

Jochen Neubecker

Finanzierung Corporate und Venture

Jochen Neubecker

**Finanzierung durch Corporate Venture Capital
und Venture Capital**

GABLER EDITION WISSENSCHAFT

Jochen Neubecker

Finanzierung durch Corporate Venture Capital und Venture Capital

Empirische Untersuchung zum
Value Added junger, innovativer
Unternehmen in Deutschland

Mit einem Geleitwort von Prof. Dr. Michael Schefczyk

Deutscher Universitäts-Verlag

Bibliografische Information Der Deutschen Bibliothek
Die Deutsche Bibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie;
detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über <<http://dnb.ddb.de>> abrufbar.

Dissertation Technische Universität Dresden, 2005

1. Auflage Mai 2006

Alle Rechte vorbehalten

© Deutscher Universitäts-Verlag | GWV Fachverlage GmbH, Wiesbaden 2006

Lektorat: Brigitte Siegel / Anita Wilke

Der Deutsche Universitäts-Verlag ist ein Unternehmen von Springer Science+Business Media.
www.duv.de



Das Werk einschließlich aller seiner Teile ist urheberrechtlich geschützt.
Jede Verwertung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetzes
ist ohne Zustimmung des Verlags unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere
für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die
Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Systemen.

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.

Umschlaggestaltung: Regine Zimmer, Dipl.-Designerin, Frankfurt/Main

Druck und Buchbinder: Rosch-Buch, Scheßlitz

Gedruckt auf säurefreiem und chlorfrei gebleichtem Papier

Printed in Germany

ISBN-10 3-8350-0258-9

ISBN-13 978-3-8350-0258-6

Meinem Vater
Karl Neubecker

Geleitwort

Bei der Untersuchung der Managementunterstützung von Portfoliounternehmen (PU) durch die diese finanzierenden Venture Capital-(VC)-Gesellschaften differenziert Jochen Neubecker insbesondere zwischen allgemein finanzierten Venture Capital-Gesellschaften (VCG) und so genannten Corporate Venture Capital-Gesellschaften (CVCG). CVCG werden ihrerseits durch Unternehmen finanziert, die nicht zum Finanzsektor gehören und bei denen unterstellt werden kann, dass neben finanziellen auch strategische Ziele der Muttergesellschaften verfolgt werden.

Mit dem Ziel zu klären, mit welchen Erwartungen insbesondere hinsichtlich der nicht-finanziellen Zusammenarbeit PU eine Partnerschaft mit einer VCG oder CVCG eingehen und ob diese in der Praxis auch erfüllt werden sowie ob sich die nichtfinanzielle Zusammenarbeit auch auf den Erfolg von PU auswirkt, bearbeitet Jochen Neubecker Grundlagenfragen, die von herausragender Bedeutung sowohl für PU als auch für (C)VCG sind. Ausgehend von einer fundierten Beantwortung dieser Fragen können PU besser einschätzen, an welchen Typ von VCG sie sich unter Berücksichtigung bestimmter Situationsmerkmale bei der Kapitalsuche wenden sollten. Für CVCG erlaubt die Beleuchtung dieser Fragen bessere Planungsgrundlagen, um die notwendigen Ressourcen und die konzernintern und extern realistischen Erwartungen spezifisch für CVCG besser einschätzen zu können.

Im Zentrum der Arbeit steht die empirische Analyse, in der Jochen Neubecker eine Stichprobe von 75 deutschen PU untersucht, von denen 30 eine Finanzierung von CVCG und 45 von klassischen VCG erhalten haben. Auf dieser Grundlage testet Jochen Neubecker 16 Hypothesen, von denen sich eine (Doppel-)Hypothese auf die Erwartungen von PU an VCG, 12 auf tatsächliche Unterschiede der Zusammenarbeit zwischen PU und VCG sowie drei auf die Erfolgswirkungen der (nichtfinanziellen) Zusammenarbeit beziehen. Zu den wesentlichen Beiträgen der Arbeit gehören empirische Belege für die Unterschiede, die sich bei der Zusammenarbeit von CVCG mit ihren PU im Vergleich zum VC-Gesamtmarkt herausgebildet haben, und zwar vor allem hinsichtlich des Zugangs zu Branchenexpertise sowie zu Absatz- und Beschaffungsmärkten. Dies darf mit Jochen Neubecker als Beleg für die Nützlichkeit von CVCG interpretiert werden, selbst wenn sich die Mehrzahl der Konzerne derzeit vom Einsatz von Corporate Venture Capital abwenden.

Insgesamt leistet die Studie von Jochen Neubecker einen beachtlichen Beitrag zur Klärung der Zusammenarbeit zwischen jungen Unternehmen und ihren Eigenkapital-investoren, insbesondere Corporate Venture Capital-Gesellschaften. Ich wünsche ihr deshalb die verdiente Beachtung in Wissenschaft und Praxis!

Prof. Dr. Michael Schefczyk

Vorwort

Die vorliegende Dissertationsschrift entstand während meiner Tätigkeit am SAP-Stiftungslehrstuhl für Entrepreneurship und Innovation an der Technischen Universität Dresden und meines Visiting Scholarships am Arthur M. Blank Center for Entrepreneurship des Babson College (Babson Park, USA). Dabei bin ich besonders glücklich, in diesen beiden bedeutenden Entrepreneurship-„Schmieden“ mitgearbeitet haben zu dürfen, da sich sowohl in Dresden als auch in Babson Park exzellente wissenschaftliche Entrepreneurship-Forschung mit praxisorientierter Unterstützung von Gründungsvorhaben verbindet. Mein ganz besonderer Dank gilt meinem Doktorvater und Mentor Herrn Prof. Dr. Michael Schefczyk, der mich in den letzten Jahren in vielfältigster Art und Weise unterstützt, gefördert und motiviert hat. In zahlreichen Gesprächen war er in allen Phasen meines Dissertationsprojektes ein kritischer Diskussionspartner, Ideen- und Ratgeber. Besonders dankbar bin ich vor allem aufgrund der über das Dissertationsprojekt hinausgehenden Unterstützung in den unterschiedlichsten Lebenslagen und das hierdurch entstandene persönliche Verhältnis.

Herzlich danken möchte ich auch Herrn Prof. Dr. Thomas Günther (Technische Universität Dresden) und Herrn Prof. Dr. Dres. h. c. Adolf G. Coenenberg (Universität Augsburg), die sich trotz des damit verbundenen Aufwandes als Gutachter meiner Dissertation zur Verfügung stellten. Des Weiteren möchte ich dem Vorsitzenden meiner Promotionskommission, Herrn Prof. Dr. Rainer Lasch, sowie Herrn Prof. Dr. Dr. h. c. Wolfgang Uhr als Mitglied meiner Promotionskommission für ihr Engagement im Rahmen meines Dissertationsprojektes danken.

Allen, die mich während der vergangenen Jahre begleitet haben, möchte ich ganz herzlich danken. Besonders hervorheben möchte ich Herrn Prof. Shaker Zahra, Ph. D. sowie meine ehemaligen Kollegen und Freunde Dr. Michael Gehrer, Prof. Dr. Martin Kommeier, Dr. Michael Kreysel, Jörg Wylegalla, Dr. Matthias Pohler, Dr. Matthias Eckermann, Dr. Frank Pankotsch, Mandy Windisch, Haik Mehmke, Gunnar Fuhrmann, Lars Georgi und Norman Retzlaff. Sie alle haben mich beharrlich unterstützt und immer wieder ermuntert, den eingeschlagenen Weg weiterzugehen.

Für eine sehr schöne und unvergessliche Zeit am Babson College in der Nähe von Boston möchte ich mich von ganzem Herzen bei Jane und Jason Warner und ihren Kindern sowie meinem Freund Christian Vintergaard bedanken, mit denen ich viele wunderschöne Momente erleben durfte.

Mein ganz persönlicher Dank gebührt meinen Freunden. Hervorheben möchte ich besonders *Jochen Chyba*, *Dr. Alexander Schmid*, *Steffen Liebschner*, *Klaus Rehm* und *Marcus Münsterer*, die mich während eines der unzähligen Treffen und während einer der vielen gemeinsamen Rennradtouren inspiriert und ständig motiviert haben.

Mein größter Dank gilt meinem Bruder *Harald*, meiner Tante *Maria Oechsner* und nicht zuletzt meinem Vater *Karl Neubecker*, die mir in jeder Phase meines Lebens mit großer Liebe zur Seite standen. Meinem Vater, dem ich so viel verdanke, widme ich diese Arbeit.

Jochen Neubecker

Inhaltsverzeichnis

Inhaltsverzeichnis	XI
Abbildungsverzeichnis	XV
Tabellenverzeichnis	XVII
Abkürzungsverzeichnis	XXI
1 Einführung	1
1.1 Ausgangssituation	1
1.1.1 Managementunterstützung durch Corporate Venture Capital- und Venture Capital-Gesellschaften	3
1.1.2 Forschungslücke zur Managementunterstützung durch CVCG und VCG aus Sicht der Portfoliounternehmen	4
1.2 Ziele der Untersuchung	7
1.3 Gang und Aufbau der Untersuchung	8
2 Finanzierung mit Venture Capital und Corporate Venture Capital	11
2.1 Begriffsdefinition von Venture Capital und Corporate Venture Capital und Abgrenzung zu verwandten Gebieten	11
2.1.1 Venture Capital	12
2.1.1.1 Historische Entwicklung in den USA	15
2.1.1.2 Historische Entwicklung in Deutschland	18
2.1.2 Corporate Venture Capital	21
2.1.2.1 Historische Entwicklung in den USA	31
2.1.2.2 Historische Entwicklung in Deutschland	34
2.1.3 Junge, innovative Unternehmen als Nachfrager von VC und CVC	36
2.1.3.1 Das Merkmal „jung“	38
2.1.3.2 Das Merkmal „innovativ“	40
2.1.3.2.1 Wachstumspotential	43
2.1.3.2.2 Investitionen	45
2.1.3.3 Der Businessplan als Instrument der Kapitalbeschaffung	48
2.2 Ziele der am CVC-Prozess beteiligten Unternehmen	52
2.2.1 Ziele der CVC-Geber und deren Mutterunternehmen im Überblick	52
2.2.1.1 Förderung von Technologiestandards	64
2.2.1.2 Stimulierung der Nachfrage	65
2.2.1.3 Aufbau von Technologie- und Marktkenntnissen	66
2.2.1.4 Experimentierung mit und Akquirierung von unternehmens-externen Fähigkeiten	67
2.2.1.5 Informationsgewinnung zu und Erschließung von neuen attraktiven Markt- und Technologiepotentialen	68

2.2.1.6	Kommerzialisierung nicht genutzter Technologien und Ressourcen	69
2.2.1.7	Veränderung der Einstellung im Unternehmen	70
2.2.2	Ziele der Beteiligungsunternehmen im Überblick.....	71
2.3	Gestaltungsmöglichkeiten von CVC- und VC-Finanzierungen.....	77
2.3.1	Finanzierungsphasen.....	77
2.3.2	Der Finanzierungsprozess	83
2.3.2.1	Beteiligungsakquisition.....	85
2.3.2.2	Beteiligungswürdigkeitsprüfung.....	87
2.3.2.3	Beteiligungsverhandlung	90
2.3.2.4	Managementunterstützung und Zusatzleistungen.....	92
2.3.2.5	Desinvestition.....	97
2.3.3	CVC-Investitions- und Organisationsformen.....	100
2.3.3.1	Direkte Investitionen.....	103
2.3.3.2	Indirekte Investitionen	105
2.4	Syndikation im VC-Bereich	107
2.5	Unterschiede zwischen VC- und CVC-Finanzierungen	109
3	Theoretische Einordnung von Corporate Venture Capital	113
3.1	Theoretische Erklärungsansätze für Corporate Venture Capital.....	113
3.2	Der ressourcenbasierte Ansatz.....	120
3.3	Die Agency-Theorie	123
3.3.1	Agency-Risiken	124
3.3.1.1	Exogene Risiken	124
3.3.1.2	Endogene Risiken	125
3.3.1.3	Adverse Selektion	126
3.3.2	Lösungsmöglichkeiten für Agency-Risiken	127
3.3.2.1	Vertrauen	128
3.3.2.2	Kontrolle	128
3.3.3	Anwendung der Agency-Theorie auf das Phänomen Corporate Venture Capital	131
4	Stand der Forschung: Ergebnisse bisheriger Untersuchungen zum Thema Corporate Venture Capital und Entwicklung von Forschungshypothesen.....	139
4.1	Übersicht zum Forschungsstand	139
4.2	Generierung der Forschungshypothesen	153
4.2.1	Erwartungen hinsichtlich der Zusatzleistungen	153
4.2.2	Unterschiede im Rahmen der Managementunterstützung zwischen CVC- und VC-Gesellschaften.....	156

4.2.3	Erfolgswirkung der Managementunterstützung im Rahmen von CVC- und VC-Investitionen.....	167
4.2.3.1	Grundlagen der Erfolgsmessung.....	167
4.2.3.2	Potentielle Erfolgszusammenhänge mit Bezug zu den Managementunterstützungsleistungen	169
4.2.3.2.1	Trägerschaft der Gesellschaft	169
4.2.3.2.2	Interaktionshäufigkeit zwischen dem Beteiligungs-kapitalgeber und dem PU	170
4.2.3.2.3	Interaktionsqualität zwischen dem Beteiligungs-kapitalgeber und dem PU	172
4.2.4	Zusammenfassung der Hypothesen	173
5	Empirische Untersuchung	177
5.1	Datenerhebung und Stichprobe der eigenen Untersuchung.....	177
5.1.1	Erhebungsdesign und -instrument	177
5.1.2	Eingrenzung des Untersuchungsobjektes.....	178
5.1.3	Aufbau des Fragebogens.....	180
5.1.4	Vorgehen bei der Datenerhebung.....	183
5.1.5	Charakteristika der eigenen Stichprobe	186
5.2	Ergebnisse der eigenen Untersuchung.....	190
5.2.1	Allgemeine Merkmale der eigenen Stichprobe	190
5.2.1.1	Unternehmensspezifische Merkmale	191
5.2.1.2	Unternehmerspezifische Merkmale	193
5.2.1.3	Finanzierungsspezifische Merkmale	195
5.2.2	Erwartungen an nicht-finanzielle Unterstützungsleistungen.....	198
5.2.3	Ausprägung der nicht-finanziellen Unterstützungsleistungen	203
5.2.4	Erfolgswirkung im Rahmen der eigenen Stichprobe	214
5.2.4.1	Messung des Beteiligungserfolges in der eigenen Stichprobe.....	214
5.2.4.2	Erfolgswirkung der nicht-finanziellen Unterstützungs-leistungen.....	218
5.2.4.2.1	Trägerschaft der Gesellschaft	218
5.2.4.2.2	Interaktionshäufigkeit zwischen dem Beteiligungs-kapitalgeber und dem PU	220
5.2.4.2.3	Interaktionsqualität zwischen dem Beteiligungs-kapitalgeber und dem PU	221
5.3	Zusammenfassung der Ergebnisse der eigenen Stichprobe	227
6	Zusammenfassung und Schlussfolgerung	231
6.1	Erkenntnisse der Untersuchung im Überblick.....	231

6.2	Implikationen für Finanzierungsgeber und Finanzierungsnehmer	235
6.2.1	Implikationen für Portfoliounternehmen und Unternehmensgründer	235
6.2.2	Implikationen für Corporate Venture Capital-Gesellschaften und unabhängige Venture Capital-Gesellschaften.....	238
6.3	Ansatzpunkte für die weitere Forschung.....	241
	Literaturverzeichnis	243
	Anhang	261

Abbildungsverzeichnis

Abb. 1-1: Investitionsvolumen von Unternehmen in den USA (getrennt nach indirekten und direkten CVC-Investments).....	2
Abb. 1-2: Struktur der Arbeit.....	10
Abb. 2-1: Entwicklung des US-amerikanischen VC-Marktes von 1979 bis 2002	18
Abb. 2-2: Entwicklung des deutschen VC-Marktes von 1990 bis 2004	20
Abb. 2-3: Der deutsche VC-Markt im internationalen Vergleich	21
Abb. 2-4: Vereinfachtes Modell der Möglichkeiten einer CVC- und einer VC-Finanzierung	22
Abb. 2-5: Investitionsvolumen und Anzahl US-amerikanischer CVC-Gesellschaften.....	32
Abb. 2-6: Anzahl aktiver CVC-Gesellschaften in Deutschland	35
Abb. 2-7: Systematisierung der Merkmale junger, innovativer Unternehmen als Nachfrager nach Venture Capital	37
Abb. 2-8: Finanzierungsmöglichkeiten junger, innovativer Unternehmen nach Entwicklungsphasen	47
Abb. 2-9: Vier-Felder-Matrix zur Einordnung von CVC-Investitionen	54
Abb. 2-10: Finanzierungsphasen	81
Abb. 2-11: Der deutsche Venture Capital-Markt (nach Finanzierungsphasen)	82
Abb. 2-12: Phasenorientiertes Geschäftsmodell einer CVC-Gesellschaft.....	84
Abb. 2-13: Quellen der Beteiligungsakquisition bei CVC-Gesellschaften.....	87
Abb. 2-14: Matrix zur Unterstützung von CVC-Desinvestitionsentscheidungen	99
Abb. 2-15: Vereinfachtes Modell der Investitionsmöglichkeiten im Rahmen einer CVC-Finanzierung	101
Abb. 2-16: Investitionsoptionen und deren Bedeutung für strategisch orientierte Investoren	102
Abb. 2-17: Die zwei Formen der Direktinvestition im Rahmen von CVC-Aktivitäten	104
Abb. 2-18: Entwicklung von indirekten und direkten CVC-Investments in den USA	106
Abb. 3-1: Agency-Risiken im CVC-Bereich	124
Abb. 3-2: Lösungsmöglichkeiten für Agency-Risiken bei VC- bzw. CVC-Finanzierungen	127
Abb. 3-3: Principal-Agent-Beziehungen bei indirekten CVC-Finanzierungen.....	135
Abb. 4-1: Operationalisierung der nicht-monetären Zusatzleistungen.....	157

Tabellenverzeichnis

Tab. 2-1: Abgrenzung von Corporate Venture Capital zu verwandten Konzepten	27
Tab. 2-2: Einordnung in der Literatur diskutierter strategischer Zielstellungen von CVC-Investments.....	62
Tab. 2-3: Idealtypischer Prozess von der Beteiligungsakquisition bis zum Abschluss der Beteiligungsverhandlung	91
Tab. 3-1: Wissenschaftstheoretische Erklärungsansätze mit Bezug zum CVC	114
Tab. 3-2: Agency-Probleme und Lösungsansätze nach Phasen des Finanzierungsprozesses.....	132
Tab. 3-3: Agency-Probleme und Lösungsansätze aus Sicht des Portfoliounternehmen	137
Tab. 4-1: Untersuchungen zu nicht-finanziellen Zusatzleistungen im Rahmen von CVC- und VC-Finanzierungen.....	144
Tab. 4-2: Literaturgestützte Hypothesen zu Unterschieden in den Erwartungen von CVC- bzw. VC-finanzierten PU	173
Tab. 4-3: Literaturgestützte Hypothesen zu Unterschieden in den tatsächlichen Ausprägungen der Unterstützungsleistungen von CVC- bzw. VC-finanzierten PU	174
Tab. 4-4: Literaturgestützte Hypothesen zur Erfolgswirkung.....	175
Tab. 5-1: Überblick zum Rücklauf im Rahmen der eigenen Erhebung	185
Tab. 5-2: Finanzierungsphasen der PU der eigenen Stichprobe	186
Tab. 5-3: Branchencluster der PU der eigenen Stichprobe	188
Tab. 5-4: Jahr der Unternehmensgründung der PU	191
Tab. 5-5: Abgedeckte Wertschöpfungsstufen der PU	192
Tab. 5-6: Erfahrungshintergrund des Gründerteams der PU	194
Tab. 5-7: Zeitdauer zwischen Gründung und erster Finanzierungs- runde des PU	196
Tab. 5-8: Anzahl bisher durchlaufener Finanzierungsrunden der PU	197
Tab. 5-9: Anzahl der Eigenkapitalinvestoren.....	198
Tab. 5-10: Erwartungen der PU an ihren Finanzierungspartner.....	200
Tab. 5-11: Zusammenhänge zwischen finanziellen Erwartungen an Finanzierungspartner und dem Typ der Beteiligungsgesellschaft	202
Tab. 5-12: Zusammenhänge zwischen nicht-finanziellen Erwartungen an Finanzierungspartner und dem Typ der Beteiligungsgesellschaft.....	202

Tab. 5-13: Unterstützung der PU durch den Finanzierungspartner beim Zugang zu weiteren Finanzierungsquellen	205
Tab. 5-14: Zusammenhänge zwischen der Unterstützung beim Zugang zu weiteren Finanzierungsquellen und dem Typ der Beteiligungsgesellschaft.....	205
Tab. 5-15: Zusammenhänge zwischen der Präsenz der Beteiligungskapitalgesellschaft im Beirat/Aufsichtsrat des PU und dem Typ der Beteiligungsgesellschaft	206
Tab. 5-16: Unterstützung der PU durch den Finanzierungspartner beim Zugang zu Führungspersonal.....	207
Tab. 5-17: Zusammenhänge zwischen der Unterstützung des PU beim Zugang zu (zusätzlichem) Führungspersonal und dem Typ der Beteiligungsgesellschaft	207
Tab. 5-18: Unterstützung der PU durch den Finanzierungspartner im Rahmen nicht-monetärer, strategisch orientierter Zusatzleistungen	209
Tab. 5-19: Zusammenhänge zwischen der Unterstützung mit nicht-monetären, strategisch orientierten Zusatzleistungen des PU und dem Typ der Beteiligungsgesellschaft	210
Tab. 5-20: Unterstützung der PU durch den Finanzierungspartner im Rahmen nicht-monetärer, operativ orientierter Zusatzleistungen	212
Tab. 5-21: Zusammenhänge zwischen der Unterstützung mit nicht-monetären, operativ orientierten Zusatzleistungen des PU und dem Typ der Beteiligungsgesellschaft	213
Tab. 5-22: Zusammenhänge zwischen den Variablen zur Erfolgsmessung	217
Tab. 5-23: Zusammenhänge zwischen dem Typ der Beteiligungsgesellschaft und dem Erfolg des PU	219
Tab. 5-24: Zusammenhang zwischen der Interaktionshäufigkeit der Beteiligungsgesellschaft mit dem PU und dem Erfolg des PU.....	220
Tab. 5-25: Ergebnis der Clusteranalyse (Teil 1).....	225
Tab. 5-26: Ergebnis der Clusteranalyse (Teil 2).....	226
Tab. 5-27: Befunde zu Unterschieden in den Erwartungen von CVC- bzw. VC-finanzierten PU.....	227
Tab. 5-28: Erkenntnisse zu Unterschieden in den tatsächlichen Ausprägungen der Unterstützungsleistungen von CVC- bzw. VC-finanzierten PU.....	228
Tab. 5-29: Erkenntnisse der Hypothesen zur Erfolgswirkung	229
Tab. A3-1:Zusammenhänge zwischen Erfahrungshintergrund und Finanzgeber	289

Tab. A3-2:Häufigkeit der Zugehörigkeit des Beteiligungskapitalpartners zum Beirat/Aufsichtsrat.....	289
Tab. A3-3:Veränderungen in der Geschäftsleitung nach Einstieg des ersten Beteiligungskapitalinvestors	290
Tab. A3-4:Interaktionshäufigkeit des Investors mit dem PU	290
Tab. A3-5:Zusammenhang zwischen der Unterstützung von CVC-finanzierten PU im Rahmen der Branchenexpertise und der branchen spezifischen Nähe zwischen PU und MU	291
Tab. A3-6:Häufigkeit der Bewertungen nicht-monetärer, operativ orientierter Unterstützungsleistungen durch den Finanzierungspartner für ihre PU	291
Tab. A3-7:Zugehörigkeit der CVC- und VC-finanzierten PU zu den einzelnen Clustern	292
Tab. A3-8:Ergebnis der Clusteranalyse (Ausgewählte Eigenschaften des PU).....	292
Tab. A3-9:Ergebnis der Clusteranalyse (Erfahrungshintergrund der Geschäftsführung des PU)	293

Abkürzungsverzeichnis

Abb.	Abbildung
Anm.	Anmerkung
Anm. d. Verf.	Anmerkung des Verfassers
BSP	Bruttosozialprodukt
BU	Business Unit (Geschäftseinheit bzw. Abteilung)
BVK e. V.	Bundesverband Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaft – German Venture Capital and Private Equity Association eingetragener Verein
bzw.	beziehungsweise
CV	Corporate Venturing
CVC	Corporate Venture Capital
CVCG	Corporate Venture Capital-Gesellschaft(en)
DD	Due Diligence
et al.	und weitere (Autoren)
EVCA	European Venture Capital Association
f.	folgende
ff.	fortfolgende
F&E	Forschung und Entwicklung
Hrsg.	Herausgeber
Jg.	Jahrgang
KBG	Kapitalbeteiligungsgesellschaft
LAN	Local Area Network
LBO	Leveraged Buy-out
MBI	Management Buy-in
MBO	Management Buy-out
MU	Mutterunternehmen
Nr.	Nummer
NVCA	National Venture Capital Association (USA)
o. S.	ohne Seitenangabe
o. V.	ohne Verfasser
PU	Portfoliounternehmen
s.	siehe
SBIC	Small Business Investment Companies
sog.	sogenannte
Tab.	Tabelle
u. a.	unter anderem

UBG	Unternehmensbeteiligungsgesellschaft
UBGG	Gesetz über Unternehmensbeteiligungsgesellschaften
usw.	und so weiter
v. a.	vor allem
VC	Venture Capital
VCG	Venture Capital-Gesellschaft(en)
Vgl.	Vergleiche
Vol.	Volume
WLAN	Wireless Local Area Network
z. B.	zum Beispiel

1 Einführung

1.1 Ausgangssituation

Der Markt für Venture Capital-Finanzierungen hat sich in den Jahren 1995 bis 2000 sehr stark entwickelt. Allein in den USA hat sich das Investitionsvolumen des gesamten Marktes von rund 10 Mrd. US-\$ im Jahr 1995 bis ins Jahr 2000 mehr als verzehnfacht.¹ Die Entwicklung der Bruttoinvestitionen im Venture Capital-Bereich in Deutschland verlief nahezu parallel zur amerikanischen Entwicklung.² Nach dem „Platzen der Börsenblase“ am Neuen Markt³ sowie an der NASDAQ⁴ im Jahre 2000 kam es zu einem Einbruch im Markt für VC-Finanzierungen sowohl in Deutschland als auch in den USA.⁵ Diese Schwäche im VC-Markt dauert bis heute⁶ an, wobei sich eine Bodenbildung bei den Investitionen im Venture Capital-Markt (VC-Markt) abzeichnet.⁷

Zu den Investoren in den VC-Markt zählen neben Pensionsfonds, Einzelpersonen, Stiftungen und Finanzdienstleistungsunternehmen auch etablierte Unternehmen, die neben rein renditeorientierten Zielstellungen auch strategische Zielstellungen, wie etwa die Technologiebeobachtung, verfolgen.⁸ Dieses teilweise strategisch orientierte Finanzierungskonzept von etablierten Unternehmen wird als Corporate Venture

¹ Das Investitionsvolumen stieg nach Zahlen von Venture Economics von 9,93 Mrd. US-\$ (1995) auf den bisherigen Jahreshöchststand von 105,9 Mrd. US-\$ (2000). Vgl. NVCA (Hrsg.) (2002), S. 11.

² Die Bruttoinvestitionen stiegen von 1995 bis zum bisherigen Höchststand im Jahre 2000 um rund das neunfache, im Jahre 2000 beliefen sich die Bruttoinvestitionen in Deutschland auf rund 4,45 Mrd. Euro. Vgl. BVK e. V. (Hrsg.) (2002), S. 59 ff. sowie Abb. A1 im Anhang.

³ Am 24.03.2003 wurde das Börsensegment „Neuer Markt“ eingestellt. 24 ehemalige „Neue Markt“-Unternehmen wurden in den „TecDax“ übernommen. Vgl. Deutsche Börse (Hrsg.) (2003), o. S.

⁴ Der „Neue Markt“ in Deutschland und die NASDAQ (National Association of Securities Dealers Automated Quotation System) in den USA sind bzw. waren die Börsensegmente für wachstumsorientierte Unternehmen an der Frankfurter Wertpapierbörsen bzw. an der New York Stock Exchange.

⁵ Die Börsensegmente Neuer Markt (2003 eingestellt) und NASDAQ stellen bzw. stellten wichtige Exit-Option für VC-Gesellschaften dar. Zu Desinvestitionsmöglichkeiten von VC-Investments vgl. u. a. Schefczyk (2000), S. 44 ff. Zu Börsengängen am Neuen Markt vgl. Deutsche Börse (2003), <http://www.deutsche-boerse.de>.

⁶ Stand: Dezember 2004.

⁷ Vgl. BVK e. V. (Hrsg.) (2004), S. 1 ff.

⁸ Vgl. hierzu u. a. Maula/Murray (2000), S. 6 f., Poser (2002), S. 104 ff. und Schween (1996), S. 78 ff.

Capital (CVC) bezeichnet.⁹ Vergleicht man die Entwicklung der CVC-Finanzierung in den USA, so wird die sich abzeichnende Verstärkung einer direkten Investitionsneigung von etablierten Unternehmen gegenüber einer indirekten Investition mittels Finanzintermediären, i. d. R. unabhängige VC-Gesellschaften, deutlich.¹⁰ Dies deutet darauf hin, dass die Bedeutung der CVC-Finanzierung im gesamten Beteiligungscapitalmarkt zunimmt und daher wichtige Aspekte dieser Finanzierungsform, auch im Vergleich mit Finanzierungen durch unabhängige VC-Gesellschaften, genauer betrachtet werden sollten.

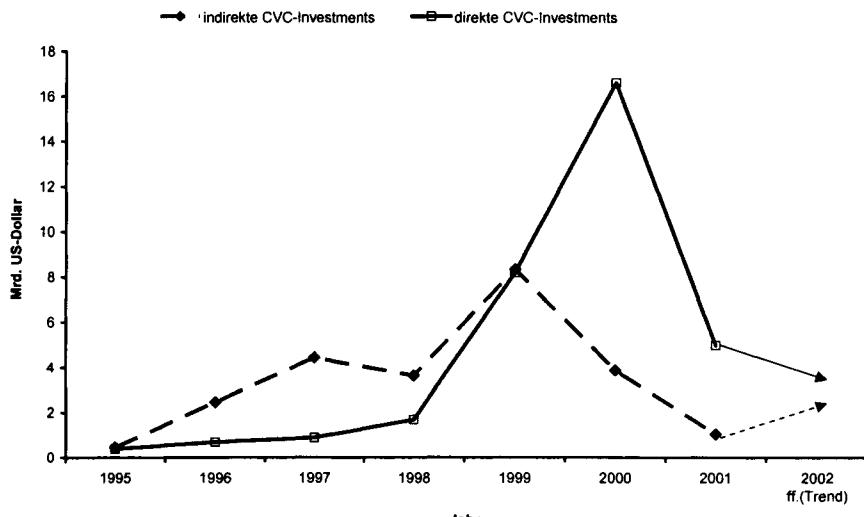


Abb. 1-1: Investitionsvolumen von Unternehmen in den USA (getrennt nach indirekten und direkten CVC-Investitions)

Quelle: NVCA (Hrsg.) (2002), S. 17 und S. 42 sowie VentureOne Database (2003)¹¹.

Das Setzen eines Schwerpunktes dieser Arbeit auf den CVC-Bereich ist dabei u. a. der deutlichen Zunahme der CVC-Investitionen auf der einen Seite sowie der geringeren Betrachtung von CVC im Vergleich zu VC in der wissenschaftlichen Literatur geschuldet.¹²

⁹ Vgl. hierzu auch die Ausführungen in Kap. 2.

¹⁰ Vgl. hierzu Abb. 1-1. Für den deutschen Raum deutet sich eine ähnliche Entwicklung durch die Zunahme der CVC-Gesellschaften an. Vgl. hierzu Abb. 2-6.

¹¹ Die Datenbank VentureOne wird von der Unternehmensberatungsgesellschaft PriceWaterhouseCoopers (PWC) betrieben und ist im Internet unter <http://www.pwcmoneytree.com> zugänglich. Hier werden Daten zu den VC-Investitionen in den USA dargestellt.

¹² Vgl. hierzu u. a. Tab. 4-1.

1.1.1 Managementunterstützung durch Corporate Venture Capital- und Venture Capital-Gesellschaften

Neben der Finanzierung mit Eigenkapital stellen CVC-Gesellschaften (CVCG) und VC-Gesellschaften (VCG) Unternehmensgründern oftmals Managementunterstützungsleistungen zur Verfügung, d. h. sie unterstützen ihre PU aktiv. Dieser nicht-finanzielle Beitrag der CVCG und VCG zur Unternehmensentwicklung der Portfolio-unternehmen (PU)¹³ wird auch als Value Added bezeichnet, da durch die Managementunterstützung zusätzlicher Wert für das bzw. im PU geschaffen werden kann.¹⁴

Das schnelle Wachstum und die dynamische Entwicklung vieler junger innovativer Unternehmen, die beteiligungskapitalfinanziert werden, stellt dabei eine große Herausforderung für die Unternehmensgründer dar.¹⁵ Speziell in den „frühen“ Unternehmensphasen¹⁶ entstehen durch diese dynamische Entwicklung und das schnelle Unternehmenswachstum hohe Anforderungen an die Gründer. Da einigen Gründern die nötigen Erfahrungen in einzelnen Unternehmensbereichen fehlen, kann die aktive Managementunterstützung zur Verbesserung der Erfolgsschancen einer CVC- bzw. VC-finanzierten Unternehmensgründung beitragen.¹⁷ Daher sollten Unternehmensgründer, die vor einer Auswahlentscheidung in Bezug auf eine Beteiligungskapitalfinanzierung stehen, bei der Vereinbarung der Finanzierungskonditionen mit dem Investor dessen Unterstützungsfähigkeit bzw. -bereitschaft mit in die Entscheidung einbeziehen.¹⁸

Dabei kann besonders aus der Sicht eines Unternehmensgründers, der neben der Finanzierung auch an einem Zugang zu einem breiten Erfahrungshintergrund sowie zu Netzwerken im Industrie- bzw. Dienstleistungsbereich interessiert ist, die Nutzung von Corporate Venture Capital attraktiv erscheinen. CVC-Gesellschaften können durch ihre Nähe zu einem großen Industrie- oder Dienstleistungsunternehmen oftmals einen exklusiven Zugang zu knappen Ressourcen, wie etwa dem Zugang zu Absatzmärkten, schaffen oder auch durch die Bekanntheit ihres Markennamens zu

¹³ Als Portfoliounternehmen werden die Unternehmen, welche durch eine CVCG oder VCG finanziert wurden, bezeichnet.

¹⁴ Vgl. hierzu u. a. Sapienza (1992), S. 20 ff.

¹⁵ Vgl. hierzu die Ausführungen in Kap. 2.1.3.

