

Reihe: Entrepreneurial Finance und Private Equity

Band: 3

Hrsg.: Prof. Dr. Dr. Ann-Kristin Achleitner / Prof. Ulrich Hommel, Ph.D.
Prof. Dr. Bernd Rudolph / Prof. Dr. Dirk Schiereck

Björn Röper

Corporate Venture Capital

Eine empirische Untersuchung des Beteiligungs-
managements deutscher und US-amerikanischer
Corporate Venture Capital-Investoren

ÜHLENBRUCH Verlag

Bad Soden/Ts.

Inhaltsverzeichnis

Abbildungsverzeichnis.....	XI
Tabellenverzeichnis.....	XIII
Abkürzungsverzeichnis.....	XVII
1. Einführung.....	1
1.1 Ausgangssituation.....	1
1.2 Stand und Erkenntnislücken der CVC-Forschung - Motivation und Zielsetzungen der eigenen empirischen Untersuchung.....	5
1.3 Wissenschaftstheoretischer Hintergrund der Arbeit.....	10
1.4 Struktur und Leitfragen der Untersuchung.....	11
2. Definition, Zielsetzungen, Organisationsansätze und Nutzenpotenziale von Corporate Venture Capital.....	17
2.1 Definition und Abgrenzung von Corporate Venture Capital.....	17
2.1.1 Begriffliche Abgrenzung des Venture Capital-Begriffs.....	18
2.1.2 Abgrenzung von Venture Capital und Private Equity.....	23
2.1.3 Corporate Venture Capital-Begriffsverständnis in der Literatur	24
2.1.4 Arbeitsdefinition für Corporate Venture Capital.....	26
2.2 CVC-Zielsetzungen und Nutzenpotenziale für die kapitalgebende Unternehmung.....	27
2.2.1 CVC-Zielsetzungen in der Literaturdiskussion.....	28
2.2.2 Synthese der CVC-Zielsetzungen auf Basis von CVC-Programmbeschreibungen.....	37
2.2.3 Zielkonflikte und -kompatibilitäten bei der Verfolgung strategischer und finanzieller CVC-Ziele.....	41
2.3 Corporate Venture Capital-Organisationsansätze.....	43
2.3.1 Praxisrelevante Modelltypen und Spielarten von Corporate Venture Capital.....	43
2.3.2 Eignungsgrad der verschiedenen CVC-Organisationsansätze für die Verfolgung strategischer und finanzieller Zielsetzungen	50
2.3.3 Zusammenhang zwischen unternehmerischem Involvierungsgrad und strategischen Nutzenpotenzialen.....	53

2.4	Aufbau- und ablauforganisatorische Problemstellungen und Lösungsansätze beim direkten Corporate Venture Capital.....	54
2.4.1	Aufbauorganisatorische Problemstellungen und Lösungsansätze aus der Praxis.....	55
2.4.2	Ablauforganisatorische Problemstellungen und Lösungsansätze aus der Praxis.....	57
2.4.3	Zentrale Herausforderungen an das CVC-Management in etablierten Großunternehmen.....	59
2.5	VC- und CVC-Managementprozess.....	61
2.5.1	Überblick über den Venture Capital-Prozess.....	61
2.5.2	Darstellung und Kritik praxistypischer Kriterien der Beteiligungswürdigkeitsprüfung (Due Diligence).....	63
2.6	Nutzenpotenziale von Corporate Venture Capital aus Sicht der Kapitalnehmer.....	68
2.6.1	Allgemeine Nutzenpotenziale von Venture Capital für die Beteiligungsunternehmen.....	68
2.6.2	Spezifische Nutzenpotenziale durch die Beteiligung eines Corporate VC-Investors.....	75
2.6.3	Vor- und Nachteile von Corporate Venture Capital gegenüber traditionellem Venture Capital.....	77
2.6.4	Zwischenfazit: Synthese der potenziellen Vor- und Nachteile für die beteiligten Akteure einer direkten CVC-Finanzierung ...	84
2.7	CVC als Ansatz zur Überwindung konzernspezifischer Defizite im Innovationswettbewerb mit jungen (Technologie-)Unternehmen	86
2.7.1	Bedeutung von Innovationen für die Wettbewerbsfähigkeit von Unternehmen.....	86
2.7.2	Innovationsdefizite von etablierten Großunternehmen gegenüber jungen Unternehmen.....	87
2.7.3	Der Beitrag von CVC zur Überwindung von Innovationsdefiziten in etablierten Großunternehmen.....	89
2.8	Corporate Venture Capital im Spektrum unternehmerischer Venture Management-Ansätze.....	95
2.8.1	Überblick über Strukturformen und Klassifikationen des Venture Managements.....	95
2.8.2	Eignungsgrad von CVC als Ansatz des Venture Management zur Realisierung unternehmerischer Entwicklungsziele.....	98

