr. Marcel Crommen, J.P. Morgan. Siehe Anhang, S. 83.

[9] Vgl. Leitinger/Strohbach/Schöfer/Hummel (2000), S. 88 f.

[10] Vgl. Rams/Remmen (1999), S. 75.

2.1 Venture Capital und Private Equity

Der Begriff Venture Capital wird in der Praxis oft unscharf verwendet.[11] Der Oberbegriff des Wagniskapitals, das Private Equity, wird vielfach mit seiner bedeutendsten Unterform, dem Venture Capital, gleichgesetzt.[12] Venture Capital und Private Equity beschreiben zwar recht ähnliche Tätigkeiten[13], zumal Private Equity einen größeren Bereich der Beteiligungskapitalfinanzierung umfasst, der auch das Venture Capital mit einschließt.[14] Sie werden in dieser Arbeit aber nicht als Synonyme verwendet.

Folgende Definition wurde für Venture Capital als am treffendsten erachtet: Venture Capital are „independently managed, dedicated pools of capital that focus on equity or equity-linked investments in privately held, high-growth companies."[15]

Für den englischen Begriff Venture Capital gibt es in der deutschen Sprache keine eindeutige Übersetzung, am ehesten entsprechen die Begriffe Risikokapital, Wagniskapital, Wachstumskapital und Beteiligungskapital seiner Bedeutung. Der englische Ausdruck hat sich jedoch im deutschen Sprachgebrauch derart etabliert, dass er ohne adäquate Übersetzung in unserer Sprache verwendet wird. Venture Capital beschreibt Eigenkapital, das für die ersten Phasen junger, innovativer Unternehmen aus Wachstumsbranchen bereitgestellt wird.[16]

Private Equity, andererseits, ist im amerikanischen Sprachgebrauch der Oberbegriff für alle Formen der Eigenkapitalanlage. Es umfasst das schon erläuterte Venture Capital, das Mezzaninekapital und den LBO. Im Deutschen ist das Private Equity am treffendsten mit dem Beteiligungskapital im weitesten Sinne beschrieben.[17]

Die EVCA definiert Private Equity wie folgt: „Private equity provides equity capital to enterprises not quoted on a stock market. Private equity can be used to develop new products and technologies, to expand working capital, to make acquisitions, or to strengthen a company's balance sheet. It can also resolve ownership and management issues – a succession in family-owned companies, or the buyout or buyin of a business

---

[11] Vgl. Lausberg (2000), S. 79. Rudolph et al. sehen in Europa eine Verdrängung des Begriffs Venture Capital durch den des Private Equity, siehe Rudolph/Fischer (2000), S. 49. Im Gegensatz dazu verwendet Broschinski „Venture Capital als Globalbegriff für Private Equity- und VC–Engagements", Broschinski (2000), S. 158.

[12] Vgl. Schneider (2001), S. 9.

[13] „A Private Equity/Venture Capital Company is the corporate entity which advises and/or is responsible for managing the investment capital supplied to it by the Funders. It undertakes or makes recommendations about the selection and monitoring of investments and the divestment process." Definition von EVCA (2001b), S. 8.

[14] Vgl. Kochhäuser (2001), S. 32; Weitnauer (2001a), S. 258.

[15] Lerner (2000), S. 522.

[16] Vgl. Leitinger/Strohbach/Schöfer/Hummel (2000), S. 88 f.

[17] Vgl. BVK (2000), S. 9.

by experienced managers may be achieved using private equity."[18] Zu diesen Sondersituationen sind aber auch Finanzierungen für Restrukturierungen eines Unternehmens und die Vorbereitung auf einen IPO zu nennen.

2.2 Abgrenzungen von Venture Capital und Private Equity

2.2.1 Gegenseitige Abgrenzung der beiden Kapitalbeteiligungsformen

Es gibt grundlegende Unterschiede zwischen Venture Capital und Private Equity, die nun erläutert werden. Wie schon erwähnt, wird das klassische Venture Capital vorwiegend in den Frühphasen junger, innovativer und schnell wachsender High-Tech-Unternehmen gewährt. Diese Gründungen können durch Spin-Off von einem anderen Unternehmen oder durch Start-ups entstehen. In der absoluten Gründungsphase werden eher spezialisierte Seed Capital-Gesellschaften oder Business Angels tätig sein. Private Equity wird bevorzugt in späteren Phasen von bereits etablierten Unternehmen, die nicht zwangsläufig einer Wachstumsbranche angehören, aber bereits über genügend Marktakzeptanz verfügen müssen, für Expansionen und die bereits erwähnten besonderen Finanzierungsanlässe gewährt. Diese Phasen des Unternehmenslebenszyklus weisen ein niedrigeres Risikopotenzial als die Frühphasen auf. Des weiteren gibt es Unterschiede in der Form der Managementunterstützung und im Branchenfokus der beiden Eigenkapitalarten. Das Venture Capital bietet dem Zielunternehmen neben der Finanzierung auch seine Kompetenzen und Kontakte an, der Private Equity-Geber hingegen beschränkt sich oftmals auf die Finanzierung. Während das Venture Capital vorzugsweise der New Economy vorbehalten bleibt, schließt das Private Equity auch die Old Economy mit ein.[19]

Zusammenfassend ist an dieser Stelle festzuhalten, dass Venture Capital und Private Equity die Bereitstellung von Eigenkapital für nicht börsenkotierte Unternehmen beschreiben. Der Unterschied liegt darin, dass Private Equity in der Theorie als der umfas-

---

[18] EVCA (2002), <http//:www.evca.com/venture.html>. Achleitner differenziert die besonderen Finanzierungsanlässe noch nach dem Divisional Buy Out, dem Public Buy Out, dem Internen Leveraged Buy Out und dem Going Private. Vgl. Achleitner (2001), S. 723 f. Haynes et al. sprechen des weiteren vom IBO, vgl. Haynes/Thompson/Wright (1999), S. 220.

[19] Vgl. Tab. I siehe Anhang, S. 52; Leitinger/Strohbach/Schöfer/Hummel (2000), S. 88 f. Vgl. dazu auch die fünf Charakteristika der beiden Formen der Beteiligungsfinanzierung von Pape/Beyer (2001), S. 628. In der Literatur wird teilweise die Managementunterstützung für Private Equity als geringer ausgeprägt bezeichnet. Eine abweichende Abgrenzungen findet sich in Weitnauer (2001a), S. 258.