¹⁶ Vgl. hierzu Kap. 2.3.1.

¹⁷ Vgl. u. a. Brinkrolf (2002), S. 1 f.

¹⁸ Vgl. u. a. Weitnauer (2000), S. 10 f.

einem Reputationszugewinn für das Portfoliounternehmen (PU) beitragen.¹⁹ Neben CVCG bieten allerdings auch Venture Capital-Gesellschaften (VCG) oftmals umfangreiche Managementunterstützungsleistungen an.²⁰

Inwieweit sich jedoch der Anspruch und die tatsächliche Ausprägung der Managementunterstützung von CVCG und VCG aus der Sicht der finanzierten Unternehmen unterscheiden, wird im Rahmen einer Zielstellung der vorliegenden Arbeit betrachtet.²¹

1.1.2 Forschungslücke zur Managementunterstützung durch CVCG und VCG aus Sicht der Portfoliounternehmen

Die Managementunterstützung durch VCG wurde in der Vergangenheit nur in wenigen wissenschaftlichen Literaturquellen beleuchtet. Dabei handelt es sich meist um Literaturquellen aus dem anglo-amerikanischen Sprachraum.²² In den meisten deutschsprachigen Untersuchungen zum Themengebiet Venture Capital bzw. Corporate Venture Capital wird die Managementunterstützung entweder gar nicht oder nur als eine von mehreren Fragestellungen betrachtet. Eine Ausnahme bilden die Untersuchungen von *Wupperfeld* und *Brinkroff*.²³ *Wupperfeld* konzentrierte sich bei seiner Untersuchung auf eine Analyse der Inhalte der Unterstützungsleistungen.²⁴ *Brinkroff* untersuchte die Leistungen, die VC-Gesellschaften für ihre PU erbringen. Dabei fand er u. a. einen schwachen negativen Zusammenhang zwischen der Empfindung der Erfolgswirkung und der Intensität der Managementunterstützung.²⁵ Dieser überraschende Zusammenhang steht allerdings im Gegensatz zu den Ergebnissen anderer

¹⁹ Vgl. Maula/Murray (2000), S. 3 f. und Maula (2001), S. 1.

Neben diesen positiven Effekten sollten die PU allerdings auch die möglichen Gefahren einer solchen Partnerschaft mit einem großen Unternehmen im Auge behalten. Diese möglichen Gefahren, zu denen etwa die Einschränkung der Unabhängigkeit des PU gehören könnte, werden im Verlauf der Arbeit ausführlich thematisiert werden.

²⁰ Vgl. Brinkroff (2002), S. 2 f.

²¹ Vgl. hierzu Kap. 1.2.

²² Vgl. u. a. die Untersuchungen von Maula/Murray (2001) sowie die in Tab. 4-1 aufgeführten Literaturquellen. Viele dieser Quellen sind jedoch älteren Datums. Der erste Schwerpunkt der wissenschaftlichen Forschung in diesem Bereich im anglo-amerikanischen Raum war das Ende der Achtziger und der Anfang der Neunziger Jahre des letzten Jahrhunderts.

²³ Vgl. Brinkroff (2002) und Wupperfeld/Hemer (1995).

²⁴ Vgl. Wupperfeld/Hemer (1995), S. 32 ff.

²⁵ Vgl. Brinkroff (2002), S. 202.

Studien, die einen positiven Zusammenhang zwischen Erfolgswirkung und Intensität der Managementunterstützung feststellen bzw. vermuten.²⁶

Neben wissenschaftlichen Veröffentlichungen wurden in den vergangenen Jahren auch einige praxisorientierte Untersuchungen in Deutschland veröffentlicht, in denen das erhobene Zahlenmaterial jedoch lediglich deskriptiv analysiert wurde. Daher sollten diese Untersuchungen lediglich als ergänzende Informationen in Bezug auf die Relevanz der Managementunterstützung angesehen werden.²⁷

Des Weiteren wurden bei einem Großteil der Studien, die sich schwerpunktmäßig bzw. in Teilbereichen mit der Managementunterstützung durch Venture Capital- oder Corporate Venture Capital-Gesellschaften beschäftigt haben, lediglich die finanziellen Gesellschaften befragt.²⁸ Da jedoch die Zielstellungen der Beteiligungskapitalgeber i. d. R. von denen der Beteiligungskapitalnehmer abweichen, ist die Betrachtung der Sichtweise der PU ebenfalls wichtig und für eine umfassende wissenschaftliche Forschung notwendig.

Ein weiterer Ansatz in Bezug auf die Forschung im Rahmen der Managementunterstützung bei VC- bzw. CVC-Finanzierungen wird bei Schefczyk genannt. Er legt dar, dass zwischen der Interaktionsintensität und der Interaktionsqualität der Unterstützungsleistungen Unterschiede werden sollten.²⁹ Bisher wurde in einzelnen Untersuchungen lediglich die Interaktionsintensität genauer beleuchtet.³⁰ Daher wird in der vorliegenden Untersuchung der Zusammenhang zwischen der Interaktionsqualität des Beteiligungskapitalgebers mit dem PU und dem Unternehmenserfolg betrachtet. Unter Interaktionsqualität wird dabei die qualitative Ausprägung der Managementunterstützung, bezogen auf einzelne Unterstützungsbereiche, verstanden.³¹

Bei der Managementunterstützung durch CVCG können sich zudem Vorteile durch das Vorhandensein des MU, das einen Zugang zu exklusiven Ressourcen³² im Un-

²⁶ Vgl. u. a. Gompers/Lerner (1998), S. 24 ff. und Schefczyk (2004), S. 338 ff.

²⁷ Vgl. u. a. BertelsmannValley (2001) und Witt/Brachtendorf (2001).

²⁸ Von den in dieser Arbeit verwendeten zentralen Literaturquellen zu nicht-finanziellen Zusatzleistungen von CVCG und VCG wurden bei lediglich rund 35% der Quellen die PU als Untersuchungs- und Befragungsobjekt verwendet. In den restlichen Fällen wurden die finanzierenden Unternehmen befragt. Vgl. hierzu Tab. 4.1.

²⁹ Vgl. Schefczyk (2004), S. 246.

³⁰ Vgl. u. a. Brinkrolf (2002) und MacMillan et al. (1988).

³¹ Vgl. hierzu die Ausführungen in Kap. 4.2.3.2.3.

³² Zu den hier genannten exklusiven Ressourcen können z. B. die Möglichkeit zur Unterstützung beim Zugang zu Absatzmärkten oder die Unterstützung bei der Produktentwicklung, zählen.

ternehmen und darüber hinaus schaffen kann, bestehen. Daher besteht aufgrund dieses Zusammenhangs auch die Frage, ob die Unterstützungsleistungen durch CVCG in einigen Unternehmensbereichen durch die PU besser eingeschätzt werden, als dies bei VC-finanzierten PU der Fall ist. Lediglich *Maula/Murray* haben in ihrer Untersuchung die Unterstützungsleistungen von CVCG und VCG auf dem amerikanischen Markt miteinander verglichen.³³ Für den deutschsprachigen Raum wurde ein derartiger Vergleich bisher nicht vorgenommen.

Zusammenfassend kann daher festgehalten werden, dass in den bisherigen wissenschaftlichen Untersuchungen in diesem Bereich folgende Sachverhalte gar nicht bzw. nur in geringem Umfang betrachtet wurden:

- (1) Die Managementunterstützung durch CVCG oder VCG wurde bisher nur in einem sehr geringen Umfang betrachtet.
- (2) Speziell die möglichen Vorteile einer Unterstützung durch eine CVCG wurden bisher nicht systematisch analysiert.
- (3) Bei den vorhandenen Untersuchungen in diesem Forschungsbereich sind Untersuchungen mit dem Untersuchungs- bzw. Befragungsobjekt Portfolio-unternehmen deutlich in der Minderheit.
- (4) Eine Vielzahl der bisherigen Untersuchungen in diesem Forschungsbereich stammt aus dem anglo-amerikanischen Sprachraum. Eine größere Anzahl dieser Untersuchungen sind zudem älteren Datums.³⁴
- (5) Die Erfolgswirkung der Managementunterstützungsleistungen wurde bisher lediglich in Bezug auf die Interaktionsintensität zwischen PU und CVCG bzw. VCG untersucht. Eine Untersuchung der Interaktionsqualität fand bisher nicht statt.

Aufgrund der hier aufgezeigten Forschungslücken zu Managementunterstützungsleistungen durch CVCG sowie einem Vergleich dieser Leistungen zwischen CVCG und unabhängigen VCG in Deutschland bedarf dieses Thema einer fundierten wissenschaftlichen Untersuchung, die im Folgenden dargelegt wird.

³³ Vgl. *Maula/Murray* (2001).

³⁴ Vgl. hierzu die Aufstellung der entsprechenden Literaturquellen im Rahmen von Tab. 4-1.

1.2 Ziele der Untersuchung

Die vorliegende Untersuchung geht der Frage nach, welche Leistungen Corporate Venture Capital- und Venture Capital-Gesellschaften neben der Bereitstellung von Kapital für ihre Portfoliounternehmen erbringen. Dabei soll in dieser Untersuchung die Frage aus der Sicht der finanzierten Portfoliounternehmen beantwortet werden. Dabei können die Ziele der Untersuchung mit den folgenden vier Forschungsfragen umschrieben werden:

- 1) Mit welchen Erwartungen, v. a. hinsichtlich der Zusatzleistungen, gehen PU in eine Partnerschaft mit einer CVC- oder VC-Gesellschaft und werden diese Erwartungen erfüllt?
- 2) Welche Vorteile können sich durch eine Partnerschaft mit einer CVC-Gesellschaft für das PU ergeben und können diese Unterstützungsleistungen auch durch unabhängige VC-Gesellschaften erbracht werden?
- 3) Wirkt sich die Zusammenarbeit mit einer CVC- oder VC-Gesellschaft – insbesondere durch das Vorhandensein von nicht-finanziellen Zusatzleistungen - auf den Erfolg des PU aus?
- 4) Welche Implikationen können aus den Ergebnissen der vorliegenden Untersuchung für die Praxis abgeleitet werden?

Die Untersuchung soll des Weiteren dazu beitragen, die Stärken und Schwächen von CVCG und VCG in Bezug auf die Managementunterstützung der finanzierten PU aufzuzeigen. Ein weiterer Schwerpunkt der Arbeit liegt neben der Managementunterstützung auf der Betrachtung einer Corporate Venture Capital-Finanzierung, die sich in einigen Teilbereichen von einer Finanzierung durch eine unabhängige Venture Capital-Gesellschaft unterscheiden kann. Zum Phänomen Corporate Venture Capital wurden des Weiteren bisher sehr wenige wissenschaftliche Untersuchungen im deutschsprachigen Raum durchgeführt, was ebenfalls eine genauere wissenschaftliche Betrachtung rechtfertigt.³⁵

³⁵ Siehe hierzu auch die Ausführungen in Abschnitt 1.1.2.

1.3 Gang und Aufbau der Untersuchung

Die im vorherigen Abschnitt dargelegten Untersuchungsziele deuten die für die vorliegende Arbeit wesentlichen Problemfelder an. Die Struktur der Arbeit wird dabei durch wissenschaftstheoretische Überlegungen, eine Literaturanalyse sowie die empirische Auswertung getragen, welche schließlich in Form von Schlussfolgerungen, die entweder empirisch oder durch Literatur- und Plausibilitätsanalysen abgesichert wurden, verdichtet werden.

Der Aufbau der Arbeit wird in Abb. 1-2 dargestellt. Aufbauend auf die Einleitung in Kapitel 1 werden in *Kapitel 2* die Definition von Venture Capital (VC), Corporate Venture Capital (CVC) und jungen, innovativen Unternehmen als Nachfrager nach Beteiligungskapital dargelegt. Des Weiteren werden die historische Entwicklung von VC und CVC, die Zielstellungen der Beteiligungskapitalgeber und –nehmer sowie die Gestaltungsmöglichkeiten von VC- und CVC-Finanzierungen aufgezeigt. Ein Schwerpunkt wird hierbei speziell auf die CVC-Finanzierung gelegt, da sich dieser Bereich der Beteiligungskapital- bzw. Venture Capital-Finanzierung durch einige Besonderheiten auszeichnet und in der Literatur bisher nur in einem untergeordneten Ausmaß behandelt wurde.

In *Kapitel 3* wird auf die wissenschaftstheoretische Einordnung von Corporate Venture Capital eingegangen. Dabei werden theoretische Ansätze, die sich zur Erklärung des Phänomens Corporate Venture Capital eignen, kurz dargelegt. Ausführlich werden in diesem Zusammenhang die Agency-Theorie sowie der ressourcenbasierte Ansatz (resource-based view) erläutert.

Der Stand der Forschung zu Managementunterstützungsleistungen durch VCG und CVCG wird in *Kapitel 4* im Rahmen einer ausführlichen Literaturanalyse dargestellt. Aufbauend auf die Literaturanalyse sowie die Zielstellung der vorliegenden Arbeit werden die Forschungsfragen und Hypothesen zu den Erwartungen der PU, den Ausprägungen sowie der Erfolgswirkung der Managementunterstützungsleistungen durch die Beteiligungskapitalgeber aufgestellt.

In *Kapitel 5* werden zunächst die erhebungsmethodischen Aspekte der Untersuchung dargelegt. Hierbei wird auf das Erhebungsdesign und –instrument, den Aufbau des Fragebogens und das Vorgehen bei der Datenerhebung eingegangen. Des Weiteren werden die Charakteristika der eigenen Stichprobe erläutert und Rückschlüsse zur Repräsentativität der Stichprobe gezogen. Der Darlegung der erhebungsmetho-

dischen Aspekte schließt sich die empirische Auswertung der gewonnenen Daten auf der Basis der in Kapitel 4 aufgestellten Forschungsfragen und Hypothesen an. Eine Zusammenfassung der Ergebnisse der eigenen Stichprobe schließt dieses Kapitel ab.

Kapitel 6 stellt schließlich die Schlussfolgerungen aus den Ergebnissen der vorangegangenen Analysen zusammen. Dabei werden Implikationen sowohl für Portfolionunternehmen und Unternehmensgründer als auch für Corporate Venture Capital- und Venture Capital-Gesellschaften abgeleitet. Abgeschlossen wird dieses Kapitel mit einem Überblick auf Ansatzpunkte für zukünftige empirische Forschungsarbeiten in diesem Bereich.

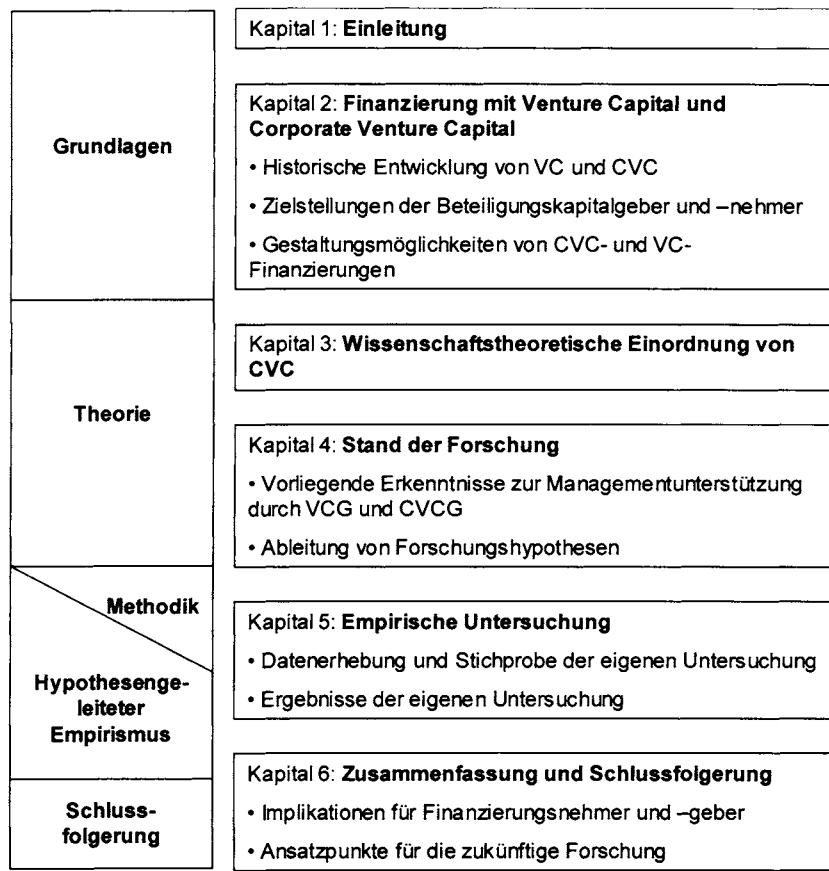


Abb. 1-2: Struktur der Arbeit

Quelle: Eigene Darstellung.

2 Finanzierung mit Venture Capital und Corporate Venture Capital

Dieses Kapitel verfolgt mehrere Ziele. Zu Beginn werden die Begriffe Venture Capital und Corporate Venture Capital sowie junge, wachstumsorientierte und innovative Unternehmen definiert. Daneben werden verwandte Konzepte, die meist aus dem angloamerikanischen Raum stammen, vom Venture Capital-Konzept abgegrenzt.

Anschließend wird der Gesamtmarkt für Venture Capital betrachtet. Neben dem deutschen Markt wird auch der US-amerikanische Markt betrachtet, da es sich bei ihm um den weltweit am weitesten entwickelten Venture Capital-Markt handelt.

Nach einer kurzen Abhandlung zu weiteren Finanzierungsmöglichkeiten für junge, innovative Unternehmen werden wichtige Faktoren, die junge Unternehmen für eine Venture Capital-Finanzierung mitbringen sollten, dargelegt.

Aufbauend auf den ersten Teil dieses Kapitels wird im zweiten Teil der Markt für Corporate Venture Capital und die Gestaltungsmöglichkeiten von Venture Capital- und Corporate Venture Capital-Finanzierungen dargelegt und gegenübergestellt.

In den folgenden Kapiteln werden dabei für die Begriffe Venture Capital und Corporate Venture Capital häufig die beiden Abkürzungen VC bzw. CVC benutzt.

2.1 Begriffsdefinition von Venture Capital und Corporate Venture Capital und Abgrenzung zu verwandten Gebieten

Die beiden Finanzierungsformen Venture Capital und Corporate Venture Capital bauen, wie schon aus deren Begrifflichkeit zu erkennen, aufeinander auf. Deshalb wird im ersten Teil dieses Abschnittes der Begriff Venture Capital abgegrenzt. Nach einem Überblick über dem VC und CVC verwandten Begriffen wird eine für die vorliegende Arbeit sinnvolle Definition für Corporate Venture Capital herausgearbeitet.

2.1.1 Venture Capital

Der Begriff Venture Capital stammt aus dem englischsprachigen Raum und wurde im Laufe der 70er Jahre durch *Nathusius*³⁶ in der deutschsprachigen wissenschaftlichen Literatur eingeführt. Bis heute gibt es jedoch in Deutschland kein einheitliches Begriffsverständnis.³⁷ Daneben kamen im Laufe der sechziger und siebziger Jahre auch die Begriffe „Risikokapital“³⁸ und „Wagniskapital“³⁹ auf, die jedoch heute kaum mehr gebräuchlich sind.⁴⁰ Allzu freie Übersetzungen von Venture Capital, wie etwa „Wagniskapital“, können auch zu verschiedenen Missverständnissen führen, da sie zu der Vorstellung beitragen können, dass diese Finanzierungsform extrem risikobehaftet oder gar unkalkulierbar sei⁴¹, was bei einem professionellen Management in aller Regel nicht zutrifft. Bei einer VC-Finanzierung besteht neben einem gewissen Risiko auch eine große Chance auf überdurchschnittliche Gewinne.⁴²

Die Begriffe „Kapitalbeteiligungsgesellschaft“ (KBG) und „Venture Capital-Gesellschaft“ (VCG) können nach Schefczyk als Synonyme verwendet werden, da VC-Gesellschaften sowohl in frühe als auch in späte Phasen⁴³ investieren und nicht nur besonders innovative Unternehmen, sog. Hochtechnologieunternehmen, finanzieren.⁴⁴

³⁶ Vgl. Nathusius (1979a), S. 194 ff.

³⁷ Vgl. Leopold/Frommann (1998), S. 4 f. und Schefczyk (2004), S. 17 f.

³⁸ Der Begriff „Risikokapital“ wurde sehr stark durch Albach geprägt, der unter dem Begriff Risikokapital verstand, „für das keine Rückzahlungsverpflichtung ... [und] kein Kündigungsrecht des Gläubigers besteht, für das kein fester Zinsanspruch vereinbart wird und das im Konkursfall verloren ist“; Albach (1983), S. 6.

³⁹ Der Begriff „Wagniskapital“ wurde von Hartmann als „... die Bereitstellung und unternehmerische Betreuung von Beteiligungskapital für Innovationen in einem Stadium mit noch großen Risiken, aber stark anwachsenden Erträgen“ definiert; Hartmann (1974), S. 74.

⁴⁰ Aufgrund der Professionalisierung des deutschen Venture Capital-Marktes und der verstärkten Auseinandersetzung mit dem Thema Venture Capital in der Wissenschaft sind die Begriffe Wagnis- und Risikokapital heute nicht mehr gebräuchlich.

⁴¹ Vgl. hierzu Leopold/Frommann (1998), S. 4 f.

⁴² Vgl. Klemm (1988), S. 27 ff.

⁴³ Unter frühen Finanzierungsphasen versteht man die Seed-, Startup- und Expansion-Stage. Unter späten Phasen die MBO/MBI-, Bridge- und Turnaround-Stage; teilweise wird auch die Expansion-Stage zu den späten Phasen gezählt, die Seed- und Startup-Phase wird teilweise auch als Early-Stage bezeichnet; vgl. hierzu die Ausführungen in Kap. 2.3.1.

⁴⁴ Vgl. Schefczyk (2004), S. 19; die synonome Verwendung der Begriffe KBG und VCG wird auch durch die Definition des Bundesverbandes Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften e. V. (BVK) gestützt; vgl. hierzu BVK e. V. (2002); Eine gegensätzliche Auffassung wird von Perridon/Steiner vertreten; vgl. Perridon/Steiner (1995), S. 330 f.

Abzugrenzen vom Venture Capital-Begriff ist der in den USA und auch teilweise in Deutschland verwendete Begriff des „Private Equity“. Nach Gompers/Lerner fallen unter den Begriff Private Equity Organisationen, die sich mit Venture Capital, Leveraged Buy-outs (LBO), Mezzanine-Finanzierung und hybriden Formen, wie etwa Venture Leasing oder Venture Factoring, beschäftigen.⁴⁵ Dagegen verstehen diese beiden Autoren Venture Capital als unabhängig gemanagte, dedizierte Kapitalan- sammlung, die als Eigenkapital- oder eigenkapitalähnliche Investition nicht- börsennotierten, stark wachsenden Unternehmen zur Verfügung gestellt wird.⁴⁶ Auch die EVCA schließt sich in ihrer Definition dieser Unterscheidung an, da sie „Buyouts“ und „Generalists“ nicht dem Venture Capital-, sondern dem Private Equity-Bereich zuordnet.⁴⁷

Bygrave/Timmons stellen auch eine deutliche Veränderung im VC-Bereich fest, was ebenfalls zu den unterschiedlichen Begriffsauflassungen mit beigetragen hat. Sie sehen die Entwicklung im Venture Capital-Business teilweise mit gemischten Gefühlen, da sich die Entwicklung von den klassischen Fähigkeiten der Wertschaffung und –erhaltung, hin zu einer investmentorientierten Haltung, die sich manchmal an schnellen Gewinnen orientiert, verändert hat.⁴⁸

Die gängigen Venture Capital-Definitionen unterscheiden sich hauptsächlich (1) nach deren Phasenorientierung, (2) nach deren Branchenorientierung, (3) nach der Art der Gewinnerzielung und (4) nach den Leistungen für das Portfoliounternehmen (PU).⁴⁹

⁴⁵ Gompers/Lerner (2000), S. 347.

⁴⁶ Vgl. Gompers/Lerner (2000), S. 4 f. und S. 349.

⁴⁷ Vgl. EVCA (2001), S. 7 f. sowie die Jahrbücher der EVCA; u. a. EVCA (2000a); diese Ansicht vertritt auch Nathusius (2001), S. 54; im Gegensatz hierzu gehen Leopold/Frommann von einer Deckungsgleichheit der beiden Begriffe aus, vgl. Leopold/Frommann (1998), S. 8; EVCA = European Venture Capital Association.

⁴⁸ Vgl. u. a. Bygrave/Timmons (1992), S. 31 f.

⁴⁹ Vgl. Gerke (1974) und Juncker/Schlegelmilch (1976); zitiert nach Perridon/Steiner (1995), S. 330 f.

Im Rahmen der vorliegenden Arbeit soll allerdings die folgende Venture Capital-Definition, die sich durch die folgenden Charakteristika kennzeichnen lässt, Anwendung finden:⁵⁰

- Bei einer Venture Capital-Finanzierung handelt es sich um eine Eigenkapital- und/oder eigenkapitalähnliche Finanzierung für kleine und mittlere, nicht börsennotierte, wachstumsorientierte Unternehmen (Eigenkapitalfinanzierung).
- Im Normalfall gehen die VCG Minderheitsbeteiligungen⁵¹ ein, damit der Charakter eines selbständigen Portfoliounternehmens bestehen bleibt (Minderheitsbeteiligung).
- Die VCG beteiligt sich an jungen Unternehmen zeitlich befristet, in der Regel 5 bis 10 Jahre (zeitlich befristetes Engagement).
- VCG vereinbaren normalerweise umfangreiche, über ihren Kapitalanteil hinausgehende Kontroll- und Mitspracherechte, v. a. bei strategischen Entscheidungen, um zu gewährleisten, dass sich das finanzierte Unternehmen im Sinne des Kapitalgebers verhält (umfangreiche Kontroll- und Mitspracherechte).
- Neben der Finanzierung berät die VCG auch das PU bei wichtigen Managementfragen, um zu einer Werterhaltung bzw. -steigerung des jungen Unternehmens beizutragen (Managementunterstützung).

Im Folgenden soll kurz auf die Entwicklung des amerikanischen und deutschen VC-Marktes eingegangen werden, um darauf aufbauend den Corporate Venture Capital-Begriff zu entwickeln. Da der CVC-Markt Teil des Venture Capital-Marktes ist und der US-amerikanische Markt eine längere Geschichte sowie ein größeres Volumen vorweisen kann, werden hauptsächlich diese beiden Märkte in die Betrachtung mit einbezogen.

Vorläufer der heutigen Venture Capital-Finanzierungen waren u. a. die von der spanischen Königin Isabella unterstützte „Entdeckungsreise nach Indien“, auf der Christopher Columbus im 15. Jahrhundert den amerikanischen Kontinent entdeckte.⁵²

⁵⁰ Vgl. Schefczyk (2004), S. 21 f.; Ähnliche Definitionen lassen sich bei Albach et al. (1986), S. 166, Fendel (1987), S. 14 ff., Klemm (1988), S. 27 ff., Laub (1985), S. 8 ff., Nathusius (2001), S. 54 f., und Weimerskirch (1999), S. 9 ff. sowie die dort genannten weiteren *Literaturquellen* finden. Nathusius unterscheidet allerdings in Venture Capital im engeren Sinne und VC im weiteren Sinne.

⁵¹ Anteil am Eigenkapital des Unternehmens < 50%.

⁵² Vgl. Wyss (1991), S. 14 ff.

2.1.1.1 Historische Entwicklung in den USA

Die ersten Anfänge einer VC-Bewegung sind in den USA in den dreißiger Jahren des 20. Jahrhunderts zu beobachten gewesen. Nach Beendigung des zweiten Weltkrieges gründeten einige betuchte Familien, wie etwa die Rockefellers oder die Whitneys, erste Venture Capital-Gesellschaften.⁵³ Neben dieser durch reiche Familien bzw. Einzelpersonen initiierten Entwicklung sollte v. a. die Gründung der „American Research und Development Association“ (ARD) im Jahre 1946 durch General George Doriot, Professor an der Harvard Business School, erwähnt werden, da die ARD oftmals als erste institutionelle und unabhängige Venture Capital-Gesellschaft nach heutigem Verständnis bezeichnet wird.⁵⁴

Neben der ARD müssen sicherlich die staatlich initiierten „Small Business Innovation Companies“ (SBIC) genannt werden, private Beteiligungsgesellschaften, die neben dem Zugang zu staatlich garantiertem Kapital auch Mittel aus anderen Quellen für ihre Fonds einwerben durften.⁵⁵ Diese SBIC dominierten im Laufe der sechziger Jahre den US-amerikanischen VC-Markt, verloren allerdings ab den siebziger Jahren bis in die heutige Zeit stetig an Bedeutung.⁵⁶

In den siebziger Jahren entstanden aber auch die bis heute bekannten Cluster an der West- und Ostküste der Vereinigten Staaten von Amerika, die sich auch auf den VC-Bereich auswirkten. Im Silicon Valley, der Gegend südlich von San Francisco, sowie an der Route 128 nahe Boston⁵⁷ „... entstand dieser „besondere Humus“ aus unternehmerischem Elan, neuen Ideen, wissenschaftlicher Unterstützung und finanziellem Wagemut potenter Investoren, den man außerhalb der USA immer wieder, wenn auch ohne durchschlagenden Erfolg, ebenfalls zu entwickeln versucht hat“.⁵⁸

Weiterhin trug die Einführung des Börsensegments „NASDAQ“⁵⁹ im Jahre 1971, das sich speziell für kleine und mittlere, technologieorientierte Unternehmen anbot, zur weiteren Verbesserung des VC-Geschäfts durch die Schaffung eines zusätzlichen

⁵³ Vgl. Dominguez (1974), S. 37 ff.

⁵⁴ Vgl. Dominguez (1974), S. 47 ff., Leopold/Frommann (1998), S. 220; Bygrave/Timmons gehen sehr breit auf die Entwicklung der ARD ein, vgl. Bygrave/Timmons (1992), S. 17 ff.

⁵⁵ Vgl. Leopold/Frommann (1998), S. 221 ff.

⁵⁶ Vgl. Lerner (2000).

⁵⁷ Vgl. Klemm (1988), S. 133.

⁵⁸ Leopold/Frommann (1998), S. 222.

⁵⁹ NASDAQ = National Association of Securities Dealers Automated Quotation System. Die Einführung der NASDAQ ermöglichte VC-Gesellschaften die Veräußerung ihrer Anteile an jungen Unternehmen mittels Initial Public Offering (IPO = Börsengang) an der Börse.

Exit-Kanals bei⁶⁰. Trotzdem kam es 1973 aufgrund einer Schwäche der Aktienmärkte zu einem vorläufigen Einbruch des VC-Geschäfts.⁶¹

Ende der siebziger Jahre führte die Verringerung des Steuersatzes auf Veräußerungsgewinne zu einer weiteren Belebung des VC-Bereiches. Daneben sorgten weitere staatliche Maßnahmen, wie das „Prudent Man Rule“⁶² im Jahre 1979, für bessere Voraussetzungen auf der VC-Kapitalgeberseite.⁶³

Die gute wirtschaftliche Entwicklung in den siebziger und achtziger Jahren trug ihr übriges zur positiven Entwicklung des VC-Marktes bis etwa 1987 bei. Nach einer kurzen Abschwächung des Geschäfts, was sich hauptsächlich beim Fundraising⁶⁴ bemerkbar machte, wuchsen die Investitionen in neue Portfoliounternehmen ab dem Jahre 1994 (bis ins Jahr 2000) stetig an.⁶⁵ In den Jahren 1996 bis 2000 heizte sich die Stimmung am VC-Markt ständig an, da sich besonders der für Venture Capitalisten renditeträchtige Exitkanal IPO (Börsengang) sehr gut entwickelte. Durch einen Gründerboom und durch die Entwicklung des Internets getrieben, wurde diese Entwicklung noch verstärkt.⁶⁶ Von dieser Entwicklung profitierten auch die VC-Gesellschaften und deren Investoren, die in dieser Zeit ihre Renditen sehr stark steigern konnten und in der Performance auch deutlich besser abschlossen als die Börsenindices S&P 500 und NASDAQ.⁶⁷

Als Hauptgrund für den Abschwung im VC-Markt ab der zweiten Jahreshälfte 2000 kann hauptsächlich das „Platzen der Börsenblase“ gesehen werden, was zu einer

⁶⁰ Allerdings war der große Erfolg der NASDAQ erst in den 90er Jahren zu verzeichnen. Vgl. Leopold/Frommann (1998), S. 227.

⁶¹ Vgl. Gompers/Lerner (1998), S. 7.

⁶² Das „Prudent Man Rule“ ermöglichte es Pensionsfonds, einen größeren Anteil in VC-Geschäfte zu investieren. Dies führte dazu, dass Pensionsfonds ein wichtiger Kapitalgeber für VC-Fonds in den USA wurden, und dies bis heute immer noch sind. Vgl. NVCA (2002), S. 21 ff.

⁶³ Vgl. Gompers/Lerner (1998), S. 7.

⁶⁴ Als Fundraising wird die Kapitalsuche und -aufnahme von VC-Fonds, bei hauptsächlich institutionellen Anlegern, bezeichnet.

⁶⁵ Vgl. hierzu Abb. 2-2.

⁶⁶ Am Beginn dieser steilen Aufwärtsbewegung ab dem Jahre 1994 stand z. B. der Börsengang von Netscape im Jahre 1995; vgl. hierzu Mackewicz & Partner (Hrsg.) (2000), S. 8.

⁶⁷ Vgl. NVCA (2002), S. 14 f.; Die über 5 Jahre gemittelten Renditen (IRR = Internal Rate of Return) entwickelten sich im Branchendurchschnitt von 11,2% im Jahre 1993 auf ihren bisherigen Höchststand von 47,5% im Jahre 2000. Die Renditen im Jahre 2001 waren jedoch auf Jahresbasis deutlich im zweistelligen negativen Bereich.

Konsolidierung im VC-Geschäft führte. Diese Tendenzen lassen sich durch die Statistiken der NVCA sehr deutlich erkennen.⁶⁸

Die auf den vorherigen Seiten dargestellte Entwicklung des US-amerikanischen Venture Capital-Marktes lässt sich sehr gut anhand des Investitionsvolumens, d. h. der Summe, die VC-Gesellschaften tatsächlich in junge Unternehmen investiert haben, ablesen. Dort sind auch die auf den vorherigen Seiten erwähnten Einflüsse auf die Entwicklung teilweise sehr deutlich sichtbar.⁶⁹ Neben dem Investitionsvolumen spielen weitere Parameter, wie z. B. die Investorenstruktur, das verfügbare Kapital, die Phasen- sowie die Branchenorientierung, eine wichtige Rolle, v. a. natürlich für die jungen Unternehmen als Kapitalnachfrager.⁷⁰

⁶⁸ NVCA (2002), S. 11 ff. Der Exitkanal IPO konnte schon im Jahre 2001 nicht mehr so viele VC-finanzierte Unternehmen aufnehmen wie im Vorjahr. In den Jahren 2001 und 2002 (vgl. VentureOne Database) brach der Exitkanal Börse völlig ein. Dadurch mussten die VC-Gesellschaften ihre Beteiligungen über andere Exitwege, die i. d. R. weniger renditeträchtig waren, absetzen oder ihre Beteiligungen ganz abschreiben.