2.9	Zwischenfazit.....	103
3.	Grundlagen, historische Entwicklung und aktuelle Bedeutung von Corporate Venture Capital.....	105
3.1	Corporate Venture Capitalists im Spektrum der VC-Marktakteure.. ..	105
3.1.1	Institutioneller und informeller VC-Markt.....	105
3.1.2	Akteure des institutionalisierten VC-Markts im Überblick.....	106
3.2	Klassifizierung von (Corporate) Venture Capital-Investitionen nach Finanzierungsphasen.....	115
3.2.1	Frühphasenfinanzierungen (Early-stage financing).....	115
3.2.2	Spätphasenfinanzierung (Expansion-stage financing).....	117
3.2.3	Sonderanlässe der VC-Finanzierung.....	118
3.2.4	Entwicklung von Cash-flow, Ertrag und Risiko-/Rendite-Profil im Zuge der VC-Finanzierungsphasen.....	120
3.2.5	Finanzierungsphasenschwerpunkte von CVC-Investitionen....	121
3.3	Entwicklung, Marktgröße, Strukturcharakteristika und Entwicklungsperspektiven der VC- und CVC-Märkte.....	124
3.3.1	Marktgröße und Marktentwicklung der allgemeinen VC-Märkte.....	124
3.3.2	Historische Entwicklung des Corporate Venture Capital-Markts.....	129
3.3.3	Bedeutung des CVC-Markts zum Zeitpunkt der eigenen Studie	132
3.3.4	Finanzierungsstrukturen auf den VC-Märkten.....	135
3.3.5	Performance von Börsengängen VC- und CVC-finanzierter Unternehmen.....	147
3.3.6	Zentrale Ursachen für das Wachstum der allgemeinen VC-Märkte.....	148
3.4	Begründungsansätze für den zurückliegenden Corporate Venture Capital-Boom.....	155
3.5	Zwischenfazit.....	160
4.	Finanzierungstheoretische Grundlagen von Corporate Venture Capital.....	163
4.1	Erklärungsgehalt der neoklassischen Finanzierungstheorie für das VC/CVC-Geschäft.....	164
4.1.1	Idealbild des vollkommenen Kapitalmarkts als Ausgangsbasis	164
4.1.2	Ausmaß der Unvollkommenheit des Venture Capital-Markts aus finanzierungstheoretischer Sicht.....	165

4.1.3	VC-Investitionen unter Gesichtspunkten von Unsicherheit und Risiko.....	168
4.1.4	Zwischenfazit.....	170
4.2	Erklärungsgehalt neoinstitutionalistischer Ansätze der Finanzierungstheorie für das VC/CVC-Geschäft.....	171
4.2.1	Venture Capital und Transaktionskosten-Ansatz.....	172
4.2.2	Venture Capital und Property Rights-Theorie.....	173
4.2.3	Venture Capital und Agency-Theorie.....	175
4.2.4	Zweistufige Principal-Agent-Beziehung bei Einbeziehung eines Finanzintermediärs.....	184
4.2.5	Venture Capital und Procedural Justice-Theorie.....	185
4.3	Vertragsmechanismen zur Reduzierung der Informationsasymmetrien und Agency-Kosten.....	188
4.3.1	Mechanismen zur Reduzierung von Informationsasymmetrien und Agency-Kosten zwischen VC-Investoren (Prinzipal) und VC-Gesellschaft (Agent).....	190
4.3.2	Mechanismen zur Reduzierung der Informationsasymmetrien und Agency-Kosten zwischen VC-Gesellschaft (Prinzipal) und Beteiligungsunternehmen (Agent).....	195
4.4	Signaling-Mechanismen zur Reduzierung der Informationsasymmetrien und Agency-Kosten.....	208
4.5	Venture Capital und Finanzintermediation.....	210
4.5.1	Begründungsfaktoren für die Existenz von VC-Gesellschaften als Finanzintermediäre.....	210
4.5.2	Vorteile von VC/CVC-Gesellschaften gegenüber anderen Finanzintermediären.....	213
4.6	Zwischenfazit.....	214
5.	Fundierung von Forschungsfragen und Hypothesen für die eigene empirische Untersuchung.....	215
5.1	Überblick über die Forschungsfragen zu Strukturmerkmalen und Geschäftspolitik von CVC-Programmen (Forschungsfokus A).....	215
5.2	Erfolgsfaktoren und Erfolgshemmnisse von Corporate Venture Capital-Programmen in der Literaturdiskussion.....	220
5.3	Hypothesen zu Begründungszusammenhängen für den CVC-Erfolg und zu weiteren Zusammenhängen (Forschungsfokus B).....	237
5.3.1	Klassifizierung der mit dem Erhebungsinstrument erfassten Indikatorvariablen.....	237