⁶⁹ Vgl. hierzu Abb. 2-1.

⁷⁰ Vgl. NVCA (2002), S. 31 ff.

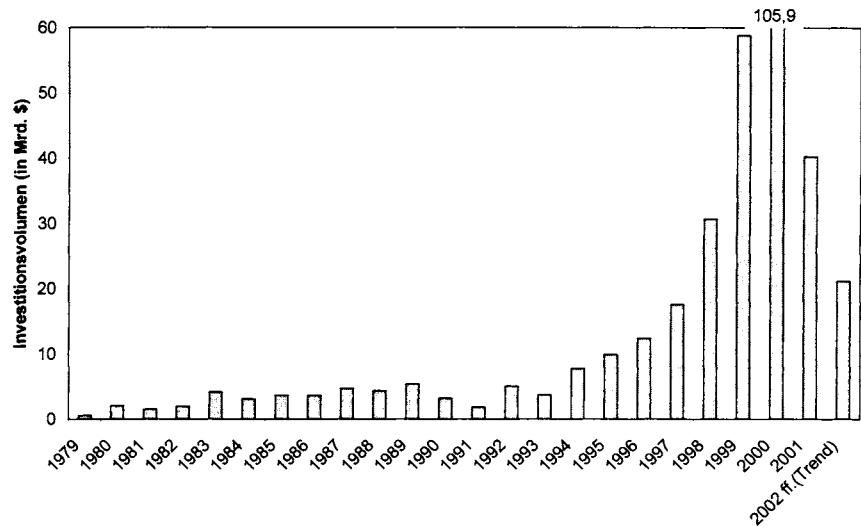


Abb. 2-1: Entwicklung des US-amerikanischen VC-Marktes von 1979 bis 2002
Quelle: NVCA (2002), S. 11 und VentureOne Database (2003)⁷¹.

2.1.1.2 Historische Entwicklung in Deutschland

Die Entwicklung des deutschen VC-Marktes ist im Gegensatz zur Entwicklung des US-amerikanischen Marktes durch eine kürzere Geschichte und ein niedrigeres Gesamtniveau gekennzeichnet, was die folgenden Ausführungen verdeutlichen werden.

Die Entwicklung begann in den sechziger Jahren mit der Gründung einiger Kapitalbeteiligungsgesellschaften.⁷² Diese Gesellschaften stellten allerdings nur etablierteren Unternehmen Eigenkapital zur Verfügung. Dies erscheint kaum verwunderlich, da diese Gesellschaften von Banken und Sparkassen gegründet wurden, die aufgrund ihres Auftrages i. d. R. relativ risikoavers am Markt agieren. Investitionen in jüngere technologieorientierte Unternehmen wurden erstmals im Laufe der siebziger Jahre vorgenommen. 1975 wurde die Deutsche Wagnisfinanzierungsgesellschaft (WFG) gegründet, die durch einen Risikobeteiligungsvertrag vom deutschen Staat gefördert

⁷¹ Die Datenbank VentureOne wird von der Unternehmensberatungsgesellschaft PriceWaterhouseCoopers betrieben und ist im Internet unter <http://www.pwcmoneytree.com> zugänglich. Hier werden Daten zu den VC-Investitionen in den USA dargestellt.

⁷² Vgl. BertelsmannValley (Hrsg.) (2001), S. 16 f. und Leopold/Frommann (1998), S. 43 ff.

wurde.⁷³ Die WFG stellte ihre Investitionstätigkeit im September 1984 ein und wurde danach von zwei Nachfolgegesellschaften im Jahre 1984 sowie 1988 übernommen, bevor sie 1991 aufgelöst wurde.⁷⁴ Die WFG kann jedoch trotz ihres kaum messbaren finanziellen Erfolges als ein wichtiges „Mosaiksteinchen“ im Rahmen des Aufbaus eines deutschen VC-Marktes bezeichnet werden.⁷⁵ Von einem institutionalisierten Kapitalmarkt kann man allerdings erst ab Anfang der achtziger Jahre sprechen.⁷⁶

Mit dem Gesetz über Unternehmensbeteiligungsgesellschaften (UBGG) wurde 1986 ein gesetzlicher Rahmen für eine Gruppe von VC-Gesellschaften geschaffen, die sich speziellen gesetzlichen Vorschriften und einer behördlichen Aufsicht unterwerfen mussten.⁷⁷ Neben den Vorteilen der Befreiung von der Gewerbesteuer sowie eines Bezeichnungsschutzes müssen aber einige, teilweise sehr restriktive Vorschriften eingehalten werden.⁷⁸ Einen großen Durchbruch im VC-Geschäft schaffte das Gesetz über Unternehmensbeteiligungsgesellschaften aufgrund dieser restriktiven Vorschriften bis heute nicht.

Mit der Schaffung des Bundesverbandes Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften (BVK) im Jahre 1988 und der Verschmelzung mit dem 1987 gegründeten Deutschen Venture Capital-Verband (DVCV) wurde ein Verband geschaffen, der sich um die Lobby-Arbeit für seine Mitglieder kümmern konnte und nicht zuletzt durch den Auf- und Ausbau einer Branchenstatistik zu einer Professionalisierung im VC-Geschäft beiträgt.⁷⁹

Nach einer Konsolidierung bzw. einer Verlangsamung des Marktwachstums zu Beginn der neunziger Jahre begann im Jahre 1997 ein sehr starker Aufwärtstrend.⁸⁰ Als Gründe für diesen Aufwärtstrend sind (1) die Einführung des Börsensegmentes „Neuer Markt“ als zusätzlicher attraktiver Exit-Option für VC-Gesellschaften, (2) die Entwicklung und v. a. die Reifung des „Internet“ sowie eines Gründungsbooms im

⁷³ Weitere ausführliche Informationen zur Deutschen Wagnisfinanzierungsgesellschaft finden sich bei Laub (1985), S. 108 ff.

⁷⁴ Vgl. Schefczyk (2004), S. 113 ff.

⁷⁵ Vgl. Leopold/Frommann (1998), S. 60 f.

⁷⁶ Vgl. Frommann (1993), S. 12.

⁷⁷ Vgl. Schefczyk (2000), S. 73 ff. sowie die dort genannten weiteren Literaturquellen. Schefczyk geht hier auf alle wichtigen Regelungen sowie auf die Kritikpunkte an diesem Gesetz sowie auf die beiden Novellierungen von 1994 und 1998 ein.

⁷⁸ Vgl. Leopold/Frommann (1998), S. 66 ff.

⁷⁹ Vgl. Leopold/Frommann (1998), S. 73 ff.

⁸⁰ Vgl. hierzu Abb. 2-2.

Hightech-Bereich und (3) die staatliche Förderung und Risikoübernahme⁸¹ zu sehen.⁸²

Diese Triebkräfte der VC-Marktentwicklung zum Ende des 20. Jahrhunderts sind auch teilweise als Ursache für den Markteinbruch bzw. die Konsolidierung ab dem Jahr 2001 zu sehen. Durch das „Platzen der Spekulationsblase“ am Neuen Markt konnten in der Folge keine jungen VC-finanzierten Unternehmen mehr über diesen renditeträchtigen Desinvestitionskanal⁸³ veräußert werden. Daneben wurden auch die staatlichen Fördermaßnahmen eingeschränkt.⁸⁴

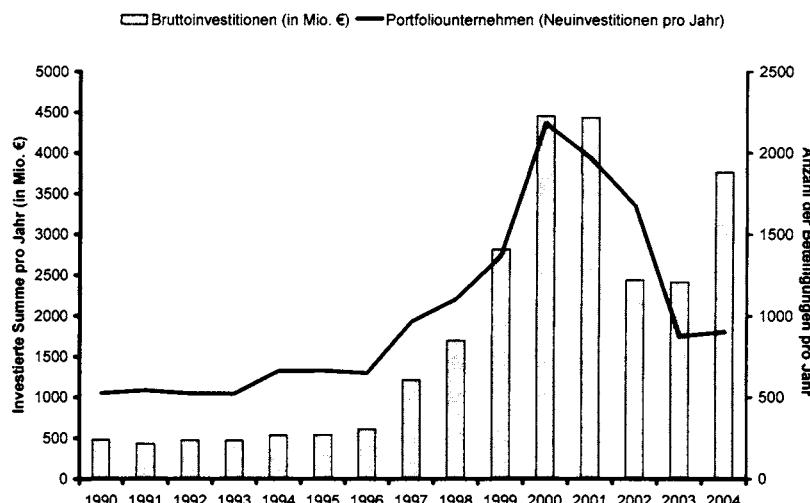


Abb. 2-2: Entwicklung des deutschen VC-Marktes von 1990 bis 2004

Quelle: BVK e. V. (2005), Anhang, S. 59 ff.

Neben der absoluten Bedeutung des jeweiligen VC-Marktes sollte aber auch die relative Bedeutung eines VC-Marktes, die sich am Anteil des Beteiligvolumens am Bruttonsozialprodukt deutlich erkennen lässt, betrachtet werden. Hierzu wurden im Rahmen der folgenden Abbildung⁸⁵ die Länder Deutschland und USA sowie Europa

⁸¹ Nähere Information zu staatlichen Fördermaßnahmen im VC-Umfeld siehe bei Schefczyk (2004), S. 103 ff.

⁸² Vgl. DB Research (Hrsg.) (2002), S. 1.

⁸³ Im Jahre 2000 wurden noch mehr als 130 Unternehmen an den Neuen Markt gebracht, wohingegen im Jahre 2001 weniger als 10 und im Jahr 2002 kein Unternehmen an diesen Markt gebracht wurde. Vgl. Deutsche Börse (2003), <http://www.neuer-markt.de>.

⁸⁴ Vgl. DB Research (Hrsg.) (2002), S. 6 f.

⁸⁵ Vgl. hierzu Abb. 2-3.

als Vergleichsmaßstab ausgewertet. Hierbei wird noch ein gewisses Potential des deutschen VC-Marktes im Vergleich zum US-amerikanischen Markt deutlich, was allerdings deutlich geringer ausfällt, als wenn man die Investitionsvolumina der beiden Länder miteinander vergleichen würde⁸⁶.

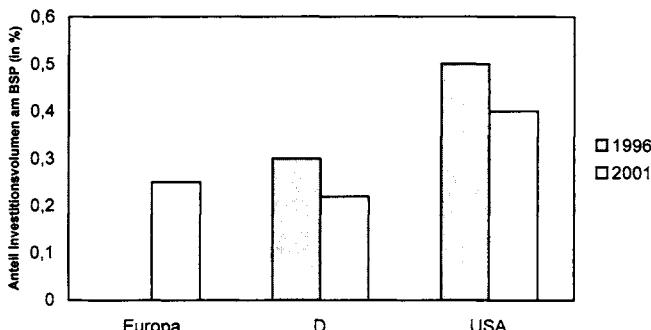


Abb. 2-3: Der deutsche VC-Markt im internationalen Vergleich

(Anteil des Beteiligungsvolumen 1996 bzw. 2001 in % des Bruttonsozialproduktes)

Quelle: EVCA (2002), S. 63; Weimerskirch (1998), S. 12; NVCA (2002), eigene Berechnungen.

2.1.2 Corporate Venture Capital

Aufbauend auf die Venture Capital-Definition aus Kapitel 2.1.1 soll in diesem Kapitel der Corporate Venture Capital-Begriff definiert werden. Im Umfeld des Corporate Venture Capital bestehen einige weitere, hauptsächlich angloamerikanisch geprägte Konzeptionen, die eine Beziehung zum CVC haben. Diese sollen ebenfalls im Rahmen dieses Kapitels erfasst und vom CVC-Begriff abgegrenzt werden. Diese Abgrenzung ist aufgrund der sich teilweise überschneidenden Verwendung der Begriffe vonnöten⁸⁷, um die vorhandenen Untersuchungen sinnvoll einordnen zu können.

⁸⁶ Vergleicht man diese Zahlen allerdings mit denen des britischen VC-Marktes, so fällt sowohl der US-amerikanische als auch der deutsche Markt zumindest relativ zum Bruttonsozialprodukt deutlich kleiner aus. Ursachen für diese unterschiedlichen Marktgrößen zwischen Deutschland und den USA sowie einigen weiteren europäischen Nationen diskutieren z. B. Schefczyk (2004), S. 122 ff. und Weimerskirch (1999), S. 12 ff.

⁸⁷ Vgl. Schween (1996), S. 16 ff.

An dieser Stelle soll die organisatorische Struktur einer VC- und CVC-Investition grafisch dargestellt werden, da diese für das Verständnis der nachfolgenden CVC-Definition wichtig erscheint.⁸⁸ Dabei wurde eine vereinfachte grafische Darstellung zur Verdeutlichung der grundlegenden organisatorischen Struktur sowohl im VC- als auch im CVC-Fall gewählt.

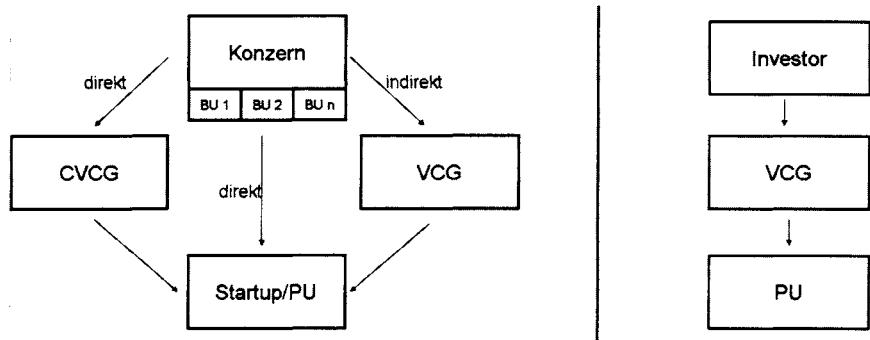


Abb. 2-4: Vereinfachtes Modell der Möglichkeiten einer CVC- und einer VC-Finanzierung

Quelle: eigene Darstellung.

(Erläuterung der verwendeten Abkürzungen: BU = Business Unit oder Geschäftseinheit; CVCG = Corporate Venture Capital-Gesellschaft; VCG = Venture Capital-Gesellschaft; PU = Portfoliounternehmen; „direkt“ bzw. „indirekt“ auf den Pfeilen bezeichnen die jeweilige Form der Investition)

Beim Corporate Venture Capital (CVC) handelt es sich um ein strategisch orientiertes Finanzierungskonzept, das unmittelbar auf dem Venture Capital-Ansatz aufbaut.⁸⁹ Beim CVC werden die finanziellen Mittel allerdings schwerpunktmäßig von Industrie- oder Dienstleistungsunternehmen zur Verfügung gestellt.⁹⁰ Neben der Unterscheidung von VC-Gesellschaften in Universalbeteiligungsgesellschaften, öffentlich geförderte Kapitalbeteiligungsgesellschaften und Unternehmensbeteiligungsgesellschaften können die deutschen VCG nach ihrer Eigentümerstruktur in „captive“-,

⁸⁸ Vgl. hierzu Abb. 2-4. Aufgrund des fehlenden Einflusses auf eine externe VC-Gesellschaft ist bei der indirekten Finanzierung eines PU über eine unabhängige VC-Gesellschaft die Möglichkeit zur Nutzung strategischer Ziele weniger stark gegeben als bei direkter Investition (aus der Sicht eines MU) über eine konzerneigene CVC-Gesellschaft bzw. als Ad-hoc-Investition des Investors, da hierzu eine enge Kooperation erforderlich ist. Diese Kooperation ist mit einer konzernfremden VC-Gesellschaft schwieriger zu verwirklichen.

⁸⁹ Vgl. Schween (1996), S. 18 f.

⁹⁰ Vgl. Hardenberg (1989), S. 78 ff.

„semi-captive“- und „independent“-Gesellschaften unterschieden werden.⁹¹ CVC-Gesellschaften haben dabei i. d. R. eine „captive“-Struktur, d. h. sie haben einen Mehrheitseigentümer, meist sogar nur einen einzelnen Eigentümer, das sog. Mutterunternehmen.

Ein wichtiger Ansatz des CVC ist die strategische Orientierung des Kapitalgebers, der neben einem finanziellen Ertrag aus seinem Engagement, v. a. einen strategischen „Ertrag“ aus der Partnerschaft mit dem jungen Unternehmen ziehen möchte.⁹² Als strategische Ziele kann der Kapitalgeber u. a. die Stimulierung der eigenen Nachfrage durch Produkte des Portfoliounternehmens, das Erkennen und Nutzen von neuen Technologien für eigene Produkte oder die Schaffung eines neuen, zukunftsprächtigen, aber noch risikobehafteten Marktes ins Auge fassen.⁹³

Neben der finanziellen Unterstützung sowie der Managementunterstützung durch die CVC-Gesellschaft oder -Einheit wird den Portfoliounternehmen im Allgemeinen auch eine darüberhinausgehende Unterstützung durch das Mutterunternehmen (MU), den Kapitalgeber zuteilt.⁹⁴ Dabei kann es sich z. B. um die Nutzung von Absatz- oder Einkaufskanälen des MU handeln.

Um die Definition von Corporate Venture Capital gegenüber verwandten Ansätzen abzugrenzen, soll im Folgenden kurz auf die Konzepte (1) „Intrapreneurship“, (2) „Venture Management“, (3) „Corporate Entrepreneurship“ und (4) „Corporate Venturing“ eingegangen werden.⁹⁵ Diese Konzepte werden im Rahmen der Tabelle 2-1 zusammengefasst und mit dem Konzept des CVC verglichen.

Das von *Pinchot* geprägte „Intrapreneurship“-Konzept ist ein Motivationsansatz, indem Unternehmensmitarbeiter in Eigenverantwortung Innovationen schaffen und diese in kleinen Einheiten zur (Markt)-Reife führen.⁹⁶ *Nielson et al.* gehen in ihrer De-

⁹¹ Vgl. Schefczyk (2004), S. 20 f. und Zemke (1995), S. 81 ff. Schefczyk spricht von „Independent“-Gesellschaften, falls diese über eine breite Eigentümerstruktur verfügen, von „semi-captive“-Gesellschaften, wenn diese von einem kleinen, feststehenden Teilnehmerkreis betrieben werden und von „captive“-Gesellschaften, falls ein Mehrheitseigentümer vorhanden ist.

⁹² Vgl. Kann (2000), S. 2 f., Poser (2003), S. 70 ff., Rind (1994), S. 101, Sykes (1990), S. 39 f. Zum Erfolg von CVC-Investments mit einem starken strategischen Fokus vgl. u. a. Gompers/Lerner (1998), S. 2 ff.

⁹³ Vgl. u. a. Chesbrough (2002), S. 94 ff. Zu weiteren Ausführungen zu den strategischen Zielen des Investors vgl. Kap. 2.2.1.

⁹⁴ Vgl. Winters/Murfin (1988), S. 210 ff.

⁹⁵ Einen anderen Ansatz zum Aufzeigen des Spektrums der möglichen Venture-Strategien für große Unternehmen verfolgt *Roberts*, der sechs verschiedene Venture Strategien nach den Dimensionen „risk/corporate involvement“ sowie „internal/external“ einteilt. Vgl. Roberts (1980), S. 136.

⁹⁶ Vgl. Pinchot (1985), S. ix. *Pinchot* spricht von Intrapreneuren als “dreamer who do”.

finition dagegen lediglich von einer internen Entwicklung aus und nicht von einer Entwicklung bis zur Marktreife.⁹⁷ So soll beim Intrapreneurship durch die Vergabe von internen Projekten, die durch das Engagement einzelner Mitarbeiter initiiert werden, Rahmenbedingungen im Unternehmen geschaffen werden, die zusätzliche Motivation und Kreativität unter den Mitarbeitern hervorrufen.⁹⁸ Diese Maßnahmen sollen Bedingungen schaffen, die denen eines jungen, neu gegründeten Unternehmens ähneln.

Von Venture Management kann gesprochen werden, falls eine unternehmerische Tätigkeit innerhalb eines großen Unternehmens eine Gründung neuer Geschäftseinheiten oder Tochtergesellschaften zum Gegenstand hat, die im Rahmen der geplanten Unternehmensentwicklung „... neue Entwicklungsimpulse und erweiterte Möglichkeitsräume für die Zukunft ...“⁹⁹ schafft. Venture Management kann dabei als eine Führungsform von Grossunternehmen bezeichnet werden, die autonome Venture-Einheiten schafft.¹⁰⁰ Dabei spielt die Nutzung des Synergiegedankens zwischen jungen und reiferen Unternehmen eine wichtige Rolle¹⁰¹, die auch bei CVC-Finanzierungen als Value-added sehr interessant für das Mutterunternehmen als Investor und das Portfoliounternehmen als Kapitalnachfrager sind.

Vom Venture Management ist es dann nur ein kleiner Schritt zum (Internal) Corporate Venturing (CV), das als Umsetzung des Venture Management durch das Bilden von neugegründeten Organisationseinheiten definiert werden kann.¹⁰² Abhängig vom Ansatz des Corporate Venturing wird von einigen Autoren in externes und internes Corporate Venturing unterschieden. Dabei besteht der Unterschied hauptsächlich in der Ausrichtung des Ansatzes. Von internem Corporate Venturing wird gesprochen, falls (1) eine neue Aktivität innerhalb einer (2) existierenden Organisation entsteht, bei der (3) eine größere Unsicherheit und (4) ein größeres Verlustrisiko als im Kern-

⁹⁷ Vgl. Nielson et al. (1985), S. 181 f.

⁹⁸ Vgl. Schween (1996), S. 18. Der Terminus „Intrapreneurship“ ist eine Anlehnung an das in den USA gebräuchliche Wort Entrepreneurship.

⁹⁹ Nathusius (1979b), S. 507.

¹⁰⁰ Vgl. Schollhammer (1982), S. 216 f., Servatius (1988), S. 7 f.

¹⁰¹ Vgl. Schween (1996), S. 20. Schween nennt als Vorteile für junge Unternehmen u. a. die Markt- und Technologieerfahrung sowie finanzielle und sonstige Ressourcen. Als Vorteile für die etablierten Unternehmen nennt er u. a. Flexibilität und geringe Entwicklungskosten durch eine gute Innovationsmotivation. Zur Form des New-style Joint Ventures siehe u. a. Siemer (1991), S. 173 f.

¹⁰² Vgl. Süssmuth Dyckerhoff (1995), S. 64.

geschäft besteht.¹⁰³ Als weitere Charakteristika des CV nennen *Block/MacMillan* (5) die eigenständige Organisation im Rahmen eines Projektes oder einer Einheit sowie (6) die Steigerung von Umsatz, Ertrag, Produktivität und/oder Qualität als Ziel der Aktivität.¹⁰⁴ Im Gegensatz zum internen Corporate Venturing steht beim externen Corporate Venturing die Beziehung bzw. die strategische Partnerschaft zwischen einem großen, etablierten Unternehmen und einem kleineren, jungen Unternehmen im Mittelpunkt.¹⁰⁵ Der Begriff des externen Corporate Venturing steht also dem Konzept des CVC relativ nahe, da beim CVC-Ansatz im Allgemeinen auch von einem strategischen Fokus ausgegangen werden kann.¹⁰⁶ In einigen angloamerikanischen Studien wird der Begriff „(External) Corporate Venturing“ (CV) im Sinne von „Corporate Venture Capital“ (CVC) benutzt.¹⁰⁷

Die mit CV verfolgten Zielsetzungen können dabei aus drei verschiedenen Perspektiven betrachtet werden. Hierbei kann zwischen der technologisch orientierten, der vom Markt bestimmten und der organisatorischen Perspektive unterschieden werden. Die technologisch orientierte Perspektive zielt auf die Verbesserung der eigentlichen Technologiebasis durch den Einblick in neue Innovationen ab. Die vom Markt bestimmte Perspektive richtet sich nach der Befriedigung in der Vergangenheit nicht erfüllter Kundenbedürfnisse, wohingegen die organisatorisch orientierte Perspektive auf die Einführung neuer Einheiten bzw. die Veränderung der bisherigen Organisationsstruktur abzielt.¹⁰⁸

¹⁰³ Vgl. *Block/MacMillan* (1993), S. 14 f. und *Schollhammer* (1982), S. 211 ff. *Schollhammer* spricht von einer „entrepreneurial activity“, was nicht sinnvoll ins Deutsche übersetzt werden kann, da es sich beim Wort Entrepreneurship um mehr als eine „reine“ (Unternehmens-)Gründung im Sinne von Existenzgründung handelt.

¹⁰⁴ Vgl. *Block/MacMillan* (1993), S. 14.

¹⁰⁵ Vgl. *Rind* (1994), S. 93 ff. *Miles/Covin* setzen sich ebenfalls dezidiert mit unterschiedlichen Formen bzw. Ausprägungen des Corporate Venturing (CV) auseinander und unterscheiden dabei in die vier Formen: Direct-internal, indirect-internal, direct-external und indirect-external CV; vgl. *Miles/Covin* (2002), S. 23 ff.

¹⁰⁶ Vgl. hierzu die CVC-Definition auf den folgenden Seiten sowie die Auseinandersetzung zwischen den Begriffen CVC und external Corporate Venturing bei *McNally* (1997), S. 37.

¹⁰⁷ Ein Beispiel für die Vermischung der beiden Begriffe CV und CVC ist die Studie von *Birkinshaw et. al.* (2002). Bei *Keil* hingegen wird CV im Sinne der Darstellung in Tab. 2-1 benutzt. Vgl. *Keil* (2000).

¹⁰⁸ Vgl. *Süssmuth Dyckerhoff* (1995), S. 66 f. sowie die dort zitierten Literaturquellen.

Der Corporate Entrepreneurship-Ansatz (CE) ist im Rahmen der hier dargestellten Begriffe sehr eng mit dem (Internal) Corporate Venturing verwandt.¹⁰⁹ *Burgelman* definiert CE als Prozess, in dem sich ein Unternehmen durch interne Entwicklungen sowie die Schaffung von Innovationen diversifiziert und eine strategische Erneuerung anstrebt.¹¹⁰ *Zahra* folgt den Ausführungen von *Burgelman*, erweitert seine Definition allerdings um die Möglichkeit der Akquirierung neuer, ggf. externer Fähigkeiten, um durch deren Nutzung und Weiterentwicklung einen Beitrag zur Wertsteigerung des Unternehmens zu leisten.¹¹¹

¹⁰⁹ Vgl. Sharma (1999), S. 11 ff. *Sharma* setzt sich in ihrem Artikel mit den auch in diesem Rahmen diskutierten Begriffen des Corporate Entrepreneurship, des (Internal und External) Corporate Venturing sowie am Rande auch mit den Begriffen Entrepreneurship und Intrapreneurship auseinander.

¹¹⁰ Vgl. Burgelman (1983), S. 1349. *Gnyawali/Grant* setzen sich mit dem Konzept des Corporate Venture Development auseinander, das dem des Corporate Entrepreneurship sehr ähnlich ist; vgl. Gnyawali/Grant (1997), S. 75 ff.

¹¹¹ Vgl. Zahra (1996), S. 1715 f. und Zahra (1993), S. 321.

Abgrenzungskriterien	Intrapreneurship	Venture Management	Corporate Entrepreneurship	Corporate Venturing	Corporate Venture Capital
Grundverständnis	Motivationskonzept	Strategisch orientiertes Führungskonzept	Organisationskonzept	Organisationskonzept	Strategisch orientiertes Finanzierungskonzept
Ziele	Finden, Entwickeln und Organisieren neuer Geschäftsfelder in bestehenden Unternehmen	Sicherung der Unternehmensentwicklung durch Gründung neuer Unternehmen oder Unternehmensteile	Diversifizierung durch interne Entwicklungen sowie Schaffung von Innovationen für das Unternehmen und strategische Erneuerung	Steigerung vom Umsatz, Ertrag, Produktivität und/oder Qualität	Realisierung von strategischen und finanziellen Zielen, wie z. B. Technologiebeobachtung, Schaffung von neuen Absatzmärkten
Anwendungsbereich	Unternehmensintern	Interne Projekte, bestehende und neu gegründete Unternehmen, Spin-offs	Schwerpunktmaßig unternehmensintern	Interne, neue Aktivitäten mit höherem Verlustrisiko, zumindest zeitweise separat geführt	Externe, bestehende oder in Gründung stehende junge Unternehmen oder interne Ausgründungen (Spin-offs)
Formen/Instrumente	Projektorganisation, sehr kleine Einheiten bzw. Einzelpersonen	Intern (Venture Champion, Venture Team) Extern (VC, Venture Nurturing, Spin offs und New-style Joint Ventures)	Projektorganisation und ggf. Schaffung neuer, autonomer Einheiten	Projektorganisation oder Schaffung einer eigenständigen Venture-Einheit	Indirekte oder direkte Investition (vgl. hierzu Kap. 2.3.3 zu den CVC-Organisationsformen)
Ressourcen	Projektbudget, interne Sachmittel und Managementkapazität	Internes Budget, VC-Fonds, Materielle und immaterielle Ressourcen des Mutterunternehmens	Internes Projektbudget	Projektbudget, interne Sachmittel und Managementkapazität	VC-Fonds und Managementunterstützung der CVC-Einheit und des MU
Literaturquellen	Nielson et al. (1985), S. 181 ff., Pinchot (1985), S. ix, Süssmuth Dyckerhoff (1995), S. 42.	Nathusius (1979), S 23 ff.	Burgelman (1983), S. 1349, Zahra (1993), S. 321, Zahra (1996), S. 1715.	Biggadike (1979), S. 104 f., Block/ MacMillan (1993), S. 14 ff., Von Hippel (1977), S. 163.	McNally (1997), S. 33 ff., Schween (1996), S. 17 ff.

Tab. 2-1: Abgrenzung von Corporate Venture Capital zu verwandten Konzepten

Quelle: In Anlehnung an Schween (1996), S. 17 sowie an die aufgeführten Literaturquellen.

Im Rahmen der hier dargelegten Definitionen aus der wirtschaftswissenschaftlichen Literatur wurde deutlich, dass es „leider“ kein eindeutiges und einheitliches Begriffsverständnis im Bereich des Intrapreneurship, Venture Management, Corporate Venturing, Corporate Entrepreneurship und Corporate Venture Capital gibt. Trotzdem soll mit den Überlegungen der letzten sowie der folgenden Seiten versucht werden, zumindest für diese Arbeit, ein übersichtliches Feld der wichtigsten Definitionen im Rahmen des CVC darzulegen.

Im Rahmen der vorliegenden Arbeit soll aufbauend auf der Venture Capital-Definition von Schefczyk die Corporate Venture Capital-Definition, die sich durch die folgenden Charakteristika kennzeichnen lässt, Anwendung finden:¹¹²

- Bei einer Corporate Venture Capital-Finanzierung handelt es sich um eine Eigenkapital- und/oder eigenkapitalähnliche Finanzierung für kleine und mittlere, nicht börsennotierte, wachstumsorientierte Unternehmen von Industrie- oder Dienstleistungsunternehmen außerhalb des Finanzsektors¹¹³ (Eigenkapitalfinanzierung von Industrie- oder Dienstleistungsunternehmen).
- Beim CVC herrschen im Gegensatz zum VC strategische Ziele¹¹⁴ vor, die i. d. R. eine höhere Priorität als finanzielle Ziele haben (strategische und finanzielle Ziele).

¹¹² Vgl. Schefczyk (2004), S. 21 f. zur VC-Definition; Zur CVC-Definition vgl. Kann (2000), S. 2 f., McNally (1997), S. 33 ff., Poser (2003), S. 86 ff., Rind (1994), S. 101, Schween (1996), S. 21 ff. und Sykes (1990), S. 39 f. Bei den vorliegenden Charakteristika der CVC-Definition wird von einer direkten Finanzierung über eine unternehmenseigene CVC-Gesellschaft oder einer Ad-hoc-Finanzierung direkt durch den Investor ausgegangen. Im Falle einer indirekten Investition über externe VC-Gesellschaften sind einige der Charakteristika (Nr. 2 bis 7) weniger stark ausgeprägt. Weitere Ausführungen hierzu s. Kap. 2.3.

¹¹³ VC-Gesellschaften von Banken oder Versicherungen fallen i. d. R. nicht unter den Begriff Corporate Venture Capital, da deren Investmentansatz normalerweise nicht strategisch, sondern rein finanziell orientiert ist. CVC-Gesellschaften haben i. d. R. eine „captive“-Eigentümerstruktur, d. h. sie haben einen Mehrheitseigentümer (Anteil am Fonds bzw. an der Gesellschaft > 50%, meist sogar: Anteil = 100%).

¹¹⁴ Mit strategischen Zielen versucht der Investor eine Verbesserung oder Maximierung des Wertes der existierenden Aktivitäten im investierenden Unternehmen zu erreichen. Hierunter kann z. B. ein Effizienzgewinn durch eine Innovation des Portfoliounternehmens oder auch die Schaffung neuer Märkte durch das PU verstanden werden.

Finanzielle Ziele fokussieren dagegen auf einer Wertmaximierung des PU, um eine maximale Rendite beim Ausstieg aus dem PU („Exit“ bzw. Desinvestition) zu erreichen.

- CVC wird schwerpunktmäßig in Unternehmen, die sich in den Entwicklungsphasen Seed, Startup und Expansion befinden, investiert (Fokus auf frühe Phasen¹¹⁵ und auf Expansionsphase).
- Neben der Finanzierung wird das PU bei wichtigen Managementfragen beraten, um zu einer Werterhaltung bzw. -steigerung des jungen Unternehmens beizutragen. Neben der Unterstützung durch die CVC-Einheit findet auch eine Unterstützung durch den Investor, das Mutterunternehmen (MU), statt (Managementunterstützung).
- Bei der Finanzierung über eine CVCG werden normalerweise umfangreiche, über ihren Kapitalanteil hinausgehende Kontroll- und Mitspracherechte, v. a. bei strategischen Entscheidungen, vereinbart, um zu gewährleisten, dass sich das finanzierte Unternehmen im Sinne des Kapitalgebers verhält (umfangreiche Kontroll- und Mitspracherechte).
- Die Beteiligung an jungen Unternehmen ist zeitlich befristet, jedoch in der Regel mit einem etwas längeren Zeithorizont als bei rein renditeorientierten VCG, da neben der finanziellen Rendite auch strategische Vorteile aus der Zusammenarbeit erwachsen können (zeitlich befristetes Engagement).
- Im Normalfall werden Minderheitsbeteiligungen¹¹⁶ eingegangen, damit der Charakter eines selbstständigen Portfoliounternehmens bestehen bleibt (Minderheitsbeteiligung).

Bezogen auf die empirische Untersuchung innerhalb der vorliegenden Arbeit wird CVC schwerpunktmäßig als direkte Finanzierung von jungen Unternehmen durch den Industrie- oder Dienstleistungskonzern, die hauptsächlich unabhängig vom Konzern gegründet werden, bzw. als Finanzierung über eine konzerneigene CVC-Einheit¹¹⁷ angesehen. Dies soll auch die obige Definition wiederspiegeln. Während bei einer direkten Finanzierung strategieorientierte Vorteile der Partnerschaft durch eine direkte Zusammenarbeit einfacher realisiert werden können, ist dies bei einer indirekten Finanzierung – durch Zwischenschaltung einer externen VC-Gesellschaft als Intermediärs – nur eingeschränkt möglich.

¹¹⁵ Die Finanzierungsphasen Seed und Start-up werden oftmals unter dem Begriff Early Stages oder frühe Phasen zusammengefasst.

¹¹⁶ Anteil am Eigenkapital des Unternehmens < 50%.

¹¹⁷ Eine CVC-Einheit ist entweder eine eigenständige CVC-Gesellschaft als Tochterunternehmen eines Industrie- oder Dienstleistungskonzerns oder eine CVC-Abteilung innerhalb des Unternehmens. Vgl. dazu Kap. 2.3.3.

Im Vergleich zum vorher definierten VC-Konzept können fünf wesentliche Unterschiede festgestellt werden.¹¹⁸ (1) Der Investor ist ein Industrie- oder Dienstleistungsunternehmen und verfolgt (2) neben dem Ziel einer finanziellen Rendite auch strategische Ziele mit der Partnerschaft. (3) CVC wird verstärkt in Unternehmen investiert, die sich in den Phasen Seed, Startup und Expansion befinden, da diese Unternehmen die strategischen und finanziellen Zielsetzung des Mutterunternehmens aufgrund höherer Wachstumspotentiale besser als arriviertere Unternehmen in späteren Entwicklungs- bzw. Finanzierungsphasen erfüllen können. Des Weiteren geht (4) die Managementunterstützung und die Zusatzleistungen über die Leistungen der CVC-Gesellschaft bzw. -Einheit hinaus. Diese Leistungen können durch eine aktive Rolle einzelner Personen oder Geschäftseinheiten im operativen oder strategischen Bereich des MU bzw. der CVCG weiter zum Nutzen des Portfoliounternehmens verbessert werden. Vorstellbar sind u. a. Unterstützungsmaßnahmen beim Marktzugang oder bei operativen bzw. strategischen Problemen.¹¹⁹ Ein weiterer Unterschied zum klassischen VC-Ansatz ist (5) die Möglichkeit des längerfristigen Haltens der Beteiligung aufgrund vorhandener strategischer Interessen. Klassische VC-Gesellschaften verfolgen finanziell orientierte Ziele und sind deshalb an einer längerfristigen Beteiligung am Portfoliounternehmen im Regelfall nicht interessiert.

¹¹⁸ Im Vergleich zur Untersuchung von Schween kann festgestellt werden, dass in der vorliegenden Arbeit keine definitorische Einschränkung bzgl. technologisch innovativer Ventures (=Gründungseinheiten oder Portfoliounternehmen) vorgenommen wird. Vgl. Schween (1996), S. 21 ff.

¹¹⁹ Der Value Added bzw. die Zusatzleistungen durch CVC-Gesellschaft und Mutterunternehmen sind zentraler Bestandteil dieser Arbeit und werden im Rahmen des Kap. 2.3.2.4 theoretisch erarbeitet und in Kap. 4.2 empirisch fundiert.

2.1.2.1 Historische Entwicklung in den USA

Die Geschichte der amerikanischen CVC-Finanzierung wird oftmals als drei Zyklen oder Wellen gesehen und verdeutlicht.¹²⁰ Die erste Welle begann Mitte der sechziger Jahre des vergangenen Jahrhunderts als erste Corporate Venturing-Ansätze aufkamen und Unternehmen durch Veröffentlichungen in Zeitungen und Zeitschriften vom Erfolg der VC-Programme in den fünfziger und sechziger Jahren erfuhren.¹²¹ Diese Phase endete mit dem Ölpreisschock sowie der folgenden Rezession im Jahre 1973. Während dieser Phase begannen mehr als 25 % der Fortune 500-Gesellschaften¹²² CVC-Programme aufzubauen.¹²³ Diese Programme nahmen zwei unterschiedliche Formen an. Zum einen investierten viele Unternehmen indirekt über VC-Gesellschaften in junge Unternehmen und zum anderen versuchten einige Unternehmen intern Innovationen und ein gründungsorientiertes Klima zu erzeugen und zu etablieren.¹²⁴

Die zweite Welle begann Anfang der achtziger Jahre aufgrund der Reduzierung der „capital gain taxes“, der Liberalisierung der Investitionsmöglichkeiten von Pensionsfonds, attraktiven Akquisitionskonditionen für junge, technologieorientierte Unternehmen sowie einer Wiederbelebung der Börsenmärkte für innovative Unternehmen.¹²⁵ Diese zweite Welle endete mit dem Börsencrash von 1987.

Die dritte und bisher letzte Welle der CVC-Entwicklung in den USA begann in den neunziger Jahren und im besonderen ab dem Jahre 1997.¹²⁶ Gründe für den Aufschwung waren die Entwicklung des Internets und weiterer erfolgversprechender Technologien,¹²⁷ wie etwa im Telekommunikations- oder Biotechnologiebereich, an denen die großen Unternehmen ebenfalls partizipieren wollten. Des Weiteren standen viele Unternehmen vor der Herausforderung ihr Portfolio zu erweitern bzw. neuen Gegebenheiten, wie etwa Veränderungen durch den zusätzlich aufkommenden

¹²⁰ Vgl. u. a. Birkinshaw et al. (2002), S. 11 f., Hagleitner (2000), S. 12 ff.

¹²¹ Vgl. Kap. 2.1.1.1.

¹²² Unter Fortune 500-Gesellschaften sind die 500 größten amerikanischen Unternehmen, nach deren Umsatz im entsprechenden Geschäftsjahr, zu verstehen.

¹²³ Vgl. Gompers/Lerner (1998), S. 7.

¹²⁴ Vgl. Gompers/Lerner (1998), S. 6 f. und Hagleitner (2000), S. 12 f.

¹²⁵ Vgl. Kap. 2.1.1.1 und Hagleitner (2000), S. 13.

¹²⁶ In den Jahren 1997, 1998 und 1999 war der Anstieg der Investitionen von CVC-Programmen im Vergleich zu „independent“ VC-Programmen deutlich größer und erreichte ein Maximum von mehr als 300% Steigerung von 1998 auf 1999. Vgl. Abb. 2.5 und Abb. 2.2.

¹²⁷ Vgl. Birkinshaw et al. (2002), S. 11, Gompers/Lerner (1998), S. 3 ff. und Kann (2000), S. 5 ff.

Absatzkanal Internet, Rechnung zu tragen.¹²⁸ Um diesen Veränderungsprozessen im Markt gerecht zu werden, stellt die Einführung eines CVC-Programmes eine Möglichkeit dar. Ein sehr innovatives und erfolgreiches CVC-Programm wurde in den USA vom Mikroprozessorhersteller Intel Corp. im Jahre 1991 initiiert.¹²⁹

Als Hauptgrund für den Abschwung im CVC-Markt im Jahr 2001 kann hauptsächlich das „Platzen der Börsenblase“ gesehen werden, was zu einer Konsolidierung des gesamten VC-Marktes und damit auch des CVC-Marktes führte.¹³⁰

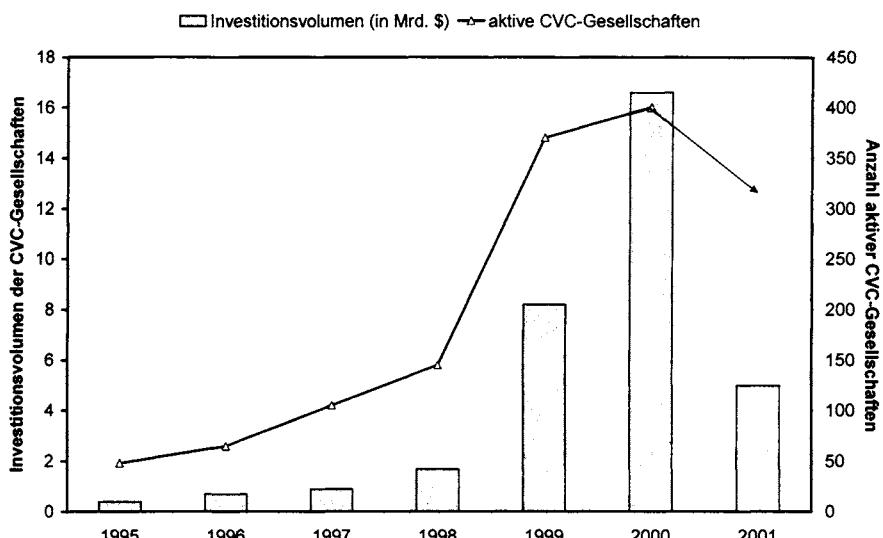


Abb. 2-5: Investitionsvolumen und Anzahl US-amerikanischer CVC-Gesellschaften
Quelle: NVCA (2002), S. 42 und Birkinshaw et al. (2002), S. 11 (Wert für Anzahl CVCG im Jahre 2001 basiert auf einer Schätzung nach Birkinshaw et al.).

¹²⁸ Vgl. Gee (1994), S. 49. Der genannte Grund gilt natürlich nicht nur für die Entwicklung in den neunziger Jahren, sondern kann sicherlich auch als ein Grund für die anderen CVC-“Wellen” angesehen werden.

¹²⁹ Vgl. Ricadela (2000), S. 50. Beim Unternehmen Intel Corp. ist die Tatsache, dass Intel als junges Unternehmen ebenfalls VC-finanziert war, besonders interessant. Vgl. Gompers/Lerner (2000), S. 1.

¹³⁰ Vgl. hierzu die Ausführungen im Rahmen des Kap. 2.1.1.1 zur historischen Entwicklung des US-amerikanischen VC-Marktes.

Zahlen der NVCA zeigen für 1999 und 2000 einen sehr hohen Anstieg der Investments durch CVC-Programme, was auf eine verstärkte Aktivität der Unternehmen bei der direkten Investition in junge Unternehmen hindeutet.¹³¹

Neben der Finanzierung externer Unternehmen im Rahmen von CVC-Programmen wurden in den USA auch sehr stark interne Entwicklungen, die nicht zum Kerngeschäft passten, mithilfe sogenannter „New Venture Units“ (NVU) erkannt und bei einer Ausgründung unterstützt. Historisch gesehen gab es bei den NVU zwei verschiedene Generationen.¹³² Die erste Generation dieser Unternehmenseinheiten diente vordergründig als Instrument zur Stimulierung eines breit angelegten Ideensammelungsprozesses, der u. a. durch die Mitarbeiterworkshops oder interne Businessplan-Wettbewerbe, in Gang gesetzt wurde. In der Breite gesehen ließ allerdings der Erfolg dieser Programme der ersten Generation zu wünschen übrig. NVU der zweiten Generation, die sich im Laufe der neunziger Jahre etablierten, bestanden neben internen Mitarbeitern zusätzlich aus extern angeheuerten Experten¹³³, die Ausgründungen auch bei der Aufstellung und Umsetzung ihres Geschäftskonzeptes beistehen konnten. Die aktive Herangehensweise dieser NVU der zweiten Generation zeigte sich auch in ihrer Suche nach neuen Ideen, die umgesetzt werden konnten, sowie in der Suche eines für die jeweilige Idee passenden Gründungsteams. Eine über den reinen Gründungsakt hinausgehende Unterstützung, u. a. durch Ressourcen des Unternehmens oder Kontakte zu Netzwerken, wurde ebenfalls angestrebt und in vielen Fällen verwirklicht. Einige dieser NVU agierten sowohl intern als auch extern und unterstützten die jungen Unternehmen auch finanziell. Daher können diese NVU auch als CVC-Einheit verstanden werden.¹³⁴

¹³¹ Neben der deutlichen Steigerung des Marktanteils von CVC-Direktinvestitionen von 8% im Jahre 1998 auf 15,1% im Jahre 1999, lässt sich anhand der NVCA-Zahlen auch für das Jahr 2000 erstmals ein höheres Investitionsvolumen durch CVC-Direktinvestitionen als durch von Unternehmen im Rahmen des Fundraisings neu zur Verfügung gestellten Mitteln für alle Arten von VC-Fonds erkennen. Vgl. NVCA (2002), S. 42 und S. 22. Vgl. hierzu auch Maula/Murray (2001), o. S.

¹³² Zu NVU vgl. Coveney et al. (2002), S. 1 ff.

¹³³ Hierbei handelte es sich z. B. um Investment-Banker, Unternehmensberater oder erfahrene Unternehmensgründer.

¹³⁴ Coveney et al. nennen als Beispiele für Firmen mit NVU-Aktivitäten u. a. Lucent oder Nokia, die auch als CVC-Investor tätig sind. Vgl. Coveney et al. (2002), S. 1 ff.

2.1.2.2 Historische Entwicklung in Deutschland

Im Vergleich zur langen historischen Entwicklung des CVC in den USA ist eine deutlich jüngere Entwicklungsgeschichte des CVC-Gedankens in Deutschland, v. a. der direkten Finanzierung durch Industrieunternehmen oder deren Tochterunternehmen, zu verzeichnen.

Erste Ansätze des CVC in Deutschland sind mit der Gründung der Techno Venture Management Gesellschaft (TVM) zu erkennen. In den ersten Fonds der TVM investierten namhafte, deutsche Großunternehmen als Investoren, darunter u. a. Siemens, Bayer und die damalige Daimler-Benz AG.¹³⁵ Die Siemens AG spielte neben ihrem Engagement als Kapitalgeber aber auch eine weitere aktive Rolle im CVC-Bereich, wodurch sie sicherlich als Pionier der CVC-Aktivitäten in Deutschland bezeichnet werden kann. Siemens gründete damals eine eigene, interne VC-Gesellschaft, die VCB¹³⁶, die sowohl die indirekten Investments der Fonds, an denen Siemens beteiligt war, koordinieren als auch direkte Investments in Ausgründungen aus dem Konzern und interessante junge Unternehmen außerhalb des Unternehmens vornehmen sollte.¹³⁷ Neben der VCB mbH von Siemens gab es allerdings in den achtziger Jahren von keinem weiteren deutschen Industriekonzern bekannte Bestrebungen zur Gründung eigener CVC-Einheiten. Als Kapitalgeber für VC-Fonds traten allerdings in dieser Phase viele Industrieunternehmen auf. Hardenberg spricht hier von 47 % des gesamten VC-Aufkommens durch Industrieunternehmen.¹³⁸ Vergleicht man diese Entwicklung mit der Entwicklung in den USA, so lässt sich feststellen, dass im Laufe der achtziger Jahre noch keine weitreichenden CVC-Aktivitäten zu erkennen waren.¹³⁹

Die neunziger Jahre waren durch eine langsame Entwicklung des CVC-Gedankens geprägt, der durch den VC-Aufschwung¹⁴⁰ ebenfalls deutlich an Fahrt aufnahm, was

¹³⁵ Vgl. Albach/Kokalj (1987), S. 360 und Leopold/Frommann (1998), S. 64.

¹³⁶ VCB steht für Venture Capital Beteiligungsgesellschaft mbH. Die VCB wurde Ende 1986 als 100%-ige Siemens-Tochter gegründet und bekam bis Anfang 1987 immerhin 100 Mio. DM für Fonds und Projekte von Siemens bewilligt. Vgl. Hardenberg (1989), S. 190 ff.

¹³⁷ Vgl. Hardenberg (1989), S. 190 f.

¹³⁸ Vgl. Hardenberg (1989), S. 83. Hardenberg zitiert dabei eine Quelle der TVM. Als VC-Gesellschaften waren allerdings im Jahre 1985 nur rund 25 Gesellschaften aktiv, von denen Siemens der einzige aktive CVC-Direktinvestor außerhalb des Finanzsektors war. Vgl. Hardenberg (1989), S. 83 f. und S. 190 f.

¹³⁹ Vgl. auch Schween (1996), S. 33.

¹⁴⁰ Vgl. hierzu Kap. 2.1.1.2.

sich auch an der stark steigenden Anzahl aktiver CVCG ablesen lässt.¹⁴¹ Vergleicht man die Entwicklung der Anzahl aktiver CVCG in Deutschland und in den USA miteinander, so lässt sich erkennen, dass die beiden Kurven sehr ähnlich verlaufen.¹⁴² Dies spricht auch im deutschen Markt für eine wesentliche Steigerung des Anteils direkter CVC-Investments im Vergleich zur indirekten Finanzierung junger Unternehmen über unabhängige VC-Gesellschaften.¹⁴³

Ein Abschwung des Marktes ab dem Jahre 2001 aufgrund des schwierigen wirtschaftlichen Umfeldes ist auch im CVC-Bereich zu erkennen, wobei dieser Abschwung für CVCG und deren Mutterunternehmen, die neben finanziellen Zielen v. a. strategische Ziele verfolgen, durch weiterhin mögliche strategische „Renditen“ abgemildert werden könnte.

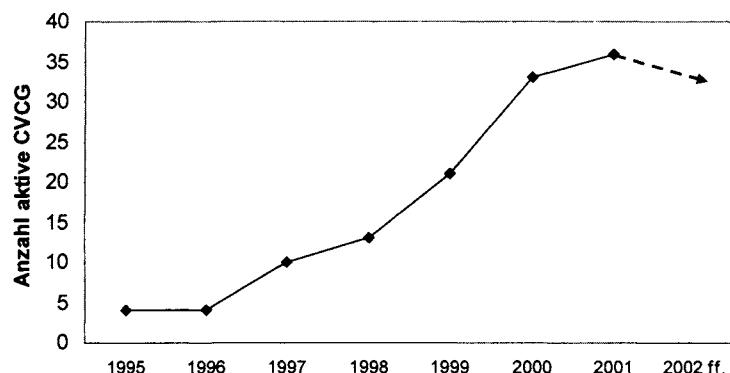


Abb. 2-6: Anzahl aktiver CVC-Gesellschaften in Deutschland¹⁴⁴

Quelle: Brockmann, M./Witrock, O. (2001), S. 23 ff. und eigene Recherche.

¹⁴¹ Vgl. Abb. 2-6. Im Vergleich zur Entwicklung des VC-Investitionsvolumens lässt sich beim Anstieg der Zahl aktiver CVCG eine gewisse zeitliche Verzögerung erkennen, die allerdings aufgrund des erheblichen Aufwandes, der beim Aufbau einer eigenen CVCG entsteht, nicht verwunderlich erscheint.

¹⁴² Vgl. Abb. 2-5 und 2-6.

¹⁴³ Im Jahre 2000 hatte der BVK e. V. 229 Beteiligungskapitalgesellschaften in die VC-Statistik einbezogen (mit 9 Mitgliedern des BVK aus dem CVC-Bereich außerhalb des Finanzsektors). Im Vergleich gab es zu diesem Zeitpunkt 33 aktive CVCG, was also rund 15% des gesamten Marktes entspricht (gemessen an der Anzahl aktiver Gesellschaften). Das Investitionsvolumen wird vom BVK leider nicht getrennt in VCG und CVCG erfasst, weshalb hierzu keine gesicherte Aussage möglich ist. Vgl. BVK e. V. (2002).

Inzwischen wird der CVC-Bereich innerhalb der BVK-Statistik getrennt erfasst. Dies geschah erstmals für die Statistik des Jahres 2001.

¹⁴⁴ Abb. 2-6 beinhaltet nur CVC-Gesellschaften gemäß vorliegender Definition, (Corporate) VCG von Banken oder Versicherungen sind hier also nicht enthalten.

2.1.3 Junge, innovative Unternehmen als Nachfrager von VC und CVC

Im bisherigen Verlauf der vorliegenden Arbeit wurden schwerpunktmäßig die Kapitalgeber und die Intermediäre im VC- und CVC-Geschäft betrachtet. Im Rahmen dieses Abschnittes soll auf die Kapitalnehmer, die als Portfoliounternehmen (PU) oder Ventures bezeichnet werden können, eingegangen werden, welche die dritte Gruppe im VC- bzw. CVC-Geschäft darstellen.¹⁴⁵ Die Portfoliounternehmen bilden auch die Befragungsobjekte der empirischen Untersuchung innerhalb dieser Arbeit. Bevor diese Unternehmen jedoch von VC-Gebern finanziert werden, müssen sie gewisse Anforderungen erfüllen. Auf die Anforderungen an diese Unternehmen und dabei besonders auf die Merkmale „jung“ und „innovativ“ wird in den folgenden Abschnitten eingegangen werden. Daneben werden die Merkmale „hohes Wachstumspotential“ und „hohe Investitionen“, die in Abb. 2-7 operationalisiert werden, erläutert. Nachdem im ersten Teil dieses Kapitels das Merkmal „jung“ der jungen, innovativen Unternehmen angesprochen und operationalisiert wurde, soll zu Beginn des zweiten Teils dieses Kapitels die Innovationsorientierung dieser Art von Unternehmen betrachtet werden. Im dritten Teil dieses Kapitels wird dann auf die Wachstumsstärke bzw. das Wachstumspotential der Unternehmen eingegangen. Dabei bauen die beiden Abschnitte Innovation und Wachstumspotential aufeinander auf, da Innovationen einen Faktor darstellen, der ein hohes Wachstum eines Unternehmens auslösen kann. Da das Unternehmenswachstum i. d. R. auch zur Wertsteigerung des Unternehmens beiträgt, sind natürlich speziell renditeorientierte VC-Gesellschaften, aber auch CVC-Gesellschaften an Wachstumspotentialen ihrer Portfoliounternehmen interessiert.¹⁴⁶

Neben den Anforderungen für die Vergabe von Venture Capital haben natürlich sowohl VCG als auch CVCG jeweils eigene Geschäftsstrategien, die sich in geografischer, phasen- und branchenorientierter Perspektive unterscheiden. Diese verschiedenen Perspektiven der Geschäftsstrategien sind zwar für Kapitalnachfrager ebenso wichtig wie die Erfüllung der hier angesprochenen Anforderungen, sie sollen aber in diesem Rahmen nicht betrachtet werden.¹⁴⁷

Dem interessierten Leser soll dabei zum einen vermittelt werden, welche Unternehmen im Rahmen dieser Arbeit betrachtet werden. Zum anderen soll dieser Teil der Arbeit einem Gründer oder Gründerteam einen Anhaltspunkt aufzeigen, welche Unternehmen vornehmlich von VCG oder CVCG finanziert werden.

¹⁴⁵ Vgl. Abb. 2.4.

¹⁴⁶ Vgl. hierzu die Ziele der CVCG, speziell die finanziellen Ziele in Kap. 2.2.1.

¹⁴⁷ Vgl. hierzu Leopold/Fromann (1998), S. 79 ff. Zur Phasenorientierung siehe Kap. 2.3.1.

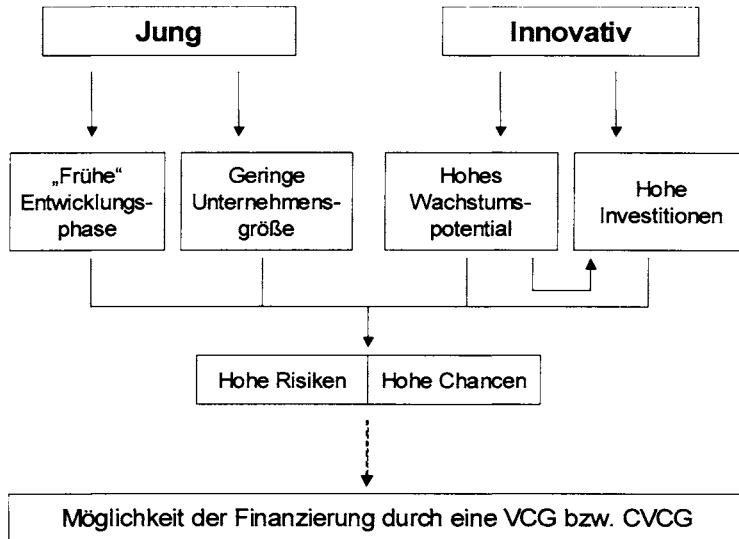


Abb. 2-7: Systematisierung der Merkmale junger, innovativer Unternehmen als Nachfrager nach Venture Capital

Quelle: Eigene Darstellung.

Aus den in Abb. 2-7 dargestellten Merkmalen junger, innovativer Unternehmen ergeben sich für die investierenden VCG oder CVCG gewisse Risiken und Chancen. Risiken treten dabei u. a. durch hohe Unsicherheit, speziell in den „frühen“ Unternehmensphasen, z. B. durch die oftmals noch nicht vorhandenen Absatzwege oder die noch nicht produktionsreifen Produkte, auf. Neben den sicherlich vorhandenen höheren Risiken bei jungen, innovativen Unternehmen sollten aber auch die Chancen, die durch Investitionen in diese Unternehmen entstehen, betrachtet werden.¹⁴⁸

¹⁴⁸ Hier sollten sowohl die Chancen für die Gründer, die Kapitalgeber und Intermediäre als auch die wirtschaftspolitischen Auswirkungen betrachtet werden. Betrachtet man Musterbeispiele wie ebay, Yahoo oder Microsoft, wo sowohl die Gründer zu Milliardären wurden als auch deren VC-Geber exorbitante Renditen erwirtschaftet haben, so deuten sich die Chancen an. Daneben wurden durch diese Unternehmen auch neue Märkte bzw. Branchen geschaffen, die heute vielen Menschen Arbeitsplätze bieten, die ohne das Engagement der Gründer und Kapitalgeber nicht möglich gewesen wären. Zur Entwicklung des Marktes für Biotechnologie sowie dem Anteil an VC- und CVC-finanzierten Unternehmen in diesem Markt siehe Lerner (1998), S. 116 und Schween (1996), S. 61 f. Jones et al. gehen ebenfalls auf das Risiko einer Partnerschaft zwischen großen und kleinen Unternehmen ein. Vgl. Jones et al. (2000), S. 259 f.

2.1.3.1 Das Merkmal „jung“

Das Merkmal „jung“ kann dabei in zweifacher Weise operationalisiert werden, zum einen in Bezug auf den Beginn der wirtschaftlichen Aktivität eines Unternehmens¹⁴⁹ und zum anderen nach der Dauer der bisherigen Existenz.¹⁵⁰ Die Dauer der bisherigen Aktivität des Unternehmens sollte dabei relativ kurz sein. Eine genaue Eingrenzung dieser „kurzen Dauer“ der Existenz eines Unternehmens ist dabei aber nur sehr schwer in Jahren zu fassen, da einige Unternehmen im Falle der Anstrengung einer VC- oder CVC-Finanzierung nach Aufnahme der Geschäftstätigkeit nicht das entsprechende Marktumfeld vorfinden, in dem sie nach kurzer Zeit finanziert werden.¹⁵¹

Eine weitere Möglichkeit der Operationalisierung der Dauer der wirtschaftlichen Existenz eines Unternehmens, die v. a. im VC- und CVC-Bereich sehr gängig ist, bildet die Phasenorientierung im VC-Geschäft.¹⁵² Hierbei werden die Phasen in Seed, Start-up, Expansion, Bridge, MBO/MBI/LBO, Turnaround und Replacement unterteilt.¹⁵³ Ein Unternehmen befindet sich demnach in der Seed-Phase, wenn zwar der Businessplan erstellt wurde, sich das Unternehmen allerdings erst in der Pilot-Entwicklungsphase befindet. Von Unternehmen in der Start-up-Phase kann gesprochen werden, wenn sich das entsprechende Unternehmen beim Aufbau seines Geschäfts befindet bzw. den Markteintritt anstrebt. In der Phase Expansion befinden sich Unternehmen, die ihre Produktion ausbauen oder eine Erweiterung ihres Produkt- bzw. Dienstleistungsspektrums anstreben. Beginnend mit der Bridge-Phase ist davon auszugehen, dass sich Unternehmen, die sich in einer der folgenden Phasen befinden, „schon gereift“ sind und daher als reife Unternehmen bezeichnet werden können. *Leopold/Frommann* zählen zwar Unternehmen in der Expansionsphase schon zu den reifen Unternehmen nach ihrem Verständnis, allerdings sehen auch sie

¹⁴⁹ Der Beginn der wirtschaftlichen Aktivität ist nicht mit dem rechtlichen Gründungsakt zu verwechseln, da ein Unternehmen schon vor bzw. erst deutlich nach diesem Akt aktiv sein kann.

¹⁵⁰ Vgl. Schwall (2001), S. 28 f.

¹⁵¹ Vgl. hierzu die wirtschaftliche Entwicklung im VC- und CVC-Bereich, die in den Kap. 2.1.1 und 2.1.2 dargestellt wurde. In Phasen während einer schlechten wirtschaftlichen Entwicklung oder gar einer Rezession stellen VC-Kapitalgeber deutlich weniger Geld für junge Unternehmen zur Verfügung. Dies kann natürlich zu einer Angebotslücke im VC-Markt führen.

Maula hat z. B. in seiner Untersuchung das Merkmal „jung“ als maximales Alter eines Unternehmens auf sechs Jahre festgelegt. Diese Einschränkung soll im Rahmen der vorliegenden Untersuchung nicht vorgenommen werden, da der deutsche CVC-Markt im Vergleich zum von *Maula* betrachteten US-amerikanischen CVC-Markt wesentlich jünger ist und erst ab 1997 stärker wuchs. Vgl. Maula (2001), S. 8.

¹⁵² Zur Vertiefung vgl. Kap. 2.3.1.

¹⁵³ Zu den Definitionen der Finanzierungsphasen vgl. BVK e. V. (2002), S. 80 f.

diese im Fokus der VCG und CVCG mit starker Innovationsorientierung.¹⁵⁴ Andere Autoren unterscheiden junge und etablierte Unternehmen nach deren Entwicklung im Rahmen des Gründungs-Lebenszykluses¹⁵⁵, wobei sich etablierte Unternehmen in der Stabilisierungs- oder Reifephase und junge Unternehmen in einer der vorherigen Phasen befinden.¹⁵⁶

Neben der Dauer der Existenz dieser Unternehmen können junge, innovative Unternehmen auch nach dem Merkmal Unternehmensgröße den Kleinen und Mittelständischen Unternehmen (KMU) zugeordnet werden. Nach der Definition des *Instituts für Mittelstandsforschung* zählen Unternehmen zu den KMU, falls sowohl deren Umsatz 50 Mio. Euro pro Jahr als auch deren Beschäftigtenzahl 500 Mitarbeiter nicht übersteigt.¹⁵⁷

Im Rahmen dieser Arbeit soll daher die Definition junger Unternehmen auf Unternehmen angewandt werden, die sich in den Phasen Seed, Start-up oder Expansion befinden und den Kleinen und Mittelständischen Unternehmen zugeordnet werden können.

¹⁵⁴ Vgl. Leopold/Frommann (1998), S. 16. CVCG mit strategischen Interessen sind aufgrund ihrer Zielstellung zu diesen "Innovations-Spezialisten" zu zählen. Vgl. hierzu Kap. 2.1.3.2 und 2.2.1.

¹⁵⁵ Beim Gründungs-Lebenszyklusmodell nach Pfirrmann *et al.* werden die Phasen Gründung, Forschung und Entwicklung, Markteinführung, Wachstum und Stabilisierung/Reife unterschieden. Vgl. Pfirrmann *et al.* (1997), S. 11 f.

¹⁵⁶ Vgl. Pfirrmann *et al.* (1997), S. 11 ff. und eine breite Diskussion dieses Entwicklungsmodells in Schwall (2001), S. 31 ff. Weitere Phasenmodelle in der Entwicklung junger Unternehmen werden ebenfalls kurz bei Schwall angesprochen.

¹⁵⁷ Vgl. Institut für Mittelstandsforschung (2003), o. S. Neben den rein quantitativen Maßen Umsatz und Mitarbeiteranzahl können auch qualitative Merkmale, wie Verknüpfung von Eigentum und Risiko oder Leitung des Betriebes und Entscheidungsverantwortung, zur Bestimmung des KMU-Begriffes herangezogen werden. Allerdings ist eine Operationalisierung dieser qualitativen Maße meist sehr schwierig. Vgl. Arndt (1995), S. 17 f.

2.1.3.2 Das Merkmal „innovativ“

Der Innovationsbegriff ist bisher in der einschlägigen Literatur der Innovationsforschung und des Innovationsmanagements nicht einheitlich definiert. Es herrschen mehrere Definitionsansätze verschiedener Autoren vor, die im Rahmen dieses Kapitels kurz angesprochen werden sollen. So finden selbst in der betriebswirtschaftlichen Literatur sowohl sehr enge Definitionsansätze¹⁵⁸, die sich verschiedener Dimensionen von Innovation bedienen, als auch sehr breit angelegte Definition Anwendung. Breit angelegte Definitionen gehen von einer Innovation als Neuerung aus.¹⁵⁹ *Hauschildt* unterteilt dabei eine Neuerung in drei Dimensionen, die subjektive, die inhaltliche und die prozessuale Dimension.¹⁶⁰

Historisch gesehen wurde der Innovationsbegriff sehr stark durch die Arbeiten von *Schumpeter* geprägt, der die Bedeutung von Innovation für eine Volkswirtschaft schon zu Beginn des 20. Jahrhunderts erkannt hat.¹⁶¹ Schon damals trennte auch *Schumpeter* die Begriffe Innovation und Invention. Bei einer Invention handelt es sich um eine Erfindung, wohingegen eine Innovation die Durchsetzung der Erfindung am Markt darstellt.¹⁶² Unter der Durchsetzung am Markt kann allerdings nicht in jedem Fall die erfolgreiche Markteinführung verstanden werden, da Innovationen immer risikobehaftet sind.

Kleine Unternehmen haben allerdings bei der Entwicklung von Innovationen Vorteile gegenüber großen Unternehmen, da große Unternehmen nicht die passende Organisation, die richtige Unternehmenskultur oder das geeignete Personal haben, um „radikale“ Innovationen zu finden und erfolgreich an den Markt zu bringen.¹⁶³ *Stringer* belegt dabei seine These durch drei Aussagen aus drei verschiedenen Studien zum Innovationsmanagement von großen und kleinen Unternehmen in den USA. Dabei ergab sich, dass:

¹⁵⁸ Vgl. Dietz (1989), S. 41.

¹⁵⁹ Vgl. Barnett (1953), S. 7, Hauschildt (1997), S. 7 und Hennigs (1983), S. 23.

¹⁶⁰ Vgl. Hauschildt (1997), S. 7. Nach *Hauschildt* muss (1) in der subjektiven Dimension festgelegt werden, für wen etwas neu ist; (2) in der inhaltlichen Dimension muss festgelegt werden, was als neu gilt; und (3) in der prozessuellen Dimension muss der Beginn und das Ende der Neuerung festgelegt werden.

¹⁶¹ Vgl. Schumpeter (1964) und Schumpeter (1961), S. 94 f. *Schumpeter* verstand unter Innovation eine schöpferische Tätigkeit bzw. eine Durchsetzung neuer Kombinationen.

¹⁶² Vgl. Unterkofer (1988), S. 58 f.

¹⁶³ Vgl. Stringer (2000), S. 71. Auch Christensen fand heraus, dass es für Markt- bzw. Industrieführer sehr schwer ist, radikale Innovationen als „First mover“ in den Markt zu bringen. Vgl. Christensen (1997), S. 119 ff.