5.3.2	Überblick über die zu berücksichtigenden Forschungsgebiete.	238
5.3.3	Ableitung der Erfolgshypothesen.....	239
5.3.4	Tabellarische Zusammenfassung der Erfolgshypothesen.....	266
5.3.5	Hypothesen zu übrigen zentralen Parameterzusammenhängen	267
5.4	Zwischenfazit.....	274
6.	Grundlagen der empirischen Untersuchung: Datenbasis, Forschungsmethode und Stichprobencharakteristika.....	275
6.1	Datenbasis und Methodik der Datenerhebung.....	276
6.1.1	Herleitung der Grundgesamtheit.....	276
6.1.2	Vorüberlegungen zur Erhebungsmethodik.....	277
6.1.3	Erhebungsmethodik: Aufbau und Vorgehensweise bei der empirischen Untersuchung.....	280
6.1.4	Aufbau und Gestaltung des Erhebungsinstruments.....	283
6.2	Charakteristika der Grundgesamtheit und der Stichprobe.....	285
6.2.1	Beteiligungsquote.....	285
6.2.2	Anteil am CVC-Gesamtmarkt.....	285
6.2.3	Altersstruktur der Stichprobe.....	286
6.3	Beurteilung der Stichprobenrepräsentativität.....	287
6.3.1	Validität und Reliabilität der Stichprobe.....	287
6.3.2	Stichprobenrepräsentativität unter Branchen- und regionalen Verteilungsgesichtspunkten (empirische Validität).....	289
6.3.3	Zusammenfassende Beurteilung der Stichprobenrepräsentativität.....	293
6.4	Vorbemerkungen zu den statistischen Verfahren der Datenanalyse und zu den Hypothesentests.....	293
7.	Darstellung und Analyse der Erhebungsergebnisse zu Strukturmerkmalen und Geschäftspolitik von CVC-Programmen.....	297
7.1	Empirische Befunde zu allgemeinen Strukturmerkmalen von CVC-Programmen.....	298
7.1.1	Deskriptive Befunde zu den CVC-Strukturmerkmalen.....	298
7.1.2	Statistische Zusammenhänge zwischen den allgemeinen CVC-Strukturmerkmalen (Sektion A).....	306
7.2	Empirische Befunde zur Geschäftspolitik von CVC-Programmen....	309
7.2.1	Bedeutung strategischer und finanzieller CVC-Programmziele	310
7.2.2	Bedeutung finanzieller Subziele.....	313

7.2.3	Bedeutung strategischer Subziele.....	314
7.2.4	Organisationsstruktur.....	323
7.2.5	Primäre Berichtsadressaten der CVC-Einheit.....	325
7.2.6	Autonomiegrad der Entscheidungsfindung in der CVC-Einheit.....	329
7.2.7	Syndizierung mit externen Partnern.....	331
7.2.8	CVC-Vergütungssystematiken.....	333
7.2.9	Statistische Zusammenhänge zwischen den Parametern der CVC-Geschäftspolitik (Sektion B).....	336
7.3	Empirische Befunde zur Investitionsstrategie und -politik.....	338
7.3.1	Makroökonomische Bestimmungsfaktoren der untersuchten CVC-Programme.....	339
7.3.2	Mikroökonomische Bestimmungsfaktoren der untersuchten CVC-Programme.....	343
7.3.3	Statistische Zusammenhänge zwischen Parametern der CVC-Investitionsstrategie und -politik (Sektion C).....	357
7.4	Empirische Befunde zur Beteiligungs- und Betreuungspolitik.....	359
7.4.1	Betreuungsintensität.....	360
7.4.2	Betreuungsumfang der Ventures - Value Added seitens des Corporate Investors.....	361
7.4.3	Institutionalisierungsgrad des Ressourcen- und Know-how-Austausches.....	368
7.4.4	Präferenz und Nutzungshäufigkeit verschiedener Exitkanäle	369
7.4.5	Zeitallokation der CVC-Managements.....	370
7.4.6	Statistische Zusammenhänge zwischen den Parametern der Beteiligungs- und Betreuungspolitik (Sektion D).....	372
7.5	Empirische Befunde zu Erfolgsindikatoren und -kriterien.....	373
7.6	Empirische Befunde zu Erfolgsfaktoren und Ausblick.....	375
7.6.1	Erfolgsfaktoren des CVC-Geschäfts aus Sicht der CVC-Manager.....	375
7.6.2	Ausblick und zukünftige Entwicklungsperspektive für CVC... ..	381
7.7	Empirische Befunde zu den Erfolgskriterien der eigenen Untersuchung.....	382
7.7.1	Modellierung und Operationalisierung der Erfolgsmaße zur vorliegenden Studie.....	382
7.7.2	Deskriptive Statistiken und Zusammenhänge zwischen den Erfolgsmaßen.....	384
7.7.3	Analyse signifikanter gruppenspezifischer Erfolgsunterschiede.....	388