- (1) kleine Unternehmen 2,4 mal so viele Innovationen pro Mitarbeiter als große Unternehmen produzierten,¹⁶⁴
- (2) kleine, VC-finanzierte Unternehmen sechs mal so viele Patente anmeldeten, bei gleicher Höhe der Forschungs- und Entwicklungsausgaben, als große Unternehmen,¹⁶⁵ und
- (3) dass „Missmanagement im Innovationsprozess“ die größte Wachstumsbremse bei großen Unternehmen darstellt.¹⁶⁶

In Zeiten des rapiden Wandels, wie z. B. bei Einführung neuer Technologien¹⁶⁷, müssen Marktführer neben der internen Forschung und Entwicklung auf viele andere Bereiche achten, die weitreichende Innovationen erzeugen können, um auch weiterhin Marktführer bleiben zu können.¹⁶⁸ Einer dieser Bereiche, in denen Unternehmen agieren können, um Innovationen aufzuspüren zu können, stellt dabei die Möglichkeit der Finanzierung junger, innovativer Unternehmen mit Corporate Venture Capital dar.¹⁶⁹

Ein Beispiel für einen solchen gravierenden Veränderungsprozess stellt die Biotechnologie für den Bereich der Pharmazeutischen Industrie dar. Nach einer Studie von *Duelli/van de Locht* setzen junge Unternehmen ihre Forschungs- und Entwicklungsausgaben deutlich besser ein als große Pharmakonzerne, Biotechnologie-Unternehmen haben fünfmal mehr Produkte je Dollar F&E-Ausgaben in der Produktpipeline als große Pharmaunternehmen.¹⁷⁰ Diese radikalen Veränderungen gehen natürlich nicht spurlos an den Marktführern im Pharmazeutischen Bereich vorbei, da die Entwicklungen im Bereich Biotechnologie sowohl Auswirkungen auf die Entwicklungsdauer von Medikamenten als auch auf die Kosten der Entwicklung haben.¹⁷¹ Diese Entwicklungen, speziell in der Biotechnologie, aber auch in anderen Bereichen, wie etwa dem Internet, dass ebenfalls viele etablierte Geschäftsmodelle ver-

¹⁶⁴ Vgl. CorpTech Datenbank (1984) (zitiert nach Stringer (2000)).

¹⁶⁵ Vgl. Kortum/Lerner (1998), S. 34 f. und Tabelle 10 im Anhang.

¹⁶⁶ Vgl. Corporate Strategy Board (Hrsg.) (1998), o. S.

¹⁶⁷ Der Wandel in verschiedenen Industriebereichen wurde im Laufe des vergangenen Jahrhunderts immer schneller. Die Erfindung des Computers oder die Einführung des Internets können als Schrittmachertechnologien bezeichnet und als solche Zeitpunkte bzw. -räume des Wandels in vielen Industrien angesehen werden.

¹⁶⁸ Vgl. Stringer (2000), S. 73.

¹⁶⁹ Vgl. hierzu die Ziele der Kapitalgeber (Mutterunternehmen) im CVC-Prozess im Laufe des folgenden Kapitels.

¹⁷⁰ Vgl. *Duelli/van de Locht* (2001), S. 23 f. *Duelli/van de Locht* gehen darüber hinaus davon aus, dass ab dem Jahre 2005 mehr als 50% der zugelassenen Wirkstoffe auf Entwicklungen aus der Biotechnologie basieren.

¹⁷¹ Vgl. *Duelli/van de Locht* (2001), S. 20.

ändert hat oder verändern wird, machen deutlich, dass große Unternehmen neben der internen F&E auch andere Formen des strategischen Innovationsmanagements angehen müssen, um sich im Markt weiter etablieren zu können.¹⁷² Hierzu gehört auch ein sinnvoller Corporate Venturing- oder Corporate Venture Capital-Ansatz, der sowohl in den USA als auch in Deutschland von einigen Pharmakonzernen angewandt wird.¹⁷³ Diese Aussage stützt auch die Untersuchung nach Zahra/George, die in ihrer Untersuchung „internal corporate ventures“ (CV) und „independent ventures“ (IV)¹⁷⁴ der Biotechnologie-Branche auf Basis deren Herstellungsstrategien miteinander verglichen haben und herausfanden, dass zwar die Gruppe der IVs eine schnellere Kommerzialisierung ihrer Entwicklungen anstreben, die CVs aber bei der Nutzung von Produktinnovationen, der Minimierung der Herstellungskosten und der Unterstützung mit dem erforderlichen Kapital besser gestellt sind.¹⁷⁵ Diese Ergebnisse zeigen einmal mehr, dass große Unternehmen eine sinnvolle Balance zwischen internen und externen Innovationsquellen in ihrem Technologie- und Innovationsmanagement schaffen sollten. Neben den großen Firmen können aber auch junge, innovative Unternehmen von einer technologischen Partnerschaft profitieren, da große Unternehmen ihnen einen Zugang zu größeren finanziellen, technischen und anderen Ressourcen bereitstellen können.¹⁷⁶

Bezogen auf junge, VC-finanzierte Unternehmen fanden Hellman/Puri in ihrer Studie heraus, dass innovative Start-ups eher Venture Capital bekommen und auch schneller an den Markt gehen können.¹⁷⁷ Damit allerdings VCG Innovationen finanzieren, sollten diese (1) zukünftige Anforderungen des Marktes erfüllen können, (2) eine we-

¹⁷² Vgl. Biedermann/Ehrmann (2001), o. S.

¹⁷³ In Deutschland sind CVC-Aktivitäten im Pharmabereich u. a. von der Bayer AG bekannt, die diese mit der Bayer Innovation Beteiligungsgesellschaft koordiniert. Vgl. Brockmann/Witrock (2001), S. 24. In den USA sind z. B. Pfizer, Monsanto und Dow Chemical sehr intensiv im CVC-Bereich tätig.

¹⁷⁴ „Internal corporate ventures“ sind Gründungseinheiten, die innerhalb bzw. durch ein Industrieunternehmen gegründet wurden. „Independent ventures“ sind junge Unternehmen, die außerhalb von bestehenden Unternehmen durch unabhängige Gründer gegründet wurden und meist VC-finanziert sind.

¹⁷⁵ Vgl. Zahra/George (1999), S. 327 f.

¹⁷⁶ Vgl. Jones et al. (2000), S. 257 f. Jones et al. betonen in ihrem Artikel besonders die Wichtigkeit einer Zusammenarbeit mit jungen, kleinen Unternehmen in sich rapide verändernden Technologiefeldern und Branchen.

¹⁷⁷ Hellman/Puri (2000), S. 980 f. Hellman/Puri verglichen Start-ups, die entweder als „Innovator“ oder „Imitator“ klassifiziert wurden.

sentliche Verbesserung oder Neuerung darstellen und (3) sich durch die Nutzung eines „besonderen“ Know-hows auszeichnen.¹⁷⁸

Die vorangegangenen Ausführungen zu Innovationen könnten dem interessierten Leser andeuten, dass nur Produktinnovationen von VCG finanziert werden.¹⁷⁹ Diese These kann allerdings aus heutiger Sicht als zu eng angesehen werden, da sowohl produktions- oder technologieorientierte als auch dienstleistungsorientierte Unternehmen von VC-Gesellschaften finanziert werden.¹⁸⁰ VCG und CVCG finanzieren daher sowohl Produkt- als auch Prozessinnovationen junger, innovativer Unternehmen.¹⁸¹

In diesem Abschnitt zum Innovationsbegriff hat sich schon an mehreren Stellen deutlich gezeigt, dass junge, innovative Unternehmen, die eine VC-Finanzierung anstreben, auch ein gewisses Wachstumspotential haben sollten, um für VC- und CVC-Geber interessant zu sein. Eine Vertiefung zu dieser Anforderung bzw. diesem Merkmal junger, innovativer Unternehmen folgt im folgenden Abschnitt.

2.1.3.2.1 Wachstumspotential

Der Zusammenhang, der zwischen den Merkmalen „innovativ“ und „Wachstumspotential“ besteht, wurde teilweise schon im vorherigen Abschnitt zum Merkmal „innovativ“ deutlich. Dabei ist der Begriff „Wachstumspotential“ oder auch „hohes Wachstumspotential“ sehr subjektiv und kann nur schwer nachgeprüft werden. In Arbeiten

¹⁷⁸ Vgl. Kühr (1978), S. 92 ff. (zitiert nach Pichotta (1990), S. 18). Als weitere Merkmale junger Unternehmen, die eine VC-Finanzierung anstreben, nennt Pichotta (1) die Wachstumsorientierung der kleinen Unternehmen, (2) die Initiierung und Promotion des Innovationsprozesses durch die Unternehmensleitung, (3) die Fähigkeit und das feste Ziel neue Märkte mit einem hohen Wachstumspotential zu erschließen und (4) eine hohe Umsatzsteigerungsrate und eine hohe Gewinnrentabilität aufweisen. (Eine hohe Gewinnrentabilität kann von jungen Unternehmen zwar erwartet werden, allerdings wird bei den meisten Unternehmen das Erreichen der Gewinnzone zeitlich erst deutlich nach Einstieg eines VC- oder CVC-Investors erreicht; Anm. d. Verf.).

¹⁷⁹ Vgl. Eilenberger (1984), S. 185. Im Innovationsmanagement wird nach der Art der Innovation zwischen Produkt- und Prozessinnovation unterschieden.

¹⁸⁰ Beispiele für dienstleistungsorientierte VC- bzw. CVC-finanzierte Unternehmen in Deutschland sind z. B. die Boostra AG, ein Internetbuchversand, oder die Sport1 Media AG, ein Internet-Contentanbieter im Sportbereich.

¹⁸¹ Vgl. Räbel (1986), S. 36 f. Produktinnovationen sind dabei neu auf dem Markt eingeführte Produkte, die auf eigenen Erkenntnissen oder der neuartigen Nutzung vorhandener Erkenntnisse basieren. Prozessinnovationen sind neuartige Leistungserstellungsverfahren, diese werden auch als Verfahrensinnovationen bezeichnet. Liegen administrative Verfahrensinnovationen vor, so können diese als Sozialinnovationen bezeichnet werden. Vgl. hierzu Gerpott (1999), S. 39 f.

zur Bewertung junger Unternehmen wird dabei häufig von Wachstum gesprochen, wenn eine quantitative Veränderung der Unternehmensgröße eintritt.¹⁸² Anhand quantitativer Messgrößen, wie etwa einer Umsatz- oder Gewinnsteigerung, kann die absolute Höhe des Wachstums sehr gut abgeschätzt werden. Die Bestimmung der relativen Höhe des Wachstums, im Vergleich zu Konkurrenzunternehmen oder der Branche,¹⁸³ wird dadurch möglich, kann aber erst durchgeführt werden, wenn das junge Unternehmen über genügend Zahlenmaterial aus der Unternehmensrechnung verfügt. Für einen Vergleich junger, innovativer Unternehmen fällt es oftmals sehr schwer, die Zugehörigkeit der jungen Unternehmen zu gewissen Märkten oder Marktsegmenten festzustellen, da diese Unternehmen durch die Nutzung von Innovationen neue Produkte herstellen oder neue Märkte schaffen.¹⁸⁴

Eine weitere Möglichkeit der Operationalisierung von Wachstum kann auch mithilfe qualitativer Maße, wie etwa der Anzahl an Patentanmeldungen oder der Zugehörigkeit zur Gruppe der „Innovatoren“, vorgenommen werden. So zeigten Hellman/Puri in ihrer Untersuchung unter anderem einen positiven Zusammenhang der Zugehörigkeit der Gruppe der „Innovatoren“, der Unterstützung durch eine VCG und der Dauer des Zugangs zum Absatzmarkt.¹⁸⁵

Ansätze zum Vergleich großer, etablierter Unternehmen mit kleinen, innovativen Unternehmen auf Basis qualitativer Maße liefern u. a. Duelli/van de Locht und Kortum/Lerner, die das Wachstum bzw. die Wachstumschancen auf Basis der Anzahl neuer Patente bzw. neuer Produkte in der Pipeline vergleichen.¹⁸⁶ Der Zusammenhang zwischen der Erreichung höherer Wachstumsraten von jungen, innovativen Unternehmen und der Fähigkeit neue Märkte oder neue Produkte zu schaffen, zeigt ebenfalls die Vorteile junger Unternehmen im Innovationswettbewerb auf.¹⁸⁷ In den sogenannten Wachstumsbranchen, wie etwa Biotechnologie oder Internet, zeigt sich auch ein klarer positiver Zusammenhang zwischen der Vergabe von Venture Capital und dem Wachstum des Marktsegments. So hat Lerner festgestellt, dass in der Bio-

¹⁸² Vgl. Schwall (2001), S. 51.

¹⁸³ Vgl. Hayn (1998), S. 21 f.

¹⁸⁴ Vgl. Schwall (2001), S. 51 f. Gleichermaßen gilt auch für den Vergleich junger, innovativer Unternehmen mit etablierten Unternehmen.

¹⁸⁵ Vgl. Hellman/Puri (2000), S. 973 ff. Zur Diskussion der Eignung von Patentdaten zur Messung von Innovationen vgl. Kortum/Lerner (1998), S. 31 ff.

¹⁸⁶ Vgl. Duelli/van de Locht (2001), S. 21 ff. und Kortum/Lerner (1998), S. 36 f. Die Verknüpfung zwischen Wachstum und qualitativen Maßen kann durch die dargelegten Untersuchung nur als hinreichend bezeichnet werden.

¹⁸⁷ Vgl. Brüderl et al. (1993), S. 525 f. und Nerlinger (1995), S. 20 f. (zitiert nach Schwall (2001), S. 52)

technologie 85 % der gewährten Patente und der am Markt zugelassenen Wirkstoffe durch VC-finanzierten Unternehmen, die 30 % des Marktes ausmachen, entwickelt wurden.¹⁸⁸

Bei VC-finanzierten Unternehmen kommt es oftmals zu einer Verknüpfung von Unternehmenswachstum mit hohen Investitionen, was sich in der Anfangsphase des Unternehmensaufbaus häufig in negativen Ergebnissen auswirkt.¹⁸⁹ Mit den Implikationen dieser „hohen“ Investition beschäftigt sich der folgende Abschnitt.

Aufgrund der Schwierigkeit der Bewertung junger Unternehmen, die eine sehr kurze oder noch gar keine Unternehmenshistorie vorweisen können, kommt dem Businessplan als Instrument der Kapitalbeschaffung eine besondere Bedeutung zu, die im Kap. 2.1.3.3 erläutert werden soll.

2.1.3.2.2 Investitionen

Junge, innovationsorientierte Unternehmen können nur längerfristig am Markt bestehen, wenn sie die erforderlichen finanziellen Mittel erhalten können, die sie für die Vermarktung und Entwicklung ihrer Produkte und Dienstleistungen benötigen.¹⁹⁰ Besonders bei dieser Art von Unternehmen spielen daher die Möglichkeiten einer Finanzierung durch einen Beteiligungskapitalgeber eine besondere Rolle.¹⁹¹

Führt man sich die Situation in jungen Unternehmen vor Augen, so kann man erkennen, dass Gründer bzw. Gründerteams zum einen nur einen Teil der erforderlichen personellen Fähigkeiten selbst erfüllen können und sich die weiteren erforderlichen Fähigkeiten „einkaufen“ müssen.¹⁹² Zum anderen bestehen finanzielle Engpässe zur

¹⁸⁸ Vgl. Lerner (1998), S. 110.

¹⁸⁹ Vgl. Fendel (1989), S. 25 f. und Schwall (2001), S. 52 sowie die dort genannten weiteren Literaturquellen.

¹⁹⁰ Vgl. Pleschak et al. (1997), S. 36.

¹⁹¹ Vgl. Albach et al. (1986), S. 38 f. Die Höhe der erforderlichen Investitionen in junge, innovationsorientierte Unternehmen ist dabei i. d. R. deutlich größer als die Höhe der Investitionen in Unternehmen, deren Produkte oder Dienstleistungen nicht auf Innovationen aufbauen.

¹⁹² Untersuchungen zur Unternehmenserfahrung von Gründern zeigen, dass viele Gründer bzw. Gründerteams nur einen Teil der notwendigen Erfahrungen für eine Unternehmensgründung mitbringen. Kulicke et al. fanden in ihrer Untersuchung heraus, dass zwar mehr als 50 % der Gründer technologieorientierter Unternehmen F&E-Erfahrungen mitbrachten, aber nur sehr wenige kaufmännische und Vertriebserfahrungen mit in ihr Unternehmen einbringen konnten. Vgl. Kulicke et al. (1993), S. 33. Zur Gründerpersönlichkeit vgl. auch Klandt (1984), S. 118 ff.

Beschaffung der betrieblichen Ressourcenausstattung der jungen Unternehmen.¹⁹³ Speziell in den frühen Entwicklungsphasen steht oftmals ein sehr hoher Investitionsbedarf einer relativ geringen Selbstfinanzierungsmöglichkeit durch die Gründer gegenüber.¹⁹⁴ In den späteren Entwicklungsphasen¹⁹⁵, beginnend mit der Wachstumsphase, sind die Investitionen durch das angestrebte weitere Wachstum zunächst noch relativ hoch. Allerdings beginnen auch in der Wachstumsphase Rückflüsse in Form von Umsatzerlösen stärker an Bedeutung zu gewinnen, wodurch zumindest die „erfolgreichen“ Unternehmen den Break-even¹⁹⁶ schaffen und dadurch unabhängiger von unternehmensexternen Kapitalquellen werden.

Da junge, innovative Unternehmen also auf hohe Investitionen zur Entwicklung ihrer Produkte oder Dienstleistungen angewiesen sind und sie diese i. d. R. nicht selbst aufbringen können¹⁹⁷, müssen sie sich anderer Quellen, wie etwa der Eigenkapitalfinanzierung oder der öffentlichen Fördermittelfinanzierung, bedienen.

Die folgende Darstellung¹⁹⁸ soll, ausgehend von den Entwicklungsphasen eines jungen Unternehmens, zusammenfassend die in diesem Abschnitt besprochenen Punkte darlegen und dabei die besonders bei jungen, innovativen Unternehmen auftretenden Investitionserfordernisse aufzeigen.

¹⁹³ Die Höhe der Investitionen, besonders in der Markteinführungsphase, hängen nach Pleschak u. a. von der Komplexität der Produkte, dem Zielmarkt, dem Absatzweg und dem Technologiegebiet ab. Vgl. Pleschak (1996), S. 35 f. So weisen Unternehmen in forschungsintensiven Feldern, wie etwa der Biotechnologie, i. d. R. im Durchschnitt höhere Aufwendungen als Unternehmen in wissensbasierten Bereichen oder Branchen, wie z. B. der Softwareindustrie, auf. Vgl. Schwall (2001), S. 55.

¹⁹⁴ Vgl. Kulicke (1997), S. 129 und Schwall (2001), S. 53 f. In diesen beiden Phasen treffen sehr hohe Aufwendungen aufgrund der Entwicklungstätigkeit sowie des Markteintrittes auf (noch) nicht vorhandene bzw. sehr geringe Rückflüsse aus Umsatzerlösen. Vgl. Albach et al. (1986), S. 38 ff.

¹⁹⁵ Vgl. hierzu Kap. 2.3.1.

¹⁹⁶ Nach Überschreiten der Gewinnschwelle (Break-even) können Unternehmen einen Teil der anfallenden Neuinvestitionen aus ihren Gewinnen selbst finanzieren.

¹⁹⁷ Vgl. Kulicke (1997), S. 129. Die Höhe des Nettokapitalbedarfs lag nach einer Untersuchung von Kulicke bei nahezu 60% der befragten Technologieunternehmen bei mehr als 1 Mio. DM. (1 DM entspricht rund 0,51 Euro).

¹⁹⁸ Vgl. Abb. 2-8.

Entwicklungsphase	Gründung	Forschung und Entwicklung	Markteinführung	Wachstum
Finanzierungsphase	Seed	Start-up		Expansion
Investitionsbedarf junger, innovativer Unternehmen	niedrig	mittel bis hoch	sehr hoch	hoch
Selbstfinanzierungsmöglichkeiten des Unternehmens	hoch	mittel bis gering	sehr gering	gering bis mittel
Hauptbereiche der Kostenverursachung	-Anmeldungskosten - Büro- und Geschäftsausstattung - Konzepterstellung und -prüfung	- F&E-Personal - Anlagevermögen - ggf. Lizizenzen - Fremdforschung	- Aufbau Marketing/ Vertrieb - Aufbau Fertigung	- Ausweitung Marketing/Vertrieb - Produktionserweiterung - Intensivierung Einkauf
Typische Finanzierungsquellen	<p>----- Eigene Mittel ----- →</p> <p>----- Öffentliche Fördermittel ----- →</p> <p style="text-align: center;">← ----- Venture Capital -----</p>			

Abb. 2-8: Finanzierungsmöglichkeiten junger, innovativer Unternehmen nach Entwicklungsphasen

Quelle: Finanzierungsquellen nach Schefczyk (2004), S. 42, eigene Darstellung.

Besonders in den frühen Phasen stehen den Gründern oftmals nur wenige Kapitalquellen für ihr Unternehmen zur Verfügung. Eine Fremdfinanzierung scheitert dabei oftmals aus Sicht der Kapitalgeber an der asymmetrischen Partizipation an den Chancen und Risiken einer innovativen Unternehmensgründung.¹⁹⁹ Aufgrund des hohen innovativen Unternehmensgründungen inhärenten Risikos stehen den Gründern in den frühen Unternehmensentwicklungsphasen oftmals nur öffentliche Fördermittel und Kapital von VCG, CVCG oder von Business Angels²⁰⁰ zur Verfügung.

Um allerdings von Beteiligungskapitalgesellschaften Kapital zu erhalten, muss ein durchdachtes schriftliches Unternehmenskonzept, aus dem der Kapitalgeber Ent-

¹⁹⁹ Kulicke (1997), S. 131 f. Banken haben kein Interesse in Unternehmen mit hohem Risiko zu investieren und dafür keinen risikoadäquaten Zinssatz zu erhalten. Ein hohes Risiko besteht aus Sicht der Kapitalgeber aufgrund der fehlenden Vergangenheitsdaten des Unternehmens sowie aufgrund weiterer Risiken, wie etwa technischer oder marktspezifischer Risiken.

²⁰⁰ Business Angel sind informelle Kapitalgeber, meist reiche Einzelpersonen, die jungen Unternehmen Anschubfinanzierungen und teilweise auch eine beschränkte Managementunterstützung gegen eine Beteiligung am Unternehmen zur Verfügung stellen.

wicklungsplanungen aller wichtigen Unternehmensbereiche entnehmen kann, geschrieben werden. Auf dieses Instrument soll kurz im folgenden Kapitel eingegangen werden.

2.1.3.3 Der Businessplan als Instrument der Kapitalbeschaffung

Die schriftliche Formulierung des Unternehmenskonzepts wird meist als Businessplan bezeichnet und stellt das wichtigste Informationsinstrument zur Kapitalbeschaffung, sowohl von Eigen- als auch von Fremdkapital, dar.

Der Business- oder Geschäftsplan dient sowohl den Gründern als auch den Investoren oder anderen Interessensgruppen zur Darstellung ihrer Geschäftsidee und aufgrund seiner schriftlichen Form zu einer Systematisierung und Fokussierung der Geschäftsidee.²⁰¹ Da ein neugegründetes Unternehmen im Gegensatz zu etablierten Unternehmen über keine Vergangenheitsdaten, etwa in Form von Bilanzen, verfügt, ist der Businessplan das zentrale Kommunikationsinstrument des neugegründeten, jungen Unternehmens.²⁰² Daneben hilft der Geschäftsplan den Gründern mögliche Risiken innerhalb ihrer Geschäftsidee frühzeitig zu erkennen.²⁰³ Der Geschäfts- oder Businessplan bildet also im Venture Capital-Bereich neben den Gesprächen mit den Gründern des potentiellen Portfoliounternehmens die Grundlage der Beteiligungswürdigkeitsprüfung, da er alle Planungsinformationen zum Markt, zum Wettbewerb, zum Produkt, zum Gründerteam, zur Finanzierung, zur zeitlichen Realisierung sowie zum Chancen-/Risiko-Verhältnis beinhaltet bzw. beinhalten sollte.²⁰⁴

Zu den Merkmalen guter Businesspläne gehören die Aussagekräftigkeit, die Nachvollziehbarkeit, die Verständlichkeit sowie die Konsistenz und Stringenz des Plans.²⁰⁵ Aussagekräftigkeit heißt hier, dass der Leser, ggf. ein potentieller Investor, die Information erhält, welche er für seine Investitionsentscheidung benötigt. Diese Information sollten des Weiteren für den Leser nachvollziehbar sein, was z. B. durch die Hereinnahme von Studienergebnissen bei zentralen Punkten erreicht wird. Eine

²⁰¹ Vgl. Kulicke (1997), S. 133.

²⁰² Der Businessplan kann sowohl als Kommunikationsinstrument im Unternehmen, z. B. für die Gründer untereinander oder die Angehörigen der Gründer, als auch als Kommunikationsinstrument nach außen, z. B. für potentielle Kapital- oder Fördermittelgeber und Kunden oder Lieferanten, Verwendung finden.

²⁰³ Vgl. Heucher et al. (2000), S. 4.

²⁰⁴ Vgl. Schween (1996), S. 106 f.

²⁰⁵ Vgl. Heucher et al. (2000), S. 45 f.

klare Sprache stellt ein weiteres wichtiges Merkmal dar.²⁰⁶ Da gerade Investoren oftmals das technische Potential einer Geschäftsidee, speziell bei technologieorientierten Unternehmen, nur zu einem gewissen Teil einschätzen können, ist besonders auf die Konsistenz und Stringenz der Information zu achten. Besonders die Überprüfung von Zusammenhängen ist eine Möglichkeit für den Investor die Qualität des Businessplanes abschätzen zu können.²⁰⁷

Der Businessplan gliedert sich dabei in aller Regel in verschiedene Kapitel²⁰⁸, die den unterschiedlichen Teilbereichen der Gründungsidee Rechnung tragen. Eine übliche Gliederung kann dabei wie folgt aussehen:

- 1) Zusammenfassung bzw. Executive Summary
- 2) Produkt- bzw. Dienstleistungsidee und Geschäftsmodell
- 3) Gründer bzw. Gründungsteam
- 4) Markt / Marketing
- 5) Organisation
- 6) Zeit- bzw. Realisierungszeitplan
- 7) Risiken des Geschäftsmodells
- 8) Finanzierung
- 9) Anhang

Im Folgenden wird kurz auf die einzelnen Teilbereiche eines Geschäftsplanes eingegangen, wobei hier keine vollständige Darstellung der möglichen Inhalte vermittelt werden soll. Der Leser soll lediglich einen Eindruck zu den einzelnen Gliederungspunkten erhalten.²⁰⁹

Das Executive Summary soll einen kurzen, prägnanten Überblick über die wichtigsten Teilbereiche des Unternehmenskonzeptes liefern. Speziell für Venture Capitalisten ist diese Zusammenfassung wichtig, da sie aufgrund der Vielzahl der eingebrachten Unternehmenskonzepte oft nur die Zeit haben, diesen Teil zu lesen. Danach

²⁰⁶ Im Businessplan sollten kurze, klare Sätze verwendet werden, um die Verständlichkeit zu erhöhen. Frei nach dem Zitat von George Orwell: „Never use a long word where a short one will do“. Vgl. hierzu auch Köhler (1995), S. 13.

²⁰⁷ So wird ein Leser des Businessplanes sicherlich stutzig, wenn er z. B. im Kapitel zur Produktidee liest, dass eine teure Maschine für die Produktion benötigt wird, diese jedoch im Kapitel Finanzierung nicht als Finanzierungsbedarf wiederfindet.

²⁰⁸ Zur Gliederung eines Businessplanes sowie zu den folgenden Ausführungen vgl. Heucher et al. (2000), S. 49 ff.

²⁰⁹ Für den über die folgenden Ausführungen hinaus interessierten Leser sei das praxisorientierte Buch „Planen gründen, wachsen“ von Heucher et al. (2000) empfohlen.

entscheidet sich, welchen Plan sie weiter lesen. Daher sollten die Gründer diesem Teil einige Aufmerksamkeit bei der Erstellung widmen.

Das Kapitel zur Unternehmensidee sollte dem Leser die Einzigartigkeit des Geschäftsmodells bzw. der -idee vermitteln. Dabei ist sehr wichtig, dass auf den Kundennutzen und auf den Absatzmarkt eingegangen wird. Besonders die Ausführungen in diesem Abschnitt haben vielfältige Auswirkungen auf die weiteren Abschnitte.²¹⁰

Die Fähigkeiten und Qualifikation der einzelnen Gründer sowie von wichtigen Mitinitiatoren oder Mitarbeitern und deren Beitrag zum Erfolg des Gründungsvorhabens sollten im Abschnitt zum Unternehmerteam vorgestellt werden.²¹¹

Aufgrund der Wichtigkeit der Darstellung des Kundennutzens der Geschäftsidee ist der Abschnitt zum Markt / Marketing sehr wichtig. Hier sollte der Markt für das Produkt bzw. die Dienstleistung verdeutlicht werden sowie die Wettbewerber und deren Vor- und Nachteile im Markt analysiert werden. Aufbauend auf die eigenen Stärken sollte eine stringente Marketingkonzeption aufgezeigt werden.

Im Rahmen des Abschnittes zur Organisation werden die Einzelschritte dargestellt, welche zur Umsetzung der Geschäftsidee notwendig sind. Darin werden z. B. Verantwortlichkeiten im Unternehmen geregelt und dargelegt, weshalb das Produkt selbst produziert oder fremdgefertigt werden sollte.

Der Abschnitt zum Realisierungsplan enthält den zeitlichen Rahmen einzelner Entwicklungen und Prozesse im Unternehmen und unterstützt die bessere Abschätz- und Planbarkeit der einzelnen Aktivitäten innerhalb des Unternehmens.

Die Betrachtung der möglichen Risiken des Gründungsprojektes schafft oftmals Vertrauen beim Leser des Businessplanes. Hier werden Risiken im Rahmen der Geschäftsentwicklung erfasst und deren Eintrittswahrscheinlichkeit sowie mögliche Gegenmaßnahmen bewertet.

Die Finanzierung stellt schließlich bei vielen jungen Unternehmen eine Schlüsselrolle dar. Dabei sollte im Businessplan sowohl der Mittelbedarf als auch die möglichen

²¹⁰ Vgl. hierzu die Ausführungen in Fußnote 173.

²¹¹ Besonders im US-amerikanischen VC-Markt wurde der Spruch „I invest in management, not in ideas“ (Zitat von Eugene Kleiner, bekannter Venture Capital-Unternehmer) geprägt. Er soll die Wichtigkeit des Unternehmerteams für den Erfolg des Unternehmens wiederspiegeln.

Vgl. hierzu u. a. Siegel et al. (1988), S. 237.

Renditeaussichten für den Kapitalgeber dargelegt werden. In diesem Abschnitt befinden sich u. a. eine Finanzbedarfs-, eine Liquiditäts- und eine Rentabilitätsrechnung, welche die in den vorhergehenden Abschnitten getroffenen Aussagen im Rahmen der Finanzierungsrechnung erfassen.

Weiterführende Information, wie z. B. Marktstudien, können zur Illustration der vermittelten Informationen im Anhang des Geschäftskonzeptes aufgeführt werden.

Der gesamte Umfang des schriftlichen Geschäftskonzeptes sollte trotz der vielfältigen Ausführungen relativ kurz sein.²¹²

Im folgenden Abschnitt werden die möglichen Ziele der am CVC-Prozess beteiligten Kapitalgeber und –nehmer aufgezeigt.

²¹² Heucher et al. gehen von einem Umfang von maximal 30 Seiten aus. Vgl. hierzu Heucher et al. (2000), S. 46.

2.2 Ziele der am CVC-Prozess beteiligten Unternehmen

Bei der historischen Betrachtung des CVC-Marktes hat sich gezeigt, dass CVCG und deren Mutterunternehmen heutzutage vermehrt direkte Investments in junge Unternehmen vornehmen, was ein verstärktes strategisches Interesse an den Start-ups vermuten lässt.²¹³ Daher sollen in diesem Kapitel die Ziele der CVCG und von deren Mutterunternehmen aufgezeigt werden, um deutlich zu machen, welche Interessen diese mit einem Engagement in junge Unternehmen verfolgen. Neben den Zielen der CVCG und deren Muttergesellschaft müssen natürlich auch die Ziele der jungen, innovativen Unternehmen als CVC-Nehmer in Betracht gezogen werden, um verstehen zu können, weshalb sich junge Unternehmen für CVCG entscheiden.²¹⁴

2.2.1 Ziele der CVC-Geber und deren Mutterunternehmen im Überblick

In diesem Abschnitt werden die Ziele der CVC-Gesellschaften und deren Mutterunternehmen betrachtet, die in der einschlägigen Literatur erwähnt werden.²¹⁵

In der Literatur zu CVC-Investments wird meist zwischen finanziellen und strategischen Zielstellungen aus Sicht des Investors unterschieden.²¹⁶ Finanzielle Ziele werden dabei i. d. R. an einem direkten finanziellen Ertrag aus dem Investment, d. h. bei Veräußerung des Portfoliounternehmens, festgemacht. Dabei lassen sich finanzielle Ziele nach Veräußerung des Investmentobjektes gut in Form des Return on Investment (ROI) oder der im VC-Bereich sehr gängigen Internal Rate of Return (IRR) messen.²¹⁷ Strategische Ziele basieren i. d. R. auf der Realisierung potentieller Vorteile für das existierende Geschäft des Mutterunternehmens, wie z. B. der Einblick in

²¹³ Vgl. Kap. 2.1.2.

²¹⁴ Neben den CVCG stehen den jungen, innovativen Unternehmen, zumindest denjenigen mit einem überzeugenden Konzept, auch andere Quellen, wie z. B. die unabhängiger VCG, zur Verfügung.

²¹⁵ Die Ziele der CVCG variieren natürlich von Unternehmen zu Unternehmen, die Aufarbeitung wissenschaftlicher Quellen soll allerdings das Spektrum der möglichen (potentiellen) Ziele von CVCG bzw. deren Mutterunternehmen aufzeigen. Zu den einschlägigen Literaturquellen in diesem Themenbereich vgl. die Hinweise in den folgenden Fußnoten sowie besonders in Tab. 2-2.

²¹⁶ Vgl. Cooper et al. (2001), S. 6 ff., Kann (2000), S. 11, Maula/Murray (2000), S. 6 f., Poser (2003), S. 84 ff., Schween (1996), S. 78 ff., Siegel et al. (1988), S. 234 f. und Winters/Murfin (1988), S. 207 f.

²¹⁷ Zur Verwendung der IRR als Maß zum Vergleich der Performance von VCG vgl. EVCA (Hrsg.) (2001), S. 5 ff.

neue Technologien oder der Zugang zu neuen Märkten. Sie sollen also langfristig den Wert, die Umsätze oder die Gewinne einzelner Geschäftseinheiten bzw. des gesamten Unternehmens erhöhen.²¹⁸ Die Messbarkeit strategischer Ziele fällt im Gegensatz zu den finanziellen Zielen relativ schwer, da diese Ziele oftmals nur qualitativ gemessen werden können.²¹⁹

Blickt man auf die Geschichte des CVC, v. a. in den USA, zurück, so können drei unterschiedliche Entwicklungsphasen, die sich jeweils an verschiedenen Kombinationen der beiden Zielstellungen von CVC-Investitionen - strategisch oder finanziell - festmachen lassen, erkannt werden.²²⁰ In der ersten Phase waren CVC-Investments hauptsächlich an strategischen Zielen ausgerichtet.²²¹ In der zweiten Phase, die sich teilweise mit der ersten überschnitt, haben viele Industrie- und Dienstleistungskonzerne den finanziellen Wert eines CVC-Portfolios erkannt und haben daraufhin die finanziellen Ziele ihres CVC-Engagements in den Vordergrund gestellt.²²² In der dritten Phase schwang das Pendel nach Cooper et al. zurück und die Konzerne konzentrierten sich auf ein „Learning and Earning“, d. h. sie verfolgten sowohl strategische als auch finanzielle Ziele.²²³

Einen Ansatz zur Einordnung strategischer und finanzieller Ziele von Konzernen, die in externe junge Unternehmen investieren, wurde von *Chesbrough* gestaltet, der neben der Zielstellung des jeweiligen CVC-Investments auf der x-Achse, die Beziehung des Start-ups zum Kernkompetenzfeld des CVC-Mutterunternehmens auf der y-Achse aufträgt und hierdurch eine Vier-Felder-Matrix bzgl. der Ausrichtung der Investments aufspannt.²²⁴

²¹⁸ Vgl. Poser (2003), S. 87. Geht man von einem langfristigen Zeithorizont aus, so können strategische Ziele auch als finanzielle Ziele betrachtet werden, da sie zukünftiges Wachstum unterstützen bzw. forcieren sollen und dadurch zum zukünftigen finanziellen Erfolg des Unternehmens beitragen.

²¹⁹ Strategische Ziele, wie etwa der Einblick in neue Technologien, haben meist keinen direkt messbaren Einfluss auf den Geschäftsverlauf des Industrieunternehmens (CVC-Investor). Langfristig kann allerdings dieses Wissen über und der bessere Zugang zu solchen Technologien zu Wettbewerbsvorteilen gegenüber Konkurrenzunternehmen führen.

²²⁰ Vgl. Cooper et al. (2001), S. 13 ff.

²²¹ Vgl. hierzu die Ausführungen in Kap. 2.1.2.1. Die ersten Corporate Venturing-Ansätze in den USA waren sehr stark an strategischen Zielstellungen ausgerichtet.

²²² Vgl. Cooper et al. (2001), S. 13 f. und Gompers/Lerner (1998), S. 6 f. Während dieser Entwicklungsphase im CVC-Geschäft investierten viele Gesellschaften auch erstmals in Unternehmen, die nicht mit ihrem Kerngeschäft verbunden waren.

²²³ Vgl. Cooper et al. (2001), S. 14.

²²⁴ Vgl. Chesbrough (2002), S. 95 sowie Abb. 2-9.

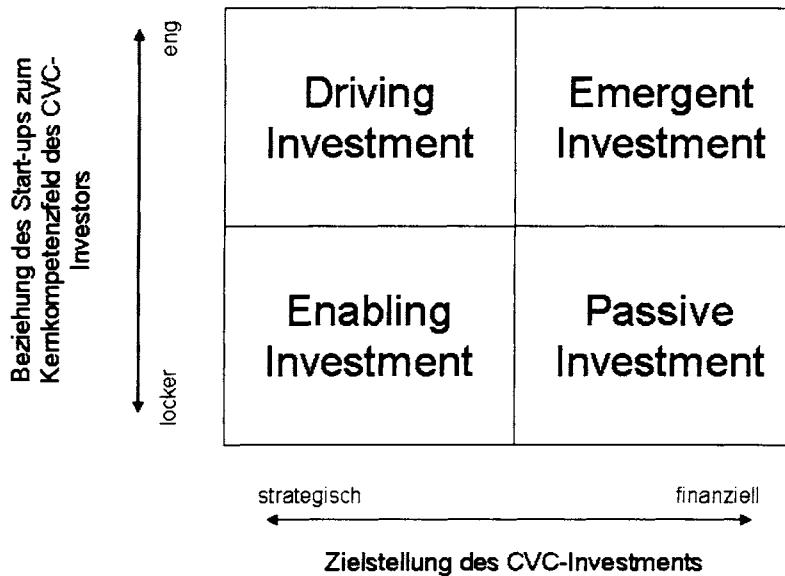


Abb. 2-9: Vier-Felder-Matrix zur Einordnung von CVC-Investitionen

Quelle: Chesbrough (2002), S. 95.

Chesbrough unterscheidet hierbei vier Arten von Investments:²²⁵

- Driving Investments sind durch einen engen Bezug zum Kernkompetenzfeld bzw. den operativen Fähigkeiten des CVC-Gebärs sowie durch eine starke strategische Zielstellung gekennzeichnet. Die CVC-Einheit und einzelne Geschäftseinheiten arbeiten dabei sehr eng mit dem Portfoliounternehmen zusammen und tauschen miteinander Informationen aus, die beiden Unternehmen nutzen. Ein Beispiel für diese Art von Investments sind die Investments von Microsoft, die eine Vielzahl junger Internet-Unternehmen unterstützten, die den Microsoft-Standard nutzten. Hierdurch konnte sowohl Microsoft einen Standard am Markt setzen als auch die jungen Start-ups diesen Standard nutzen, der sich aufgrund der Partnerschaft am Markt durchsetzen konnte.
- Enabling Investments sind zwar ebenfalls durch eine starke strategische Zielsetzung gekennzeichnet, der Bezug zu den operativen Fähigkeiten des CVC-Gebärs ist allerdings nur schwach ausgeprägt. Diese Art von Investments kann u. a. dazu beitragen, die Nachfrage in einem Industriebereich anzukurbeln, ohne das die Produkte oder Dienstleistungen von Mutterunternehmen und CVC-Nehmer eng

²²⁵ Zu den vier Arten von Investments sowie zu den genannten Beispielen vgl. Chesbrough (2002), S. 94 ff.

verknüpft sind. Ein gutes Beispiel für diese Strategie bildet Intel, die in den neunziger Jahren in viele junge, innovative Unternehmen investierten, die komplementäre Produkte herstellten. So investierte Intel u. a. in Hersteller von hochwertigen Grafikkarten, deren Erfolg am Markt wiederum zu einer Stimulierung des Absatzes von Intel-eigenen Mikroprozessoren führte.²²⁶

- Emergent Investments zeichnen sich durch eine enge Beziehung des jungen Unternehmens zum operativen Kerngeschäft des CVC-Gebers sowie einer eher finanziell ausgerichteten Zielstellung aus. Diese Art von Investments werden allerdings oft auch an potentiellen zukunftsorientierten strategischen Zielen ausgerichtet, um etwa Informationen über einen jungen, noch unsicheren Markt zu erhalten. Eine Entwicklung von „Emergent Investments“ hin zu „Driving Investments“ ist also durchaus möglich. Ein Beispiel für ein solches Investment bietet die Investition von Intel in einen Hersteller von günstigen Netzwerkkomponenten. Dieser Start-up nutzte zwar Intel-Prozessoren für seine Produkte auf eine neue Art und Weise, aber ein strategisches Interesse bestand darüber hinaus nicht. Durch diese Investition, die anfangs hauptsächlich aus finanziellem Interesse eingegangen wurde, hatte Intel aber auch Einblick in einen neuen Markt, der sich im Laufe der Jahre entwickelte. Nachdem sich ein Standard auf diesem Markt etabliert hatte, der nicht dem finanzierten Unternehmens entsprach, engagierte sich Intel selbst als Hersteller auf diesem Markt und konnte seine Erfahrung aus dem CVC-Investment nutzen.
- Passive Investments werden von Konzernen schwerpunktmäßig aus finanziellen Gründen getätigt, ein Bezug zum Markt, auf dem sich der Start-up bewegt, besteht i. d. R. nicht. Bei dieser Art von Investments werden die jungen Unternehmen meist nur in einem geringen Umfang von ihrem Mutterunternehmen bzw. der CVC-Einheit unterstützt, die Vorteile einer Partnerschaft mit einem Industrie- oder Dienstleistungsunternehmen kommen also meist nicht zum Tragen. Ein Beispiel stellen die Investitionen von Dell in verschiedene junge Unternehmen im Markt für Computer-Hardware dar, die zwar im Erfolgsfalle zu einer gewissen Nachfragesteigerung für Dell-Produkte hätte führen können. Da diese Chance allerdings sehr gering eingeschätzt wurde, erfolgte eine Auswahl der Investments lediglich nach renditeorientierten Motiven. Ein Problem dieser Investment-Strategie sind

²²⁶ Ein weiteres aktuelles Beispiel stellen auch die Investments von Intel über ihren CVC-Arm Intel Capital in junge Firmen, die den IEEE802.11-Standard für drahtlose Netze (wireless LAN oder kurz WLAN) nutzen und dadurch die Entwicklung dieses Markt vorantreiben sollten, dar. Hierdurch erhoffte sich Intel eine Ausbreitung des wireless LAN und dadurch auf einen Absatzschub für ihre parallel entwickelten mobilen, WLAN-fähigen Prozessoren, die unter der Bezeichnung „centrino“ (Entwicklungsbezeichnung: „Banias“) vertrieben werden. Vgl. Heise online (Hrsg.) (2003), o. S. und Heise online (Hrsg.) (2002), o. S.

allerdings die fehlenden strategischen Vorteile im Falle einer negativen finanziellen Entwicklung des Start-ups, wie sie etwa bei „Emergent Investments“ gegeben sind.

Aus diesen verschiedenen Arten von Investments können sechs strategische Zielebenen zur Wachstumsförderung aus Sicht der CVC-Mutterunternehmen abgeleitet werden.²²⁷ Dies sind (1) die Förderung eines Technologiestandards durch die Implementierung in Produkte oder Dienstleistungen von Start-ups, (2) die Stimulierung der Nachfrage des MU durch komplementäre Produkte oder Dienstleistungen junger Unternehmen, (3) die Gewinnung von Informationen zu neuen Technologien, die eine Substitutionsgefahr zu den derzeitigen Produkten oder Dienstleistungen des Konzerns darstellen können. Des Weiteren können (4) das Experimentieren mit neuen Fähigkeiten und Entwicklungen, die Geschäftsprozesse der Branche verändern können, (5) die Informationsgewinnung über neue, kleine Marktsegmente, die sich in der Zukunft zu attraktiven Märkten entwickeln könnten, und (6) die Kommerzialisierung von ungenutzten oder nicht zur Kernkompetenz passenden Entwicklungen²²⁸, als strategische Zielbereiche genannt werden.

Neben der Aufstellung potentieller Zielstellungen von CVCG und deren Mutterunternehmen nach Chesbrough hat Poser ebenfalls sechs Ziel-Cluster aus der einschlägigen wirtschaftswissenschaftlichen Literatur entwickelt.²²⁹ Poser fand als potentielle Vorteile aus Sicht eines CVC-Investors (1) den Aufbau von Technologie- und Markt-Know-how, (2) die Veränderung der Einstellung zu Innovationen und Veränderung, (3) die Akquirierung von externen Fähigkeiten sowie die Steigerung der Attraktivität des Unternehmens für potentielle Mitarbeiter, (4) den Aufbau von Netzwerken mit potentiellen Partnern, (5) die Erschließung neuer, attraktiver Technologiepotentiale und (6) die Schaffung neuer Umsatzpotentiale durch Nutzung von Unternehmensressourcen.

²²⁷ Vgl. Chesbrough (2002), S. 98 f.

²²⁸ Die Kommerzialisierung ungenutzter oder nicht zur Kernkompetenz passender Entwicklungen kann entweder durch die Ausgliederung entsprechender unternehmensexterner Einheiten oder durch die Vergabe von Lizzenzen an unternehmensexterne (junge) Unternehmen initiiert werden. Findet eine Ausgliederung unternehmensexterner Einheiten in eine rechtlich selbständige Gesellschaft statt, so kann von einem „Spin-off“ gesprochen werden.

²²⁹ Vgl. Poser (2003), S. 92 ff.

Zusammengefasst ergeben sich aus den beiden von *Chesbrough* und von *Poser* aufgestellten Ziel-Clustern sieben mögliche strategische Vorteile aus einem CVC-Investment aus Sicht des Mutterunternehmens:²³⁰

1. **Förderung von Technologiestandards** durch die Implementierung von Unternehmensprodukten oder –dienstleistungen in die Produkte und Dienstleistungen junger, innovativer Unternehmen
2. **Stimulierung der Nachfrage** durch Partnerschaften mit jungen, innovativen Unternehmen, die komplementäre Produkte und Dienstleistungen anbieten
3. **Aufbau von Technologie- und Marktwissen** durch die Generierung von Informationen durch junge, innovative Unternehmen ("Window on Technology")
4. **Experimentierung mit und Akquirierung von unternehmensexternen Fähigkeiten**²³¹
5. **Informationsgewinnung zu und Erschließung von neuen attraktiven Markt- und Technologiepotentialen**
6. **Kommerzialisierung nicht genutzter oder nicht zur Kernkompetenz passender Technologien und Ressourcen**
7. **Veränderung der Einstellung** zu Innovation und Veränderung im Unternehmen sowie in dessen Umfeld

Aufbauend auf diese beiden Ansätze werden im Folgenden schwerpunktmäßig die unterschiedlichen strategischen Zielstellungen von CVC-Investoren aus der Literatur eingeordnet²³² und anschließend diskutiert.

²³⁰ Vgl. *Chesbrough* (2002), S. 98 f. und *Poser* (2003), S. 92 ff.

²³¹ Die Experimentierung mit externen Fähigkeiten kann auch zur Steigerung der Attraktivität des Unternehmens bei potentiellen Mitarbeitern beitragen. Vgl. *Poser* (2003), S. 97 ff.

²³² Vgl. hierzu Tab. 2.2.

Ziel-Cluster Förderung von Technologiestandards Literaturquelle	Stimulierung der Nachfrage	Aufbau von Technologie- und Markt wissen	Experimentierung mit und Akquirierung von unternehmensexternen Fähigkeiten	Informationsgewinnung zu und Erschließung von neuen attraktiven Markt- und Technologiepotentiale n	Kommerzialisierung nicht genutzter Technologien und Ressourcen	Veränderung der Einstellung im Unternehmen
			<ul style="list-style-type: none"> • Auffinden neuer Märkte und Technologien • Verbesserungspotentiale für eigene Herstellungsprozesse 	<ul style="list-style-type: none"> • Zugang zu möglichen Akquisitionskandidaten 	<ul style="list-style-type: none"> • Möglichkeit der Herstellung und Vermarktung neuer Produkte 	
Winters/Murfin (1988), S. 207 f.			<ul style="list-style-type: none"> • Technologiebeobachtung („Window on Technology“) 	<ul style="list-style-type: none"> • Akquisitionsmöglichkeiten 	<ul style="list-style-type: none"> • Lizenz zur Nutzung neuer Technologien • Internationalisierung 	<ul style="list-style-type: none"> • Vergabe von Vermarktrechten
			<ul style="list-style-type: none"> • Identifizierung neuer Möglichkeiten 	<ul style="list-style-type: none"> • Zugang zu potentiellen Akquisitionskandidaten • Sammlung von Erfahrung mit Instrument CVC 	<ul style="list-style-type: none"> • Entwicklung von Geschäftsbeziehungen 	<ul style="list-style-type: none"> • Unterstützung von Spin-outs • Veränderung der Unternehmenskultur

Silver (1993), S. 6 f. und S. 59 ff.	<ul style="list-style-type: none"> • Zugang zu neuen Märkten • Zugang zu neuen Technologien • Sicherung der eigenen Entwicklungen gegenüber möglichen Substitutionsprodukten 	<ul style="list-style-type: none"> • Aufbau von Akquisitionskandidaten und Reduzierung von Akquisitions-Kosten • Werbewirkung 	<ul style="list-style-type: none"> • Reduzierung von eigenen F&E-Kosten • „Schritt halten“ im Wettbewerb 	<ul style="list-style-type: none"> • Nutzung vorhandener Absatzkanäle für neue Produkte • Nutzung von Überschusskapazitäten, -raum und -Zeit • Schaffung einer „Übungslandschaft“ für junge Führungsnachwuchskräfte • Verbesserung der Zusammenarbeit verschiedener Abteilungen • Ermutigung zur Unternehmensgründung als gesellschaftliche Aufgabe 	
				<ul style="list-style-type: none"> • Förderung von Spin-offs 	

<p><i>McNally (1997), S. 20 ff. und S. 87 ff.</i></p> <ul style="list-style-type: none"> • Entwicklung von Partnerschaftsbeziehungen • Indirekte Vorteile durch eine Verstärkung des Sektors der kleinen und mittelständischen Unternehmen 	<ul style="list-style-type: none"> • Entwicklung von Partnerschaftsbeziehungen • Unterstützung von Unternehmen vor- und nachgelagerter Wertschöpfungsstufen 	<ul style="list-style-type: none"> • Auffinden neuer Technologien • Verbesserung von Herstellungsprozessen/Verringerung von Herstellungskosten 	<ul style="list-style-type: none"> • Zugang zu potentiellen Akquisitionskandidaten • Sammlung von Erfahrung mit Instrument CVC • Werbewirkung 	<ul style="list-style-type: none"> • Identifizierung neuer Märkte • Diversifizierung 	<ul style="list-style-type: none"> • Soziale Verantwortung • Veränderung der Unternehmenskultur
<p><i>Keil (2000), S. 91 ff.</i></p>		<ul style="list-style-type: none"> • Entwicklung zusätzlicher komplexerer Applikationen 	<ul style="list-style-type: none"> • Sammlung von Wissen zu und Erfahrungen über neue Märkte 	<ul style="list-style-type: none"> • Technologietransfer • Zugang zu potentiellen Akquisitionskandidaten 	<ul style="list-style-type: none"> • Förderung von Spin-offs
<p><i>Maul/Murray (2000), S. 6 f.</i></p>			<ul style="list-style-type: none"> • Risikarme Lernmöglichkeiten zur Entwicklung neuer Markte/Technologien 	<ul style="list-style-type: none"> • Zugang zu potentiellen Akquisitionskandidaten 	<ul style="list-style-type: none"> • Erschließung attraktiver Marktpotentiale
<p><i>Kann (2000), S. 11 ff.</i></p>		<ul style="list-style-type: none"> • Steigerung der Nachfrage 	<ul style="list-style-type: none"> • Externe Forschung und Entwicklung 	<ul style="list-style-type: none"> • Beschleunigung des Marktzuganges • Externe Forschung und Entwicklung 	

<i>Maula (2001), S. 27.</i>	<ul style="list-style-type: none"> Unterstützung eigener Plattformen und Technologien Unterstützung eigener Plattformen und Technologien 	<ul style="list-style-type: none"> • Markt- und unternehmensorientierte Akquisitionskandidaten • Zugang zu potentiellen Akquisitionskandidaten 	<ul style="list-style-type: none"> • Markt- und unternehmensorientierte Generierung von Wissen zu neuen Märkten und Technologien • Zugang zu neuen Märkten 	<ul style="list-style-type: none"> • Nutzung von Unternehmensressourcen
<i>Chesbrough (2002), S. 98 f.</i>	<ul style="list-style-type: none"> Förderung eines Technologiestandards Stimulierung der Nachfrage 	<ul style="list-style-type: none"> • Gewinnung von Informationen zu neuen Technologien 	<ul style="list-style-type: none"> • Experimentieren mit neuen Fähigkeiten und Entwicklung 	<ul style="list-style-type: none"> • Kommerzialisierung von unge nutzten oder nicht zur Kernkompetenz gehörenden Entwicklungen oder Fähigkeiten
<i>Poser (2003), S. 93.</i>	<ul style="list-style-type: none"> Aufbau von Netzwerken mit potentiellen Partnern 	<ul style="list-style-type: none"> • Aufbau von Netzwerken mit potentiellen Partnern 	<ul style="list-style-type: none"> • Akquisition von externen Fähigkeiten und Steigerung der Attraktivität des Unternehmens 	<ul style="list-style-type: none"> • Veränderung der Einstellung zu Innovation und Veränderung

Mackewicz & Partner (Hrsg.) S. 28 f.	<ul style="list-style-type: none"> Etablierung von konzern-eigenen Standards 	<ul style="list-style-type: none"> Unterstützung des Absatzes der eigenen Produkte 	<ul style="list-style-type: none"> Einblicke in neue Technologien und bestehende Märkte 	<ul style="list-style-type: none"> Import neuer Technologien, Produkte und Prozesse 	<ul style="list-style-type: none"> Erschließung neuer Geschäftsfelder Finden von Diversifikationsansätze Erkenntnisse für die eigene F&E Optimierung des be-stehenden Geschäfts 	<ul style="list-style-type: none"> Nutzung "brach-liegender" Pa-tente Verwertung von Randaktivitäten
--	---	---	--	--	---	--

Tab. 2-2: Einordnung in der Literatur diskutierter strategischer Zielstellungen von CVC-Investments

Quelle: Ziel-Cluster in Anlehnung an Chesbrough (2002), S. 98 f. und Poser (2003), S. 90 ff. sowie die dargelegten weiteren Quellen.

Anm. zu Tab. 2-2:

- Leere Felder: In der jeweiligen Studie wurden keine zum Ziel-Cluster passenden Ergebnisse gefunden.
- Der Übergang zwischen einigen Ziel-Clustern ist teilweise fließend; Aus Gründen der Übersichtlichkeit wurde aber i. d. R. auf eine Mehrfachnennung von in den jeweiligen Quellen dargelegten Zielstellungen verzichtet, falls die Aussage hierdurch nicht zu sehr eingeschränkt wurde.

Die in Tabelle 2-2 vorgenommene Einordnung strategischer Zielstellungen von CVC-Investments kann natürlich nicht völlig überschneidungsfrei vorgenommen werden, da die von den einzelnen Autoren dargelegten Zielstellungen von CVC-Investoren durch unterschiedliche Fokussierung innerhalb deren Werken²³³ beeinflusst wird. Deshalb wurde bei der Einordnung der in der Literatur genannten potentiellen strategischen Zielstellungen in den meisten Fällen auf eine Mehrfachnennung bzw. – Zuordnung von erkannten Zielen aus Gründen der Übersichtlichkeit verzichtet, falls hierdurch die Richtigkeit der Einordnung nicht in Frage gestellt wurde. Daneben dient die Einordnung der in der Literatur erwähnten Zielstellungen zur Verdeutlichung der sieben Ziel-Cluster, die im Rahmen dieser Arbeit entwickelt wurden.

Neben den in Tabelle 2-2 genannten strategischen Zielstellungen eines CVC-Investments aus Sicht eines Investors nennen alle dort genannten Autoren auch finanzielle Ziele, wie etwa eine Internal Rate of Return (IRR) oder einen Return on Investment (ROI). Im Vergleich zu unabhängigen VC-Gesellschaften, die sich hauptsächlich auf eine finanzielle Wertentwicklung ihrer Portfoliounternehmen stützen,²³⁴ hat die finanzielle Zielstellung im Gegensatz zur strategischen Zielstellungen bei CVC-Gesellschaften i. d. R. einen geringeren Stellenwert.²³⁵

Eine positive Korrelation von finanziellen und strategischen Zielen kann dabei teilweise sicherlich vorkommen, ein breiter Konsens dieses Zusammenhangs ist aller-

²³³ Vgl. Poser (2003), S. 92 und Tab. 2-2.

²³⁴ Die Investoren in unabhängige VC-Gesellschaften investieren mit den Zielen Rentabilität, Sicherheit und Liquidität. Einen Überblick zu den Zielen der Kapitalgeber von VCG bietet u. a. Schefczyk (2004), S 28 ff.

²³⁵ Beispiele hierfür sind u. a. die Untersuchung von Schween, in der 10 von 12 befragten Unternehmen angaben, eine rein bzw. eine primär strategisch ausgerichtete Zielstellung bei CVC-Investments zu verfolgen. Vgl. Schween (1996), S. 174.

Auch die Untersuchung von Birkinshaw et al. konnte zeigen, dass die deutliche Mehrheit der befragten CVC-Investoren (rund 60 bis 70 %) aus primär strategischen Zielsetzungen in junge, innovative Unternehmen investiert. Birkinshaw et al. unterschieden in ihrer Untersuchung die CVC-Einheiten nach den Hauptzielen des Mutterunternehmens sowie nach der Ausrichtung der CVC-Strategie in vier Gruppen, die sie mit „External Financial“, „External Strategic“, „Internal Growth“ und „Internal Spin-out“ bezeichneten. Vgl. Birkinshaw et al. (2002), S. 28 f.

Weitere empirische Analysen zu Zielen von CVC-Investoren sind u. a. bei Siegel et al (1988), S. 235 f., Sykes (1990), S. 42 ff. und Tyebjee, T. (2001), o. S. zu finden.

dings in der einschlägigen Literatur nicht zu finden.²³⁶ So kann im Allgemeinen aber trotzdem mit einer höheren Wahrscheinlichkeit davon ausgegangen werden, dass im Falle eines finanziellen Totalverlustes des Investments auch ein Verlust des „strategischen“ Erfolges stattfinden wird.²³⁷ Daneben kann z. B. bei einer strategischen Partnerschaft, in der das junge Unternehmen das Mutterunternehmen als Lead-Kunden gewinnen kann, von einem Reputationszuwachs und dadurch von einer höheren Erfolgswahrscheinlichkeit beim Markteintritt ausgegangen werden.

Im Folgenden werden die Ausprägungen der einzelnen Ziel-Cluster, die zu Beginn dieses Kapitels gebildet wurden, dargelegt und diskutiert werden.

2.2.1.1 Förderung von Technologiestandards

Eine Zielstellung von CVC-Investoren stellt die Förderung von Technologiestandards dar, die von den Mutterunternehmen gestaltet oder angewandt werden. Hierbei bildet das Mutterunternehmen ein Netzwerk mit einem oder mehreren Portfoliounternehmen der Branche²³⁸ und ermöglicht diesen jungen Unternehmen den Zugang zu einer neu entwickelten Technologie.²³⁹ Dabei kann sich eine Technologie i. d. R. nur zu einem Branchenstandard durchsetzen, wenn sie von einer Vielzahl von Unternehmen akzeptiert und eingesetzt wird. Setzt sich die Technologie als Standard am Markt durch, so kann im „best case“ eine Win-Win-Situation²⁴⁰ sowohl für den CVC-Geber als auch für den CVC-Nehmer entstehen. Bei Eintreten dieses Optimalfalles kann sowohl das Mutterunternehmen als Entwickler der Technologie als auch das Portfoliounternehmen als „früher“ Anwender eines Standards, durch die gewonnene

²³⁶ So gehen Sykes und Yates/Roberts von einer Korrelation von strategischen und finanziellen Zielen aus (Sykes bezieht sich dabei nur auf indirekte CVC-Investments). Vgl. Sykes (1990), S. 38 und Yates/Roberts (1991), S. 17 f.

Schon Yates/Roberts warnen aber trotz des Nachweises einer Korrelation in ihrer Arbeit vor der Annahme, dass eine finanzielle Zielerreichung das Erreichen von strategischen Zielen befördern würde. Ein Beispiel für diese Annahme zeigen u. a. Greenhal/Larson (1983), S. 74 f.

Daneben zeigt u. a. die Arbeit von Maula/Murray, dass ein höherer finanzieller Erfolg von CVC-Investments gegenüber VC-Investments vom Vorhandensein eines „strategic fit“ abhängt. Dies sagt aber natürlich noch nicht viel über eine Korrelation von strategischen und finanziellen Zielen aus Sicht des Investors, sondern deutet lediglich die Möglichkeit des Vorhandenseins einer solchen Korrelation an. Vgl. Maula/Murray (2000), S. 2 f.

²³⁷ Vgl. Poser (2003), S. 88.

²³⁸ Vgl. Poser (2003), S. 92 f.

²³⁹ Vgl. Maula (2001), S. 27.

²⁴⁰ Von einer Win-Win-Situation kann gesprochen werden, wenn alle (zwei oder mehr) an einem Geschäft beteiligte Unternehmen einen Erfolg verbuchen können.

Erfahrung im Umgang mit der Technologie, profitieren.²⁴¹ Da aber normalerweise in eine Vielzahl von Unternehmen investiert werden muss, um einen Technologiestandard zu „promoten“, bedarf es einer großen Investitionssumme um dieses Ziel zu erreichen. Durch die Notwendigkeit einer hohen Investition in einige junge Unternehmen der gleichen oder ähnlichen Branchen steigt allerdings auch das Risiko einer Fehlinvestition aufgrund fehlender Diversifizierung des Portfolios stark an. Auf der anderen Seite stehen dem CVC-Geber aber große Marktpotentiale offen, sollte er den konzerneigenen Standard am Markt etablieren können.²⁴² Bei der Durchführung einer solchen Strategie ist daher ein sehr gutes Management erforderlich, um neue Möglichkeiten zu erkennen und um auf Veränderungen im Umfeld schnell reagieren zu können.²⁴³

2.2.1.2 Stimulierung der Nachfrage

Die Stimulierung der Nachfrage von eigenen Produkten stellt ein weiteres potentielles Ziel eines CVC-Investors dar. Dabei investiert das Mutterunternehmen in junge Unternehmen, die komplementäre Produkte oder Dienstleistungen anbieten.²⁴⁴ Hierdurch wird die Nachfrage nach Produkten oder Dienstleistungen des CVC-Geberts durch eine Stimulierung im „Ökosystem“, indem das Unternehmen agiert, erhöht, wovon auch das Mutterunternehmen profitiert.²⁴⁵ Unternehmen die diese Zielstellung verfolgen, investieren meist ebenfalls in mehrere junge Unternehmen eines Marktbereiches, um den gewünschten Erfolg erzielen zu können. Die Entwicklung von Geschäftsbeziehungen mit Unternehmen vor- und nachgelagerter Wertschöpfungsstufen kann daher allen Partnern im Netzwerk nutzen.²⁴⁶ Der CVC-Geber möchte seine

²⁴¹ Ein Beispiel für die Förderung eines Technologiestandards durch ein Unternehmen mithilfe einer CVC-Einheit stellt die Einführung der „Net“-Architektur durch Microsoft dar. Microsoft investierte in einige junge Unternehmen, die ihre Anwendungen auf Basis dieser Technologie entwarfen und dadurch der „Net“-Architektur zur Annahme am Markt verhalfen. Vgl. hierzu Chesbrough (2002), S. 94 sowie die Ausführungen zu „Driving Investments“ zu Beginn dieses Kapitels.

²⁴² Vgl. Mackewicz&Partner (Hrsg.) (2003), S. 28 f.

Geht man auf das in der vorhergehenden Fußnote zitierte Beispiel der Etablierung der „Net“-Architektur ein und vergleicht es mit der Einführung des PC-Betriebssystems Windows sowie der heute marktbeherrschenden Stellung vom Microsoft auf diesem Markt, so lassen sich die großen Chancen dieser Strategie abschätzen.

²⁴³ Vgl. Chesbrough (2002), S. 94.

²⁴⁴ Vgl. Keil (2000), S. 106.

²⁴⁵ Intel, mit seinem VC-Arm Intel Capital, stellt dabei einen CVC-Investor dar, der viele Investments aufgrund des Vorhandenseins von nachfragestimulierenden Faktoren tätigt. Vgl. Chesbrough (2002), S. 95 f.

²⁴⁶ Vgl. McNally (1997), S. 87.

Nachfrage durch komplementäre Applikationen erhöhen, die jungen Unternehmen können durch die Zusammenarbeit mit einem großen Unternehmen einen ersten „Lead“-Kunden gewinnen, was auch zum Aufbau der Reputation dieser Unternehmen am Markt beiträgt.²⁴⁷

2.2.1.3 Aufbau von Technologie- und Marktwissen

Ein weiteres, von vielen CVC-Gebern verfolgtes Ziel ist der Aufbau von Technologie- und Marktwissen. Diese Zielsetzung wird von mehreren Autoren mit dem aus dem Englischen stammenden Begriff „Window on Technology“ umschrieben.²⁴⁸ Dieser Ansatz soll es großen Unternehmen ermöglichen, frühzeitig Einblicke in neue technologische Entwicklungen zu erhalten, die von jungen, innovativen Unternehmen, die sich in ihrem CVC-Portfolio befinden, entwickelt werden.²⁴⁹ Hierdurch können die großen Unternehmen, ohne ein großes eigenes Entwicklungsrisiko einzugehen, von ihren Portfoliounternehmen lernen.²⁵⁰ Diese jungen Unternehmen können also teilweise als externe F&E-Organisation für den CVC-Geber bezeichnet werden.²⁵¹ Die Nutzung dieser Einblicke in technologische Entwicklungen junger Unternehmen ist allerdings von verschiedenen Parametern abhängig. Hierzu zählt u. a. der Kontakt zwischen Mutterunternehmen und Portfoliounternehmen. *Schween* geht dabei davon

²⁴⁷ Vgl. u. a. Chesbrough (2002), S. 98 f., Maula (2001), S. 27, Maula/Murray (2000), S. 6, Poser (2003), S. 92 f., Sykes (1990), S. 41 und Siegel et al. (1988), S. 234 ff.

²⁴⁸ Vgl. hierzu u. a. Schween (1996), S. 81 und Winters/Murfin (1988), S. 207 f.

²⁴⁹ Nach der von *Abell* entwickelten Konzeption des „Strategic Windows“ gehen meist wichtige technologische Entwicklungen nicht von der Industrie aus, in der sie später angewandt werden. Geht man von dieser Konzeption aus, so kann die Beobachtung von technologischen Entwicklung im Rahmen von CVC-Investments zur Früherkennung von wichtigen technologischen Entwicklungen beitragen. Vgl. Abell (1978), S. 21 ff.

Durch die Einblicke in neue technologische Entwicklungen können Trends erkannt werden und wichtige Informationen über neue, zukunftsträchtige Märkte erhoben werden. Diese Informationen verbessern die Möglichkeiten ggf. selbst in einen neuen Markt einzutreten und verringern zusätzlich das Risiko, dass beim Eintritt in einen unbekannten Markt auftreten kann. Vgl. Poser (2003), S. 96.

Silver ging in seiner Untersuchung auf einen weiteren Punkt ein, nämlich Einblicke in den Markt zu erhalten, um seine eigenen Entwicklungen gegenüber Substitutionsprodukten sichern zu können. Vgl. Silver (1993), S. 6 f.

²⁵⁰ Vgl. Maula/Murray (2000), S. 6 f.