7.8	Zwischenfazit.....	394
8.	Analyse der Begründungszusammenhänge für den CVC-Programmerfolg und sonstiger Zusammenhänge.....	395
8.1	Prüfung der Erfolgshypothesen.....	395
8.1.1	Charakteristika des CVC-Programms als Erfolgsfaktoren.....	395
8.1.2	CVC-Management und Organisationscharakteristika als Erfolgsfaktoren.....	398
8.1.3	Allgemeine Beteiligungspolitik des CVC-Programms als Erfolgsfaktor.....	401
8.1.4	Ausgestaltung des Beteiligungs- und Betreuungsverhältnisses als Erfolgsfaktor.....	402
8.1.5	Markt- und Umweltspezifika als Erfolgsfaktoren.....	405
8.1.6	Zwischenfazit: Determinanten des CVC-Programmerfolgs - Ergebnisse der Hypothesentests.....	407
8.2	Analyse Variablenblock-übergreifender Zusammenhänge zwischen CVC-Parametern.....	409
8.2.1	Zusammenhänge zwischen CVC-Programmcharakteristika (Sektion A) und Parametern der CVC-Zielsetzungen und - Organisationsstruktur (Sektion B).....	409
8.2.2	Zusammenhänge zwischen CVC-Zielsetzungs- und Organisationsparametern (Sektion B) und Parametern der CVC-Investitionsstrategie und -politik (Sektion C).....	412
8.2.3	Übrige sektionsübergreifende Zusammenhänge (Sektionen A - D).....	414
8.2.4	Zwischenfazit: Übersicht über Zusammenhänge zwischen einzelnen Variablen.....	417
8.3	Zwischenfazit.....	420
9.	Multivariate Kausalanalyse zu ausgewählten CVC-Erfolgsdeterminanten.....	421
9.1	Einführung in die Kausalanalyse und den Lisrel-Ansatz der Kausalanalyse.....	421
9.1.1	Methodischer Hintergrund der Kausalanalyse.....	421
9.1.2	Prinzip der Variablenmessung in der Kausalanalyse.....	423
9.1.3	Vorgehensweise bei der Konstruktion eines Lisrel-Modells....	423
9.2	Spezifikation des eigenen Kausalmodells.....	427
9.2.1	Ableitung der Modellstruktur.....	427
9.2.2	Identifikation des Kausalmodells.....	430

9.2.3 Parameterspezifikation.....	431
9.2.4 Parameterschätzung.....	433
9.3 Interpretation der Ergebnisse.....	434
9.3.1 Beurteilung der Anpassungsgüte.....	434
9.3.2 Inhaltliche Interpretation.....	442
9.4 Zusammenfassung der Ergebnisse der Kausalanalyse.....	447
10. Zusammenfassung, Schlussfolgerungen und Ausblick.....	449
10.1 Zusammenfassende Diskussion von Untersuchungsergebnissen.....	449
10.2 Schlussfolgerungen für die CVC-Praxis.....	461
10.3 Ausblick: Persistenz von CVC-Programmen in Zeiten konjunktureller Unsicherheit und strategischer Diskontinuitäten.....	469
10.4 Ansatzpunkte für die weitere Forschung.....	470
 Anhang A: CVC-Programmübersicht („Grundgesamtheit“) und Studien- teilnehmer.....	475
Anhang B: Corporate Venture Capital-Fallstudien.....	485
Anhang C: Abbildungen und Tabellen.....	497
Anhang D: Erhebungsinstrument.....	511
Anhang E: Ergebnisse der nichtparametrischen Tests.....	531
Anhang F: Ergebnisse der Korrelationsanalysen.....	537
Anhang G: Dokumentation der Lisrel-Analyse.....	547
 Literaturverzeichnis.....	561