²⁵¹ Vgl. Kann (2000), S. 22.

aus, dass der Einblick des CVC-Investors in neue Entwicklungen der jungen Unternehmen leichter fällt, je enger der Kontakt zwischen beiden Partnern ist.²⁵²

2.2.1.4 Experimentierung mit und Akquirierung von unternehmensexternen Fähigkeiten

Ein weiteres potentielles Ziel von CVC-Investoren ist die Experimentierung mit und die Akquirierung von unternehmensexternen Fähigkeiten. Dieses Ziel baut direkt auf dem im vorigen Abschnitt dargestellten Ziel, die Gewinnung von Einblicken in neue Märkte oder Technologien, auf. Es geht jedoch deutlich weiter als der Auf- oder Ausbau von Technologie- oder Marktwissen. Die CVC-Investoren möchten möglicherweise sich sehr erfolgreich entwickelnde junge Unternehmen akquirieren und nutzen das Instrument CVC, um hierüber einen Zugang zu potentiellen Akquisitionskandidaten zu finden.²⁵³ Eine weitere mögliche Ausprägung dieses Ziel-Clusters stellt auch die Experimentierung in neuen Märkten dar.²⁵⁴ Des Weiteren lernen natürlich besonders „junge“ CVC-Einheiten durch die Investition in Start-ups, wodurch neue Erfahrungen gemacht werden können, die für weitere externe oder interne Investments in der Zukunft genutzt werden können.²⁵⁵

Daneben kann die Aktivität einer CVC-Einheit in einem Unternehmen auch die Attraktivität des Unternehmens gegenüber talentierten Mitarbeitern erhöhen.²⁵⁶ Zum einen ist das Unternehmen für Mitarbeiter interessant, die eine Gründung eines technologieorientierten Unternehmens anstreben, und einen Spin-off mit Unterstützung des Unternehmens bzw. der CVC-Einheit in Erwägung ziehen. Zum anderen erhöht

²⁵² Vgl. Schween (1996), S. 81 f. Schween argumentiert, dass bei direkter Organisation der CVC-Aktivitäten der Einblick in neue Technologien leichter fällt als bei indirekter Organisation. Vgl. hierzu auch Kap. 2.3.3 zu den Organisationsformen von CVC-Aktivitäten.

²⁵³ Vgl. Maula (2001), S. 27, Maula/Murray (2000), S. 6, Sykes (1990), S. 41 und Siegel et al. (1988), S. 234 ff.

²⁵⁴ Vgl. Chesbrough (2002), S. 96 f. Chesbrough spricht hier von der Finanzierung junger Unternehmen durch einen CVC-Geber bei einer sehr unsicheren Marktentwicklung (z. B. ein neuer Markt mit neuem Kundenpotential). Das Mutterunternehmen hat dabei hauptsächlich finanzielle Interessen, sollte sich das Marktumfeld allerdings aus Sicht des MU positiv verändern, so wäre das Know-how des jungen Unternehmens nutzbar oder das Unternehmen könnte ggf. auch akquiriert werden.

²⁵⁵ Vgl. Schween (1996), S. 86 und Sykes (1990), S. 41. Hierdurch können sich das Unternehmen bzw. die Mitarbeiter der CVC-Einheit auch zusätzliche Fähigkeiten aneignen, wie z. B. der Aufbau von Netzwerken mit potentiellen Partner sowie die Schaffung zusätzlicher Umsatzpotentiale. Vgl. Poser (2003), S. 97.

²⁵⁶ Vgl. Poser (2003), S. 96 f.

die Aktivität einer CVC-Einheit innerhalb eines Unternehmens dessen Image nach außen und hilft dadurch attraktiver gegenüber potentiellen neuen Mitarbeitern²⁵⁷ sowie dem Unternehmensumfeld²⁵⁸ zu wirken.

2.2.1.5 Informationsgewinnung zu und Erschließung von neuen attraktiven Markt- und Technologiepotentialen

Die Informationsgewinnung zu und die Erschließung von neuen attraktiven Markt- und Technologiepotentialen stellt eine Schnittmenge zwischen den vorherigen beiden Zielstellungen von CVC-Investments dar. Hierbei verfolgt das Mutterunternehmen das Ziel, Technologien, Produkte oder Prozesse des jungen Unternehmens zu nutzen, allerdings ohne an einer Einbindung in die Konzernstrukturen interessiert zu sein. Die Nutzung von Technologien der jungen, finanzierten Unternehmen ist dabei u. a. durch die Vergabe von Lizenzen an das Mutterunternehmen möglich.²⁵⁹ Des Weiteren können Technologien in Kooperation entwickelt werden,²⁶⁰ wodurch Teile der Forschung und Entwicklung des CVC-Investors quasi ausgelagert werden.²⁶¹ Durch die Zusammenarbeit mit ihren Portfoliounternehmen in der F&E können die CVC-Geber ihre eigenen Entwicklungskosten reduzieren.²⁶²

Die Informationsgewinnung über neue attraktive Technologie- und Marktpotentiale dient dabei dem MU zur Erschließung neuer Geschäftsfelder, dem Finden von Diversifikationsansätzen, dem Nutzen von Erkenntnissen für die eigene F&E, der Optimierung des bestehenden Geschäfts sowie letztlich der Beschleunigung des Marktzuganges bzw. des erfolgreichen Agierens im Wettbewerb.²⁶³ Die Wachstums- und Diversifikationsziele können dabei anhand einer Ansoff-Matrix²⁶⁴ systematisiert werden. Schween sieht dabei lediglich die beiden Felder der Matrix mit neuen Produkten und vorhandenem Markt (Produktentwicklung) sowie dem Wachstum in neuen Märkten

²⁵⁷ Vgl. Poser (2003), S. 97.

²⁵⁸ Vgl. McNally (1997), S. 87 und S. 89.

²⁵⁹ Vgl. Winters/Murfin (1988), S. 207 f.

²⁶⁰ Vgl. Poser (2003), S. 101.

²⁶¹ Vgl. Kann (2000), S. 50 ff..

²⁶² Vgl. Silver (1993), S. 6 f.

²⁶³ Vgl. Chesbrough (2002), S. 96 f., Kann (2000), S. 50 ff., Mackewicz & Partner (Hrsg.) (2003), S. 28 f., McNally (1997), S. 87 ff., Poser (2003), S. 101 f. und Silver (1993), S. 6 f.

²⁶⁴ Vgl. Ansoff (1957), S. 113. Die Ansoff-Matrix ist eine Vier-Felder-Matrix, die nach markt- und produktorientierten Zielrichtungen des Wachstumsaspektes (Produkt- bzw. Marktinnovationen) systematisiert ist. Vgl. hierzu den Fragebogen im Anhang 1; Frage A5.

mit neuen Produkten (Diversifikation) als mögliche Zielstellungen für CVC-Finanzierungen.²⁶⁵

2.2.1.6 Kommerzialisierung nicht genutzter Technologien und Ressourcen

Eine weitere Zielstellung, die CVC-Geber mit ihrem Engagement verfolgen, ist die Kommerzialisierung nicht genutzter Technologien und Ressourcen. In großen Unternehmen werden viele Entwicklungen vorangetrieben, die teilweise nicht in das Portfolio des Unternehmens passen. Diese Entwicklungen, die oftmals in Form von Patenten vorliegen, können jedoch von Mitarbeitern oder externen Personen in einer Gründung genutzt und an den Markt gebracht werden, wodurch für das Großunternehmen Rückflüsse aus teilweise „brachliegenden“ Patenten erfolgen können.²⁶⁶ Oftmals werden dabei von den CVC-Einheiten Ausgründungen aus dem Unternehmen in Form von Spin-outs oder Spin-offs unterstützt.²⁶⁷

Neben der Vermarktung nicht genutzten Technologien können auch „freie“ Unternehmensressourcen oder Fähigkeiten zur Schaffung neuer Umsatzpotentiale eingesetzt werden.²⁶⁸ Dabei können z. B. Überschusskapazitäten oder freier Raum im Rahmen eines CVC-Investments vergeben werden.²⁶⁹ Des Weiteren bietet es sich im Rahmen eines CVC-Investments an, vorhandene Absatzkanäle von großen Unternehmen, speziell wenn eine internationale Marktpenetration erforderlich ist, zu nut-

²⁶⁵ Vgl. Schween (1996), S. 84 f. Schween argumentiert seine These dabei mit der Stärke großer, etablierter Unternehmen in den Bereichen Marketing und Vertrieb, die bei der Marktpenetration (gegebene Produkte auf vorhandenen Märkten) und der Marktentwicklung (gegebene Produkte auf neuen Märkten) von besonderer Bedeutung sind. Daher sei hier keine Zusammenarbeit mit jungen Unternehmen im Rahmen von CVC-Finanzierungen interessant.

²⁶⁶ Vgl. Mackewicz & Partner (Hrsg.) (2003), S. 28 f. und Winters/Murfin (1988), S. 207 f.

²⁶⁷ Vgl. Keil (2001), S. 104 und S. 107, McNally (1997), S. 87 und S. 89, Schween (1996), S. 178 sowie Sykes (1990), S. 41. Die Förderung von Spin-offs trägt neben der Nutzung von nicht genutzten Unternehmensentwicklungen auch zur Steigerung der Attraktivität des Unternehmens bei. Vgl. hierzu Kap. 2.2.1.4.

²⁶⁸ Vgl. u. a. Poser (2003), S. 92 f.

²⁶⁹ Vgl. Silver (1993), S. 6 f.

zen.²⁷⁰ Junge Start-ups haben dabei im Vergleich zu großen Konzernen meist sehr begrenzte Möglichkeiten beim Zugang zu Distributionskanälen.²⁷¹

2.2.1.7 Veränderung der Einstellung im Unternehmen

Ein weiteres potentielles Ziel, das von CVC-Investoren verfolgt wird, ist die Veränderung der Einstellung im Unternehmen bzw. in dessen Umfeld. Schwerpunktmaßig wird eine Veränderung oder Stärkung der Unternehmens- und Unternehmerkultur innerhalb des Unternehmens angestrebt.²⁷² Neben der Unterstützung von Ausgründungen soll den Führungskräften des CVC-Mutterunternehmens die Einstellung des Portfoliounternehmens hinsichtlich Motivation, Schnelligkeit und Kreativität näher gebracht werden, um diese Eigenschaften im eigenen Großunternehmen stärker zu nutzen.²⁷³ Die Führungskräfte sollen also durch indirektes Lernen von den jungen, innovativen Unternehmen ihre unternehmerischen Fähigkeiten stärken²⁷⁴ und dadurch zu einer Veränderung der Einstellung bezüglich Innovation und Veränderung innerhalb des Unternehmens beitragen.²⁷⁵

Teilweise geht diese Zielstellung auch über das eigene Unternehmen hinaus und sieht eine Ermutigung zur Unternehmensgründung durch die eigenen CVC-Aktivitäten als gesellschaftliche Aufgabe des Unternehmens.²⁷⁶

Sechs der im Verlauf dieses Kapitels dargestellten sieben potentiellen Ziel-Cluster von CVC-Investoren können nach ihrem Ausgangspunkt zur Entwicklung einer Technologie, eines Produktes oder einer Dienstleistung weiterhin zu zwei Gruppen zusammengefasst werden. In der ersten Gruppe finden sich die von technologischen

²⁷⁰ Vgl. Silver (1993), S. 6 f. und Winters/Murfin (1988), S. 207 f.

²⁷¹ Vgl. Maula (2001), S. 29 f.

Vergleicht man hier z B. die Entwicklung in der Biotechnologie, so kann zwar festgestellt werden, dass Entwicklungen von jungen Start-ups schneller durchgeführt werden können (vgl. Duelli/van de Locht (2001), S. 21 ff.), die Einführung am Markt jedoch durch einen international agierenden Pharma-Konzern mit breitem Distributionsnetzwerk, der sich als CVC-Investor engagiert, besser durchgeführt werden kann.

²⁷² Vgl. Keil (2000), S. 145, Schween (1996), S. 86 f. und Sykes (1990), S 41 und S. 45.

²⁷³ Vgl. Hardimon et al. (1983), S. 114.

²⁷⁴ Vgl. Maula (2001), S. 28.

²⁷⁵ Vgl. Berger/Dördrechter (1998), S. 40 ff. (zitiert nach Poser (2003), S. 96 f.)

²⁷⁶ Vgl. Silver (1993), S. 59 f.

Schween spricht auch von einer regionalen Wirtschaftsförderung als Zielstellung einiger CVC-Aktivitäten. Vgl. Schween (1996), S. 96 f.

Entwicklungen innerhalb des Mutterunternehmens getriebenen Zielstellungen. Hierunter fallen die Förderung eigener Technologiestandards, die Stimulierung der Nachfrage sowie die Kommerzialisierung nicht genutzter Technologien und Produkte. In dieser Gruppe werden also die CVC-Nehmer als Instrument zur Stimulierung des Umsatzes des Mutterunternehmens genutzt.

Im Gegensatz hierzu werden die CVC-Nehmer in der zweiten Gruppe als Lieferanten von Technologien und Produkten bzw. als Informationsquelle über zukünftige Entwicklungen genutzt. Zu dieser Gruppe können die Ziel-Cluster Aufbau von Technologie- und Marktwissen, Experimentierung mit und Akquirierung von unternehmensexternen Fähigkeiten sowie Informationsgewinnung zu und Erschließung von neuen attraktiven Marktpotentialen gezählt werden. Dieser Zielbereich trägt dabei im Mutterunternehmen zur Minimierung der technologischen Entwicklungsrisiken bei.²⁷⁷

Die Veränderung der „kulturellen“ Einstellung zum Unternehmertum im Umfeld des Unternehmens bildet eine dritte Gruppe.

Abschließend muss allerdings nochmals darauf hingewiesen werden, dass von Unternehmen nicht alle möglichen dargestellten Zielstellungen gleichzeitig verwirklicht werden können. Es sollte viel eher eine klar definierte Strategie für seine CVC-Aktivitäten aufstellen,²⁷⁸ in der es die Ziele und deren Messbarkeit gegenüber dem CVC-Management deutlich artikulieren und festschreibt.

2.2.2 Ziele der Beteiligungsunternehmen im Überblick

Einen Ausgangspunkt zur Betrachtung der Ziele von jungen, innovativen Unternehmen können die Defizite, die zu Beginn einer Unternehmensgründung bestehen, bilden. Defizite junger, innovativer Unternehmen bestehen i. d. R. sowohl im finanziel-

²⁷⁷ Vgl. Schween (1996), S. 82 f. Dabei geht Schween sowohl von einer Verringerung des Risikos der Entwicklung als auch von einer Verringerung des Risikos der Nichtentwicklung im Zeitablauf durch die Verwendung des Instruments CVC aus. Hierdurch verringert sich das Gesamtrisiko für das Mutterunternehmen zum optimalen Investitionszeitpunkt im Vergleich zu den Risiken ohne Nutzung des Instruments CVC.

²⁷⁸ Vgl. Henderson/Leleux (2002), S. 32. Die gleichzeitige Erreichung von strategischen Zielen, wie etwa dem Zugang zu neuen Technologien, und attraktiven finanziellen Renditen ist teilweise schwer zu realisieren. Vgl. hierzu auch die Ausführungen zu einer Korrelation von strategischen und finanziellen Zielstellungen in Kap. 2.2.1.

len als auch im personellen und organisatorischen Bereich.²⁷⁹ Dabei stehen junge, innovative Unternehmen, speziell in den frühen Entwicklungsphasen, einem sehr hohen Investitionsbedarf, den sie zur Deckung der betrieblichen Ressourcenknappheit²⁸⁰ benötigen, gegenüber.²⁸¹ Daneben weisen viele Gründer bzw. Gründerteams innerhalb gewisser Bereiche oder Funktionen personelle Defizite auf,²⁸² die v. a. im kaufmännischen Bereich durch die Zusammenarbeit mit einer VC- oder CVC-Gesellschaft vermindert werden können.²⁸³

Junge, innovative Unternehmen haben also zum einen ein Finanzierungsinteresse und zum anderen ein von ihrer spezifischen Situation abhängiges Interesse an wertvollen Ressourcen,²⁸⁴ die ihnen eine VC-Gesellschaft oder eine CVC-Gesellschaft bzw. deren Mutterunternehmen bieten kann.²⁸⁵

²⁷⁹ Vgl. Hunsdiek (1987), S. 73 und Klemm (1988), S. 71 ff.

²⁸⁰ Ressourcen sind demnach alle Aktiva, Fähigkeiten, Prozesse, Information, usw. eines Unternehmens, die es befähigen, Strategien zu entwickeln und zu implementieren, um die Effizienz zu steigern. Vgl. Barney (1991), S. 101.

²⁸¹ Vgl. Kulicke (1997), S. 129, Poser (2003), S. 103 f., Schwall (2001), S. 53 f. sowie die Ausführungen in Kap. 2.1.3.2.2. In den beiden Phasen Forschung und Entwicklung sowie Markteinführung treffen sehr hohe Aufwendungen aufgrund der Entwicklungstätigkeit sowie des Markteintrittes auf (noch) nicht vorhandene bzw. sehr geringe Rückflüsse aus Umsatzerlösen. Vgl. Albach et al. (1986), S. 38 ff.

Etablierte Unternehmen verfügen oftmals über einen Zugang zu Netzwerken, wie z. B. zu Lieferanten, von denen junge Unternehmen profitieren können: Vgl. hierzu u. a. Greene (1999), S. 106 f. und Kambil et al. (2000), S. 62 sowie die weiteren Ausführungen dieses Kapitels.

²⁸² Untersuchungen zur Unternehmensexperienez von Gründern zeigen, dass viele Gründer bzw. Gründerteams nur einen Teil der notwendigen Erfahrungen für eine Unternehmensgründung mitbringen. Kulicke et al. fanden in ihrer Untersuchung heraus, dass zwar mehr als 50% der Gründer technologieorientierter Unternehmen F&E-Erfahrungen mitbrachten, aber nur sehr wenige kaufmännische und Vertriebserfahrungen mit in ihr Unternehmen einbringen konnten. Vgl. Kulicke et al. (1993), S. 33. Zur Gründerpersönlichkeit vgl. auch Klandt (1984), S. 118 ff.

²⁸³ Vgl. Schefczyk (2000), S. 32.

Venture Capital- und Corporate Venture Capital-Gesellschaften sind i. d. R. keine passiven Investoren, sie nehmen aktiv an der Entwicklung ihres Portfoliounternehmens teil und unterstützen es in unterschiedlichen Bereichen. Vgl. hierzu Cooper et al. (2001), S. 20, die weiteren Ausführungen im vorliegenden Kapitel sowie in Kap. 2.3.2.4.

²⁸⁴ Vgl. Lawton Smith et al. (1991), S. 465. Zu Motiven für Kooperationen zwischen kleinen und großen deutschen Unternehmen siehe Brockhoff (1995), S. 29.

Aufgrund der unterschiedlichen Branchen und Entwicklungsphasen, in denen sich junge Unternehmen befinden, haben sie natürlich auch unterschiedliche Anforderungen und Ziele bezüglich der Unterstützung ihrer Finanzierungspartner. So hat ein Biotechnologieunternehmen, das sich in der Entwicklungsphase befindet sicherlich andere Anforderungen als ein Software-produzierendes Unternehmen, das an den Markt gehen möchte.

²⁸⁵ Vgl. McNally (1997), S. 22 f.

Das Finanzierungsinteresse konkretisiert sich dabei darauf (1) möglichst gute Finanzierungskonditionen²⁸⁶ zu erhalten, (2) die Selbständigkeit bzw. Unabhängigkeit im Unternehmen zu behalten, (3) eine möglichst langfristige bzw. dauerhafte Überlassung des Beteiligungskapitals sicher zu stellen und (4) die Möglichkeiten zur Thesaurierung von Gewinnen zu verabreden.²⁸⁷ Das Finanzierungsziel stellt dabei i. d. R. das Hauptziel eines Unternehmers oder eines Unternehmerteams zur Kontaktaufnahme mit einem potentiellen CVC- oder VC-Investor dar.²⁸⁸

Das über das Finanzierungsinteresse hinausgehende Interesse an weiteren Resourcen des Kapitalgebers, die für das junge, innovative Unternehmen interessant sind, drückt *Niederkofler* in sieben Bereichen aus.²⁸⁹ Er nennt dabei (1) den Zugewinn an Reputation für das junge Unternehmen durch das Engagement des etablierten Unternehmens, (2) kundenbezogene Informationen und Kontakte, (3) Kontakte zu Lieferanten und bevorzugten Zugang zu Lieferantennetzwerken, (4) den Zugang zu Distributionskanälen und Serviceeinrichtungen, (5) die Unterstützung durch komplementäre Managementfähigkeiten, z. B. beim Aufbau eines Controllingsystems, (6) den Zugang zu komplementärem technischem Wissen sowie (7) die Nutzung von hochentwickelten Test- und Produktionseinrichtungen.

Maula/Murray teilen in ihrer Studie die möglichen Zusatzleistungen von CVC- und VC-Investoren für durch sie finanzierte Start-ups in acht Bereiche auf, wobei sie zwischen Unterstützungsleistungen zum Erhalt zusätzlicher Finanzierungspartner, zur Entwicklung des Geschäftsmodell und der Unternehmensstrategie, zur Rekrutierung von Führungskräften, zur Entwicklung der organisatorischen Prozesse, zum Zugewinn an Reputation, zur Gewinnung von Kunden, Zulieferern und weiteren Partnern, zum Eintritt in ausländische Märkte sowie zur weiteren Entwicklung der Technologie oder der Produkte unterscheiden.²⁹⁰

²⁸⁶ Die Finanzierungskonditionen werden normalerweise auf Basis von Verhandlungen zwischen dem Beteiligungsgeber und -nehmer in Form eines Beteiligungsvertrages festgelegt. Grundlage dieser Verhandlungen sind ein möglichst solider Geschäftsplan und eine oder mehrere Präsentationen der Geschäftsidee vor dem Investor. Dabei werden die Finanzierungskonditionen auch durch die Bewertung des Unternehmens bestimmt. Vgl. hierzu u. a. BertelsmannValley (Hrsg.) (2001), S. 97, Schween (1996), S. 90 f. sowie zur Bewertung Kap. 2.3.2.2 und zum Geschäftsplan bzw. Businessplan Kap. 2.1.3.3.

²⁸⁷ Vgl. Schefczyk (2004), S. 36 f. sowie die dort genannten weiteren Literaturquellen. Die Unabhängigkeit des Unternehmens kann im Rahmen von Beteiligungskapitalverträgen durch eine Minderheitskapitalbeteiligung aller Kapitalgeber, d. h. deren Kapitalanteil ist kleiner als 50%, gesichert werden.

²⁸⁸ Vgl. Schween (1996), S. 90.

²⁸⁹ Vgl. Niederkofler (1989), S. 52.

²⁹⁰ Vgl. Maula/Murray (2001), o. S.

Auch *McNally* nennt neben der Finanzierungsfunktion drei ähnliche Bereiche, die eine Partnerschaft aus Sicht eines jungen Unternehmens mit einem etablierten Unternehmen interessant machen können.²⁹¹ Hierzu zählt er die Bereitstellung eines Zugangs zu neuen Märkten und Absatzkanälen, die Möglichkeit zur Nutzung von Managementfähigkeiten, um Produkte effizient an den Markt zu bringen, sowie den Zugewinn an Reputation und Anerkennung durch die Partnerschaft mit einem etablierten Unternehmen. Besonders die Partnerschaft mit einem oder mehreren CVC-Investoren kann jungen, innovativen Unternehmen sowohl bevorzugten Zugang zu Absatzmärkten, technologischem Know-how und Netzwerken von Lieferanten²⁹² und Kunden verschaffen, als ihnen darüber hinaus auch zu einem Reputationszugewinn verhelfen.²⁹³ Dieser Reputationsgewinn kann sich u. a. bei der Suche nach neuen Geschäfts- oder Finanzierungspartnern positiv auswirken.²⁹⁴

Bei der Betrachtung von Untersuchungen aus dem VC-Bereich lassen sich weitere Zusatzleistungen, die das Wachstum von Portfoliounternehmen fördern, erkennen. So unterstützen VCG ihre Portfoliounternehmen im strategischen Bereich, indem sie als Mitglieder des Aufsichtsrats bzw. des Boards dieser Unternehmen aktiv an der Geschäftsentwicklung mitwirken.²⁹⁵ Aufgrund ihrer oftmals strategischen Ausrichtungen, und um Interessenskonflikte zu verhindern, verzichten CVCG in einigen Fällen auf eine aktive Mitwirkung im Board und nehmen stattdessen eine „Beobachterposition“ im Board ein.²⁹⁶ Daneben unterstützen sie ihre PU bei der Suche und Rekrutierung wichtiger Führungskräfte,²⁹⁷ um hierdurch Defizite in gewissen Bereichen zu

²⁹¹ Vgl. *McNally* (1997), S. 22 f.

²⁹² Vgl. auch *Lorenz/Seeliger* (2000), o. S.

²⁹³ Vgl. *Maula/Murray* (2000), S. 2 und S. 5 f. und *McNally* (1997), S. 22 ff. *Maula/Murray* gehen daneben aber auch auf die Probleme, die aus einer solchen Partnerschaft erwachsen können, ein. Sie nennen u. a. die Angst des jungen Unternehmens seine Unabhängigkeit und Autonomie zu verlieren, falls sie sich zu sehr an das große, etablierte Unternehmen binden. Daneben sehen Start-ups auch die Gefahr, dass die großen Unternehmen ihnen Entwicklungen „wegnehmen“. Zu Konfliktpotentialen in Partnerschaften zwischen CVC-Geber und –Nehmer siehe auch *Kelley/Spinelli* (2002), o. S.

²⁹⁴ Vgl. *Winters/Murfin* (1988), S. 211.

²⁹⁵ Vgl. *MacMillan* et al. (1988), S. 32 ff., *Rosenstein* (1988), S. 167 und *Sapienza* et al. (1996), S. 454.

²⁹⁶ Vgl. *Cooper* et al. (2001), S. 20. CVCG versuchen durch einen Verzicht auf eine aktive Boardteilnahme dem Unternehmer die Angst vor dem Zugang zu und v. a. dem „Entziehen/Herausnehmen“ von technologischen Ideen zu nehmen.

²⁹⁷ Vgl. *Gorman/Sahlman* (1989), S. 240. Teilweise forcieren VCG auch eine Neubesetzung des Postens des Vorstandsvorsitzenden bzw. des Geschäftsführers durch einen externen Manager, falls sich die Geschäftsentwicklung nicht positiv entwickelt. Dann werden sie auch bei dessen Rekrutierung aktiv. Vgl. *Rosenstein* et al. (1993), S. 165 ff.

verringern. Darüber hinaus unterstützen VCG ihre PU bei der operativen Planung²⁹⁸ sowie natürlich schwerpunktmäßig bei finanziellen Fragestellungen, wie etwa dem Zugang zu weiteren Finanzierungsquellen.²⁹⁹

Zusammenfassend kann festgestellt werden, dass junge, innovative Unternehmen folgende potentiellen Ziele in Bezug auf die Partnerschaft mit einem VC- bzw. CVC-Investor bzw. dessen Mutterunternehmens verfolgen, die von der jeweiligen Situation, in der sich das Unternehmen befindet, abhängig sind:

- **Finanzielle Erwägungen** (Zugang zu Kapital sowie die Möglichkeit der Vermittlung weiterer Kapitalgeber für weitere Finanzierungsrunden)
- **Marktorientierte Erwägungen** (Unterstützung beim Marktzugang durch die Nutzung von Distributionskanälen bzw. Informationen und Zugang zu vorhandenen Kundensegmenten)
- **Einkaufsorientierte Erwägungen** (Herstellung von Kontakten zu Lieferanten und bevorzugter Zugang zu Lieferantennetzwerken)
- **Technologische Erwägungen** (Zugang zu hochentwickelten Testeinrichtungen und Zugang zu komplementärem technischem Wissen)
- **Marketingorientierte Erwägungen** (Nutzung des Markennamens und der Reputation des CVC-Investors)
- **Wachstumsorientierte Erwägungen** (Generierung zusätzlichen Wachstums und ggf. Gewinnung des CVC-Investors als Leadkunden³⁰⁰)
- **Produktionsorientierte Erwägungen** (Unterstützung bei der Implementierung von Produktionsprozessen oder Unterstützung bei der Produktion)
- **Personalorientierte Erwägungen** (Unterstützung bei der Rekrutierung von Führungskräften bei fehlendem Erfahrungshintergrund in wichtigen Funktionen des Unternehmens)
- **Strategieorientierte Erwägungen** (Unterstützung bei der Ausarbeitung und Verfeinerung des Geschäftskonzeptes und Mitwirkung im Aufsichtsrat/Board des Unternehmens)

²⁹⁸ Vgl. BertelsmannValley (Hrsg.) (2001), S. 99 sowie Gorman/Sahlman (1989), S. 237 und S. 246.

²⁹⁹ Vgl. u. a. MacMillan et al. (1988), S. 32 ff.

³⁰⁰ Ein Leadkunde ist i. d. R. der bzw. einer der ersten Kunden, der durch den Kauf eines Produktes oder einer Dienstleistung des jungen Unternehmens einen Vertrauenszugewinn bei weiteren potentiellen Kunden schafft. Im Falle einer CVC-Finanzierung tritt teilweise das CVC-Mutterunternehmen als Leadkunde am Markt auf und vermittelt dadurch eine gewisse Seriosität des Geschäftskonzeptes sowie der Produkte bzw. Dienstleistungen des jungen Unternehmens. Vgl. BertelsmannValley (Hrsg.) (2001), S. 100.

- **Managementorientierte Erwägungen** (Vermittlung von Management-Know-how in funktionalen Bereichen und Unterstützung im operativen und administrativen Bereich)

Weitere Ausführungen zu potentiellen Zielen von Portfoliounternehmen sowie den Zusatzleistungen von CVCG und VCG werden im Rahmen der Generierung der Forschungshypothesen im Rahmen von Kap. 4 dargelegt und anschließend im Rahmen von Kap. 5 empirisch untersucht.

2.3 Gestaltungsmöglichkeiten von CVC- und VC-Finanzierungen

Im Rahmen des folgenden Abschnittes werden die Gestaltungsmöglichkeiten von CVC- und VC-Finanzierungen dargestellt. Hierzu werden zuerst die unterschiedlichen Finanzierungsphasen dargelegt. Im Anschluss wird der Finanzierungsprozess sowie die verschiedenen möglichen Investitions- und Organisationsformen eines CVC-Investments abgebildet.

2.3.1 Finanzierungsphasen

Die Zuordnung von Portfoliounternehmen zu den einzelnen Finanzierungsphasen erfolgt abhängig von deren Entwicklungsphase bzw. -stufe zum Zeitpunkt des Beteiligungseinganges. Eine eindeutige Terminologie sowie eine Abgrenzung der einzelnen Finanzierungsphasen bei CVC- und VC-Investitionen lassen sich allerdings nicht genau feststellen, da verschiedene Bezeichnungen für Finanzierungsphasen sowie unterschiedliche Phasenbeschreibungen in der Literatur vorgenommen werden.³⁰¹

Die nach dem BVK e. V. auf dem deutschen VC-Markt gängige Terminologie lautet:³⁰²

- Seed
- Start-up
- Expansion
- Bridge
- Management-Buy-Out/Management-Buy-In (MBO/MBI)
- Leveraged Buy-Out (LBO)
- Replacement Capital
- Turnaround

³⁰¹ Im anglo-amerikanischen Sprachraum sind verschiedene Terminologien für die Finanzierungsphasen bei CVC- und VC-Finanzierungen gängig. Im deutschen Sprachraum hat sich jedoch durch den Einsatz im Rahmen der Branchenstatistik des BVK e. V. eine anglo-amerikanisch geprägte Terminologie mit acht Finanzierungsphasen durchgesetzt. Vgl. BVK e. V. (2002), S. 7 f., NVCA (Hrsg.) (2002), S. 117 f., Schefczyk (2004), S. 40 ff. (zur in Abb. 2-10 dargelegten Terminologie) sowie BertelsmannValley (Hrsg.) (2001), S. 11 ff., Gerybadze (2000), o. S., McKinsey & Company (Hrsg.) (1998), S. 2, Poser (2003), S. 51 f. und Wolf-Simon (1999), S. 17 zur Terminologie Seed, Start-up, First, Second, usw. Eine weitere Terminologie siehe bei Gompers/Lerner (2000), S. 121 f.

³⁰² Vgl. BVK e. V. (2002), S. 7 f.

In der Seed-Phase wird dabei den jungen Unternehmen Kapital zur Verfügung gestellt, um die Produktentwicklung voranzutreiben, erste Marktstudien durchzuführen und das Geschäftskonzept zu erstellen.³⁰³ Aufgrund des meist noch geringen Kapitalbedarfs, der hohen Prüfkosten des Konzeptes und der schweren Abschätzbarkeit der Marktchancen sowie der Managementfähigkeiten der Gründer spielen VC und CVC in der Seed-Phase eine untergeordnete Rolle.³⁰⁴

Unternehmen, die sich in der Start-up-Phase befinden, haben i. d. R. ihre Produktentwicklung weitgehend abgeschlossen und beginnen mit ersten Marketing- und Vertriebsplanungen sowie ggf. mit dem Aufbau von Produktionskapazitäten.³⁰⁵ Dabei nehmen die Möglichkeiten der Finanzierung aus eigenen Ersparnissen ab und die Relevanz einer VC- oder CVC-Finanzierung steigt.

In der Expansion-Phase beginnen die jungen Unternehmen ihren Wachstumsprozess durch die Aufnahme der Produktion und durch die Markteinführung ihrer Produkte oder Dienstleistungen zu beschleunigen. In dieser Phase steigt der Kapitalbedarf durch die Markteinführung der Produkte oder Dienstleistungen sowie ggf. den Produktionsbeginn sehr stark an und kann meist nicht mehr durch eigene Ersparnisse oder öffentliche Fördermittel gedeckt werden.³⁰⁶ Die Fremdfinanzierung durch Kredite spielt in dieser Phase meist noch eine untergeordnete Rolle³⁰⁷, da Banken die Unsicherheit bzw. das Risiko scheuen, das junge Unternehmen aufgrund einer kurzen Unternehmenshistorie und dem i. d. R. noch nicht vorhandenen Gewinn aus der Geschäftstätigkeit aufweisen. Daher spielen besonders in dieser Phase die VC- und CVC-Geber eine bedeutende Rolle bei der Finanzierung dieser Unternehmen.

Während der Bridge-Phase, der sogenannten Überbrückungsfinanzierung, wird Unternehmen Kapital zur Vorbereitung eines Börsengangs oder eines Verkaufs an einen industriellen Investor zur Verfügung gestellt.³⁰⁸ Neben der Finanzierung durch

³⁰³ Vgl. u. a. NVCA (Hrsg.) (2002), S. 117.

³⁰⁴ Vgl. Schween (1996), S. 98.

³⁰⁵ Vgl. Schefczyk (2004), S. 40 f. Nach der Terminologie der NVCA folgen auf die beiden Phasen Seed und Start-up die weiteren Frühphasenfinanzierungsphasen („other early stage financing“), die schwerpunktmäßig die erste Phase der Investition durch einen institutionellen VC-Fonds beinhalten. Vgl. hierzu NVCA (Hrsg.) (2002), S. 117.

³⁰⁶ Vgl. Schween (1996), S. 99 f. Schween spricht allerdings abweichend von der in dieser Arbeit verwendeten Terminologie von einer First-Stage-Finanzierung und zählt diese zu den frühen Finanzierungsphasen. Nach der verwendeten Zuordnung dieser Phase von Schween zur Lebenszyklusphase „Markteinführung“ kann allerdings nach vorliegender Terminologie von einer Expansion-Finanzierungsphase ausgegangen werden.

³⁰⁷ Vgl. Schefczyk (2004), S. 103 ff.

³⁰⁸ Vgl. Schefczyk (2004), S. 40.

Venture Capital beginnen ab der Bridge-Phase auch die Fremdfinanzierung durch Kredite sowie die Eigenkapitalaufbringung durch Börsen an Bedeutung zu gewinnen.

Die Finanzierungsphase MBO bzw. MBI ist durch eine Übernahme des Unternehmens durch das vorhandene bzw. ein unternehmensexternes Management gekennzeichnet, beim Leveraged Buy-out (LBO) wird das Unternehmen durch Eigenkapitalinvestoren mit einer maximal 10%-igen Beteiligung des Managements übernommen. Von Replacement Capital wird bei einem Kauf von Unternehmensanteilen von einem Altgesellschafter gesprochen.³⁰⁹ Von einer Turnaround-Finanzierung wird im Falle einer Restrukturierung oder Sanierung eines Unternehmens, um das Unternehmen wieder in Richtung Gewinnkurs zu bringen, gesprochen.³¹⁰

Die in Abb. 2-10 dargestellten Finanzierungsphasen Seed, Start-up, Expansion, Bridge und MBO/MBI lassen sich dabei in einen Zyklus einordnen. Die Phasen LBO und Replacement Capital lassen sich dagegen nicht eindeutig in den Zeitablauf einordnen, da sich diese „... auf das Ausscheiden von Altgesellschaftern ausgerichteten Finanzierungsformen ... nicht streng der Definition von VC ...“³¹¹ zuordnen lassen und innerhalb unterschiedlicher zeitlicher Phasen auftreten können.

Da es sich bei der Venture Capital-Finanzierung im allgemeinen um eine Finanzierung in mehreren Phasen bzw. Entwicklungsstufen handelt, wird auch teilweise von First Stage, Second Stage, usw. gesprochen.³¹²

Die Phasen Bridge und MBO/MBI werden auch als „Late Stage“ bezeichnet, hier besteht für die kapitalnachfragenden Unternehmen meist auch die Alternative der Fremdkapitalbeschaffung, die für Unternehmen in den als „Early Phase“ bezeichneten frühen Phasen Seed und Start-up i. d. R. nicht besteht. In den frühen Finanzierungsphasen besteht abhängig vom Kapitalbedarf jedoch meist die Möglichkeit der Finanzierung durch eigene Mittel oder Mittel von öffentlichen Förderkapitalgebern, die allerdings in der Start-up- und v. a. in der Expansion-Phase abnimmt.³¹³

³⁰⁹ Vgl. Schefczyk (2004), S. 40 f.

³¹⁰ Vgl. NVCA (Hrsg.) (2002), S. 118.

³¹¹ Schefczyk (2004), S. 41.

³¹² Vgl. BertelsmannValley (Hrsg.) (2001), S. 12, McKinsey & Company (Hrsg.) (1998), S. 2 und Poser (2003), S. 52.

³¹³ Vgl. Schefczyk (2004), S. 103 ff.

Den Bedarf an Managementunterstützung verdeutlichte Schefczyk anhand von typischen Managementproblemen in den einzelnen Phasen.³¹⁴ Über die genannten Managementprobleme hinaus haben junge Unternehmen in vielen Fällen weitere Probleme bzw. Anforderungen, wie etwa den Zugewinn an Reputation oder den Zugang zu Kunden- und Lieferantennetzwerken, die mithilfe von Corporate Venture Capital-Einheiten und deren Mutterunternehmen angegangen werden können.³¹⁵

³¹⁴ Vgl. Abb. 2-10 sowie Schefczyk (2004), S. 41 f.

³¹⁵ Vgl. hierzu Kap. 2.2.2.

Finanzierungs- phase	Early Stage		Expansion Stage	Late Stage	
	Seed	Start-up	Expansion	Bridge	MBO/MBI
Unterneh- mensphase	<ul style="list-style-type: none"> • Produktkonzept • Grundlagenentwicklung • Marktrecherche 	<ul style="list-style-type: none"> • Unternehmensgründung • Entwicklung bis zur Produktions- bzw. Marktreife 	<ul style="list-style-type: none"> • Auf- bzw. Ausbau der Produktion • Markteinführung oder • Wachstumsfinanzierung 	<ul style="list-style-type: none"> • Vorbereitung eines Börsenganges oder einem Verkauf an einen industriellen Investor 	<ul style="list-style-type: none"> • Übernahme durch vorhandenes (MBO) oder externes (MBI) Management
Typische Ma- nagementprobleme	<ul style="list-style-type: none"> • Einschätzung von Produktidee und Markt • Professionalität 	<ul style="list-style-type: none"> • Misstrauen der Kapitalgeber • Suche nach Führungskräften und Personal 	<ul style="list-style-type: none"> • Suche nach Fremdkapitalgebern • Aufbau von Marktposition und Image 	<ul style="list-style-type: none"> • Verstärkung des Wettbewerbs • Organisationsprobleme 	<ul style="list-style-type: none"> • Finanzkraft des Managements • Dynamik des Managementteams
Typische Fi- nanzierungs- quellen	<p>----- Eigene Mittel ----- → ← ----- Börse -----</p> <p>----- Öffentliche Fördermittel ----- → ← ----- Fremdfinanzierung -----</p> <p style="text-align: center;">← ----- Venture Capital -----</p> <p style="text-align: center;">← ----- Corporate Venture Capital -----</p>				
Gewinn-/Verlust- erwartung des PU	Ertrag				

Abb. 2-10: Finanzierungsphasen

Quelle: Schefczyk (2004), S. 42; eigene Ergänzungen.

Betrachtet man den deutschen VC-Markt, so fällt die Orientierung bzw. teilweise auch Spezialisierung auf die Start-up- und Expansionsphasenfinanzierung auf,³¹⁶ die im US-amerikanischen Markt ebenfalls vorherrscht.³¹⁷ Im europäischen Vergleich ist dagegen die Buy-Out-Phase vor der Expansionsphase vorherrschend, da v. a. auf dem betragsmäßig größten VC-Markt in Europa, nämlich in Großbritannien, die Buy-out-Finanzierung deutlich dominiert.³¹⁸

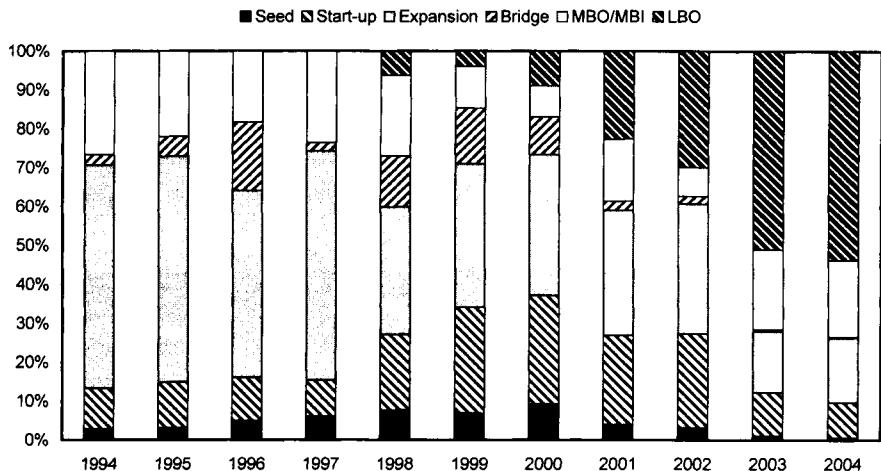


Abb. 2-11: Der deutsche Venture Capital-Markt (nach Finanzierungsphasen)

Quelle: BVK e. V. (2004), S. 27.

Für CVC-Gesellschaften liegen leider keine Statistiken der jeweiligen Landes- oder Regionenverbände zu deren Phasenorientierung vor, aufgrund der strategischen Zielstellungen vieler CVC-Gesellschaften ist allerdings eine Fokussierung auf die frü-

³¹⁶ Vgl. Abb. 2-11.

³¹⁷ In den USA hatte die Finanzierungsphase Expansion einen Anteil von 45% bis 60% in den Jahren 1995 bis 2001. Daneben spielten die frühen Phasen Seed/Start-up und Early Stage eine größere Rolle, die allerdings im Laufe der letzten Jahre deutlich abnahm. Vgl. NVCA (2002), S. 34.

³¹⁸ Vgl. EVCA (Hrsg.) (2002), S. 58 und S. 270.

hen Phasen, sowie v. a. auf die Startup- und Expansionsphase anzunehmen, was auch einzelne Untersuchungen bestätigen.³¹⁹

Neben der Fokussierung nach Finanzierungsphasen spezialisieren bzw. orientieren sich viele CVC- und VC-Gesellschaften auch auf Industriezweige oder -bereiche, wie z. B. die Biotechnologie, das Internet oder die Telekommunikation, sowie nach geographischen Regionen, wie etwa Europa, die USA oder Asien.³²⁰

2.3.2 Der Finanzierungsprozess

In diesem Abschnitt wird der Finanzierungsprozess einer CVC-Gesellschaft anhand des phasenorientierten Geschäftsmodells dargestellt.³²¹ Das Geschäftsmodell von CVC-Gesellschaften unterscheidet sich in einigen Punkten vom Geschäftsmodell unabhängiger VC-Gesellschaften.³²² Von CVCG wird in der Regel keine Kapitalakquisition am Kapitalmarkt durchgeführt, da CVCG hauptsächlich aus Mitteln des Mutterunternehmens gespeist werden.³²³

³¹⁹ Vgl. u. a. McNally (1997), S. 122 und S. 126. In der Untersuchung von *McNally* befanden sich 70% der untersuchten britischen CVC-finanzierten Unternehmen (n=161) in der Phase Expansion und 19% in der "Other Early Stage"-Phase, die teilweise auch als First Stage bezeichnet wird. Bei den indirekten CVC-Investments (n=180) in Großbritannien war eindeutig die Start-up-Phase am häufigsten (53%) genannt worden.

Bei einer Untersuchung von *Yates/Roberts* investierten etwa 45% der befragten CVC-Gesellschaften (n=49) in frühe Unternehmensphasen, wobei die erfolgreichere Gruppe von zwei Gruppen von CVC-Einheiten zu einem geringeren Prozentsatz in frühe Phasen investierte. Vgl. *Yates/ Roberts* (1991), S. 37.

Bei einer Untersuchung der *EVCA* gaben die befragten CVC-Einheiten (n=85) an, hauptsächlich in die Finanzierungsphasen Expansion (51%) und Start-up (38%) zu investieren. Vgl. *EVCA* (Hrsg.) (2000b), S. 17.

³²⁰ Vgl. u. a. NVCA (Hrsg.) (2002), S. 103 ff. sowie Poser (2003), S. 51 ff.

³²¹ Vgl. hierzu Abb. 2-11.

³²² Zu den Unterschieden von CVCG und VCG vgl. Kap. 2.4.2.

³²³ CVCG haben nach der hier verwendeten Definition einen Haupteigentümer, der das Mutterunternehmen ist. CVCG können demnach bezogen auf deren Eigentümerstruktur als „captive“-VC-Gesellschaften bezeichnet werden. Vgl. hierzu Schefczyk (2004), S. 20 f.

Zur Kapitalakquisition bei VCG vgl. Silver (1985), S. 31 ff. und Zemke (1995), S. 81 ff.

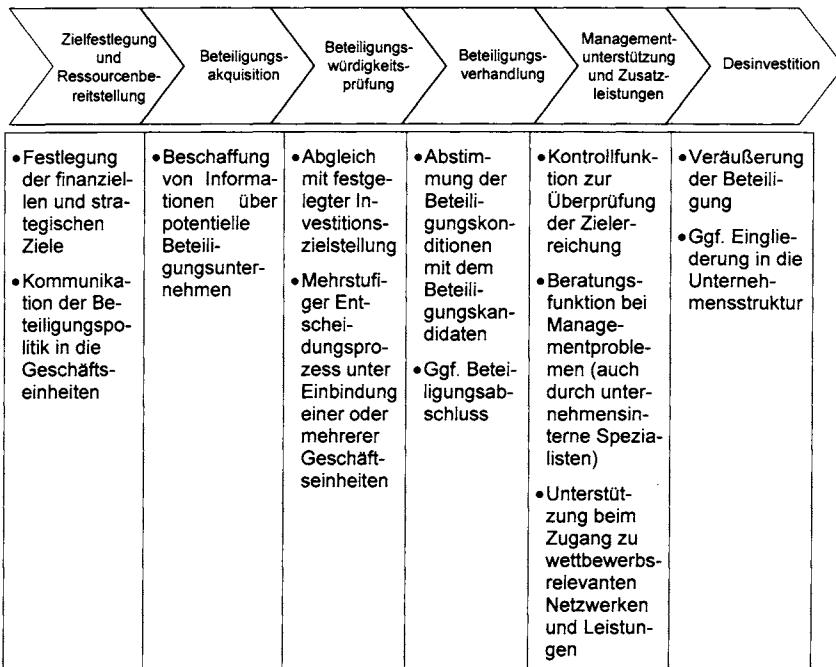


Abb. 2-12: Phasenorientiertes Geschäftsmodell einer CVC-Gesellschaft

Quelle: In Anlehnung an Schefczyk (2004), S. 39 und Schween (1996), S. 116.

Das Geschäftsmodell einer CVC-Gesellschaft gliedert sich dabei in sechs Phasen, die während der Investition in ein Portfoliounternehmen im Zeitablauf nacheinander ablaufen. Nach der grundlegenden Festlegung der Ziele des CVC-Programmes und der Kommunikation innerhalb der einzubeziehenden Geschäftseinheiten während der *Zielfestlegung und Ressourcenausstattung*³²⁴ beginnt die aktive und passive *Beteiligungsakquisition*³²⁵ der Investmentmanager des CVC-Programmes. Während der *Beteiligungswürdigkeitsprüfung* werden die festgelegten Zielstellungen mit dem jeweiligen jungen Unternehmen, welches eine CVC-Finanzierung anstrebt, abgeglichen. Daneben findet ein meist mehrstufiger Bewertungsprozess innerhalb der CVC-Einheit und deren Mutterunternehmen statt, der als Due Diligence bezeichnet wird. Nach einem positiven Verlauf der Due Diligence beginnen die CVC-Einheit und das Portfoliounternehmen sowie ggf. weitere Investoren mit den *Beteiligungsverhandlungen*.

³²⁴ Zur Festlegung der finanziellen und strategischen Ziele von CVC-Programmen bzw. innerhalb von CVC-Einheiten und deren Mutterunternehmen vgl. Kap. 2.2.1.

³²⁵ Zur aktiven und passiven Beteiligungsakquisition vgl. Cooper et al. (2001), S. 19 sowie Abb. 2-13.

Die zeitlich meist längste und auch häufig kostenintensivste Phase im CVC-Prozess bildet die *Managementunterstützung* der Portfoliounternehmen.³²⁶ Dabei übt die CVC-Einheit neben der Kontroll- und Beratungsfunktion auch eine „Mittlerfunktion“ aus, die dem PU den Zugang zu wettbewerbsrelevanten Netzwerken und Leistungen des Mutterunternehmens erleichtern soll.

Die Partnerschaft zwischen CVC-Einheit und PU endet i. d. R. mit der *Desinvestition*, der sog. Veräußerung des PU bzw. mit der Eingliederung in die Konzernstrukturen des Mutterunternehmens.

Weitere Ausführungen zu den in diesem Abschnitt angesprochenen Phasen Beteiligungsakquisition bis Desinvestition werden in den folgenden Abschnitten dargelegt.

2.3.2.1 Beteiligungsakquisition

Die Phase der Beteiligungsakquisition ist der erste Schritt zur Aufnahme einer Partnerschaft zwischen einer CVC-Einheit und einem jungen Unternehmen. In erster Linie spielen hier Beziehungen zu anderen Marktteilnehmern, wie etwa VC-Gesellschaften, Beratern und Anwälten, sowie eine gewisse Bekanntheit im Markt eine Rolle.³²⁷

Die Beteiligungsakquisition, die im Englischen als „Deal Flow“³²⁸ bezeichnet wird, spielt eine wichtige Rolle im gesamten CVC-Prozess, da der Zugang zu den „besten“ Beteiligungspartnern für VC- und CVC-Gesellschaften einen wichtigen Erfolgsfaktor darstellt.³²⁹ Daher kann die Schaffung und Umsetzung einer hochwertigen und letztlich erfolgreichen Akquisitionsstrategie durch eine CVC-Einheit als eine wichtige Fähigkeit, die den Geschäftserfolg beeinflusst, bezeichnet werden.

Der CVC-Einheit bieten sich dabei mehrere Möglichkeiten des Zugangs zu potentiellen Investitionskandidaten. Hierbei kann grundsätzlich nach der Art der Akquisitions-

³²⁶ Vgl. Gorman/Sahlman (1989), S. 235 f..

³²⁷ Vgl. Cooper et al. (2001), S. 19 f., Siegel et al. (1988), S. 242, Sykes (1990), S. 45 f. und Yates/Roberts (1981), S. 33 f.

³²⁸ Der „Deal Flow“ wird i. d. R. von VC- oder CVC-Gesellschaften als Anzahl an Investitionsmöglichkeiten pro Zeiteinheit gemessen und angegeben.

³²⁹ So haben u. a. Winters/Murfin in ihrer Untersuchung herausgefunden, dass eine hochwertige Beteiligungsakquisition der wichtigste Erfolgsfaktor im CVC-Geschäft ist. Vgl. Winters/Murfin (1988), S. 208 f.

strategie in eine aktive und eine passive Strategie unterschieden werden. Eine aktive Strategie zeichnet sich dabei im Gegensatz zur passiven durch das Agieren der CVC-Einheit aus, d. h. die CVCG bzw. deren Mitarbeiter akquirieren einen potentiellen Investitionskandidaten durch eigene Kontakte innerhalb oder außerhalb des CVC-Mutterunternehmens. Von einer passiven Strategie kann gesprochen werden, wenn der Kontakt zwischen potentiellem PU und CVC-Einheit durch das junge Unternehmen initiiert wird.³³⁰

Neben der Art der Akquisitionsstrategie spielt auch der Ausgangspunkt der Akquisition in Bezug auf das Mutterunternehmen der CVC-Einheit bei der Beteiligungsakquisition im CVC-Prozess eine wichtige Rolle. Hierbei kann zwischen einem internen Ausgangspunkt, d. h. die Akquisition wird durch einen oder mehrere Mitarbeiter des Mutterunternehmens initiiert, und einem externen Ausgangspunkt, z. B. durch Berater oder die Gründer selbst, unterschieden werden.³³¹

³³⁰ Als Beispiel für einen vom jungen Unternehmen (potentielles PU) initiierten Kontakt kann u. a. die Zusendung des Businessplanes an eine CVCG bzw. -Einheit bezeichnet werden.

³³¹ Vgl. hierzu Abb. 2-13 sowie Brody/Ehrlich (1998), S.55 ff., Cooper et al. (2001), S. 19 und Schween (1996), S. 106.

Ausgangspunkt der Akquisition in Bezug auf das CVC-Mutterunternehmen			
		intern	extern
Art der Akquisitionsstrategie	aktiv	<ul style="list-style-type: none"> Unternehmensmitarbeiter Abteilungen Geschäftseinheiten 	<ul style="list-style-type: none"> Andere VCG Technologiespezialisten oder –scouts Industrieexperten Berater Gründer
	passiv	<ul style="list-style-type: none"> Erfindungen/Innovationen durch Unternehmensmitarbeiter (außerhalb des Kerngeschäftsfeldes) 	<ul style="list-style-type: none"> Gründer Erfinder

Abb. 2-13: Quellen der Beteiligungsakquisition bei CVC-Gesellschaften

Quelle: Cooper et al. (2001), S. 19.

Die Aufstellung einer detaillierten Akquisitionsstrategie ist besonders bei strategieorientierten CVC-Gesellschaften wichtig, um die Investitionsziele, die das Mutterunternehmen verfolgt, erfolgreich umsetzen zu können.³³² Bei der Ausarbeitung der Akquisitionsstrategie legen die CVC-Einheiten dabei besonderen Wert auf die Passgenauigkeit der Strategie mit den vorher festgelegten Investitionszielen, was sich u. a. in der Fokussierung auf gewisse Branchen- oder Industriesegmente und auf ausgewählte Investmentphasen ausdrückt.³³³

2.3.2.2 Beteiligungswürdigkeitsprüfung

Die Beteiligungswürdigkeitsprüfung, die im Englischen als „Due Diligence“ bezeichnet wird, kann entweder von Abteilungen des CVC-Gebärs, der CVC-Einheit selbst oder von externen Dienstleistern ausgeführt werden.³³⁴ Eine detaillierte Due Dilligen-

³³² Vgl. hierzu die Ausführungen zu den Zielen von CVC-Gebärs in den Abschnitten 2.2.1.1 bis 2.2.1.7. Eine strategieorientierte Beteiligungsauswahl hat auch einen Einfluss auf den Erfolg der Beteiligung. Vgl. hierzu u. a. Maula/Murray (2000), o. S.

³³³ Vgl. Corporate Executive Board (Hrsg.) (2000), S. 11 ff.

³³⁴ Vgl. Schween (1996), S. 105 f.

ce erfolgt dabei in der Regel nach einer Vorprüfung³³⁵, in der die Geschäftskonzepte der jungen Unternehmen nach folgenden Faktoren untersucht werden:³³⁶

- Marktkonditionen (Marktgröße und –wachstum, Akzeptanz des Produktes am Markt)
- Produktdifferenzierung (attraktives und innovatives Produkt/Geschäftsmodell, Sicherung durch Schutzrechte)
- Wettbewerbsposition (gute Wettbewerbsposition im Markt, vorhandene Markteintrittsbarrieren gegenüber potentiellen Wettbewerbern)
- Managementqualität und –performance (erfahrene Gründer mit guten Managementfähigkeiten, bewiesene Leistungsfähigkeit durch Erfolge in der Vergangenheit bzw. Gegenwart)
- Geschäftsbedingungen (niedrige Bewertung, risikominimale Vertragsstruktur, „erfolgreiche“ Syndikationspartner, Passfähigkeit mit dem vorhandenen Beteiligungsportfolio)
- Qualität des Geschäftsplanes (vollständiger, nachvollziehbarer, konsistenter und stringenter Businessplan)
- Finanzielle Möglichkeiten (Finanzmarktkonditionen und Desinvestitionsoptionen)

Die einzelnen aufgeführten Kriterien bzw. Gruppen von Kriterien werden von den einzelnen angegebenen Autoren³³⁷ unterschiedlich strukturiert, eine gute Zusammenfassung zu einer Gruppe von Kriterien liefern u. a. Siegel et al., die fünf Kriteriengruppen nennen.³³⁸ Dies sind die Persönlichkeit der Gründer, die Erfahrung der Gründer, die Produkteigenschaften, das Marktumfeld sowie das finanzielle Umfeld bzw. die finanziellen Erfolgssaussichten des jungen Unternehmens.

³³⁵ Die Vorprüfung ist ebenfalls Teil des Due Diligence-Prozesses, in dem die Geschäftskonzepte der potentiellen Portfoliounternehmen allerdings im Gegensatz zur detaillierten Prüfung i. d. R. nur von den Investmentmanagern der VCG bzw. CVCV in Form einer Grobanalyse überprüft werden. Beim Vorhandensein von akzeptablen Erfolgssaussichten wird in einem weiteren Schritt die Detailprüfung eingeleitet. Die detaillierte Due Diligence (DD) bzw. Teile der DD werden normalerweise von externen oder unternehmensinternen Experten, aus den spezifischen Fachabteilungen des Mutterunternehmens, durchgeführt.

³³⁶ Vgl. u. a. Brettel (2001), S. 6, Kaplan/Strömberg (2000), S. 9 ff., MacMillan et al. (1985), S. 120 ff., Schröder (1992), S. 175 ff., Siegel et al. (1988), S. 238, Tyebjee/Bruno (1984), S. 1052 ff.

³³⁷ Vgl. Fußnote 293.

³³⁸ Vgl. Siegel et al. (1988), S. 238. Siegel et al. haben in ihrer Untersuchung die wichtigsten Investitionskriterien von CVCV und VCG miteinander verglichen und dabei die genannten Gruppen von Kriterien aufgezeigt. In der Untersuchung fällt besonders die höher eingeschätzte Wichtigkeit der dargestellten Führungsfähigkeiten der Gründer sowie der finanziellen Ertragsperspektiven durch VC-Gesellschaften im Gegensatz zu CVC-Gesellschaften auf.

Die nach der Vorprüfung verbliebenen Geschäftskonzepte werden genauer betrachtet und im Rahmen einer meist mehrstufigen Prüfung auf deren Erfolgsaussichten bewertet.³³⁹ Camp geht dabei u. a. von einer sechsstufigen Due Diligence (DD) aus, die aus den Stufen Screening DD, Management DD, Business Opportunity DD, DD on intangibles, Legal DD und Financial DD besteht.³⁴⁰ Eine weitere Kategorisierung nehmen Scott und Blöcher vor, welche die Stufen Finanzielle DD, Steuerliche DD, Rechtliche DD und Kulturelle DD im Zusammenhang mit Unternehmenstransaktionen nennen.³⁴¹ Im Rahmen von CVC- oder VC-Finanzierungen spielen dabei v. a. rechtliche, steuerliche und finanzielle Belange eine Rolle. Zusätzlich werden von den Beteiligungskapitalgesellschaften das Managementteam sowie die technischen Belange, bei einer Produktinnovation, einer eingehenden Prüfung unterzogen.

Des Weiteren muss bei der Ausprägung des Due Diligence-Prozesses bei mehreren Finanzierungspartner, also einer sog. Syndikation³⁴², zwischen einem Lead- sowie dem oder den Co-Investoren unterschieden werden.³⁴³ Dabei ist der Co-Investor i. d. R. zu einem geringeren Maße in den Prozess der Beteiligungswürdigkeitsprüfung involviert als der Lead-Investor.³⁴⁴

Der Geschäfts- oder Businessplan bildet neben den Gesprächen mit den Gründern des potentiellen Portfoliounternehmens die Grundlage der Beteiligungswürdigkeitsprüfung, da er alle Planungsinformationen zum Markt, zum Wettbewerb, zum Produkt, zum Gründerteam, zur Finanzierung, zur zeitlichen Realisierung sowie zum Chancen-/Risiko-Verhältnis beinhaltet bzw. beinhalten sollte.³⁴⁵ Neben den genannten Faktoren hängen die Dauer und der Umfang der Due Diligence noch von der Finanzierungsrunde ab. Bei einer Folgefinanzierung ist die Beteiligungswürdigkeitsprüfung meist einfacher als bei einer Erstfinanzierung durchzuführen, da sich der Be-

³³⁹ Vgl. hierzu u. a. Camp (2002), S. 2 ff., Heitzer/Engelmann (2001), S. 100 f. und Scott, C. (2001), S. 26 f.

³⁴⁰ Vgl. Camp (2002), S. 2 ff.

³⁴¹ Vgl. Blöcher (2001), S. 34 f. und Scott (2001), S. 26 f. Des weiteren werden hier noch Commercial DD und Environmental DD genannt. Die Commercial DD beschäftigt sich dabei u. a. mit technischen und organisatorischen Sachverhalten, die Environmental DD mit umweltbezogenen Aspekten.

³⁴² Zur Syndikation, d. h. dem Investment von zwei oder mehr VC- bzw. CVC-Gesellschaften, vgl. Kap. 2.5.

³⁴³ Investieren mehrere Investoren in ein junges Unternehmen, so wird der federführende Investor als Lead-Investor bezeichnet, die weiteren Investoren werden als Co-Investoren bezeichnet.

³⁴⁴ Vgl. Poser (2003), S. 144 f.

³⁴⁵ Vgl. Schween (1996), S. 106 f. sowie die Ausführungen in Kap. 2.1.3.3.

teiligungsgeber bei seiner Entscheidung auf Informationen aus der Unternehmenshistorie beziehen kann.³⁴⁶

Zur Bestimmung des Unternehmenswertes eines jungen Unternehmens, der als Grundlage für die Beteiligungsverhandlungen dient, werden in der Praxis von VC- und CVC-Gesellschaften verschiedene Verfahren verwendet. Dabei werden im VC-Geschäft die beiden Ansätze des Discounted Cash-flows³⁴⁷ und der Market Comparables bzw. Multiples³⁴⁸ sehr stark präferiert.³⁴⁹

2.3.2.3 Beteiligungsverhandlung

Nach der Bewertung des jungen Unternehmens und der Absichtserklärung zu weiteren Verhandlungen treten die CVC- oder VC-Gesellschaft und das junge Unternehmen in die Beteiligungsverhandlungen ein. Teilweise wird die weitere Verhandlungsabsicht der beiden Parteien in einem „Letter of Intent“, einer schriftlichen Absichtserklärung, festgeschrieben.

Der Beginn der Verhandlungen wird meist durch die Abgabe eines „Investment Proposals“, einem Investitionsantrag bzw. –vorschlag, initiiert.³⁵⁰ Dieser enthält die Konditionen der angestrebten Partnerschaft, wie z. B. die Höhe der Beteiligung, die Bewertung des Unternehmens, die Informations- und Kontrollrechte und möglicherweise auch Abmachungen bzgl. weiterer Finanzierungspartner oder –optionen.³⁵¹ Nach positivem Abschluss der Verhandlungen wird dann ein Vertrag geschlossen und umgesetzt.

³⁴⁶ Von einer Folgefinanzierung wird gesprochen, falls das zu finanzierende Unternehmen bereits mindestens eine Finanzierungsrunde hinter sich hat. Aufgrund der vorhandenen Unternehmenshistorie ist es in diesem Fall für den Beteiligungsgeber einfacher, dass junge Unternehmen zu bewerten, da Vergangenheitsdaten vorliegen, die bei einer Erstfinanzierung teilweise noch nicht vorliegen. Vgl. hierzu Poser (2003), S. 145.

³⁴⁷ Der Discounted Cash-flow wird dabei durch die Addition der zukünftigen Free Cash-flows, die mit einem Kapitalkostensatz, der sog. Weighted Average Cost of Capital (WACC) abgezinst werden, berechnet.

³⁴⁸ Market Comparables oder Multiples werden durch den Vergleich des zu bewertenden Unternehmens mit einem anderen Unternehmen derselben Branche errechnet. Weitere Informationen zu den angesprochenen Bewertungsverfahren sowie deren Vor- und Nachteile sind bei Wipfli (2001), S. 125 ff. zu finden.

³⁴⁹ Vgl. Wipfli (2001), S. 109 ff.

³⁵⁰ Vgl. Schefczyk (2004), S. 44 ff.

³⁵¹ Vgl. Poser (2003), S. 145 f.

Der gesamte Prozess von der Beteiligungsakquisition bis zum Abschluss der Beteiligungsverhandlungen wird im Rahmen der Abb. 2-14 idealtypisch dargestellt. Dabei wird auf die einzelnen Schritte, die typische Auswahlquote³⁵² sowie die Inhalte der jeweiligen Schritte, die teilweise in den beiden vorhergehenden und in diesem Abschnitt dargelegt wurden, eingegangen.

Schritt	Typische Auswahlquote	Inhalte
1. Eingang eines Geschäftsplans/Beteiligungsantrags		<ul style="list-style-type: none"> • Kontaktaufnahme unmittelbar durch potenzielles PU oder vermittelt durch Dritte • Zuordnung zu einem Beteiligungsmanager, i. d. R. nach Branchenschwerpunkt
2. Vorprüfung der Eckdaten	100%	<ul style="list-style-type: none"> • Kurzbewertung Management (Produkt, Markt, Umsatz, Rentabilität, usw.) anhand des Geschäftsplans • Ggf. Anforderung zusätzlicher Unterlagen
3. Hauptprüfung des Beteiligungsnehmers	25%	<ul style="list-style-type: none"> • Persönlicher Kontakt mit dem Unternehmer, i. d. R. Besuch vor Ort • Feinprüfung, häufig in Zusammenarbeit mit Externen (z. B. Referenzgeber, Verbände, Unternehmens- und Steuerberater, Universitäten) • Z. T. Unterzeichnung eines „Letter of Intent“
4. Beteiligungsverhandlung	8%	<ul style="list-style-type: none"> • Abgabe eines „Investment Proposals“ durch die Beteiligungsgesellschaft • Verhandlung wichtiger Konditionsbestandteile <ul style="list-style-type: none"> - Bewertung - Beteiligungshöhe, Finanzierungsinstrumente - Informations- und Kontrollrechte
5. Abschluss der Beteiligung und nachfolgende Aktivitäten	3%	<ul style="list-style-type: none"> • Formaler Abschluss des Beteiligungsvertrages • Umsetzung des Vertrages (z. B. Gesellschaftsvertragsänderung, Fremdfinanzierungsvermittlung) • Beginn der Managementunterstützung

Tab. 2-3: Idealtypischer Prozess von der Beteiligungsakquisition bis zum Abschluss der Beteiligungsverhandlung

Quelle: Schefczyk (2004), S. 45.

Im Rahmen des gesamten Prozesses der Beteiligungsakquisition, -würdigkeitsprüfung und -verhandlung verringert sich die Zahl der tatsächlich eingegangenen Beteiligungen auf rund drei Prozent der ursprünglich eingereichten Geschäftskonzepte.³⁵³ Im Rahmen der Vorprüfung nimmt die Zahl der potentiellen Beteiligungsprojek-

³⁵² Vgl. Schefczyk (2004), S. 44 f.; Schefczyk geht in seinen Ausführungen zu einer typischen Auswahlquote im VC-Geschäft auf einen Mittelwert aus verschiedenen dort genannten Quellen ein.

³⁵³ Vgl. Schefczyk (2000), S. 44.

te dabei am stärksten ab.³⁵⁴ Dies kann zum einen an Unzulänglichkeiten in der inhaltlichen Gestaltung des Geschäftsplanes, an einer mangelnden Reife bzw. der Darstellung der Reife des Managements oder der Produktidee, aber auch in der fehlenden Passung zwischen Branche des PU und den investmentpolitischen Grundsätzen der CVCG liegen.

2.3.2.4 Managementunterstützung und Zusatzleistungen

Bei den bisher dargestellten Schritten eines CVC-Prozesses unterscheiden sich CVCG und unabhängige VCG nur in geringem Maße.³⁵⁵ Die Unterstützung von jungen Unternehmen nach dem Beteiligungsabschluss durch eine CVCG kann jedoch durch deren Angliederung an einen großen Industrie- oder Dienstleistungskonzern, das sog. Mutterunternehmen, umfassender ausfallen als bei einem Investment durch eine unabhängige VCG.³⁵⁶

Nach Abschluss des Beteiligungsvertrages werden zwischen der CVCG bzw. VCG und dem PU i. d. R. Meilensteine³⁵⁷ vereinbart, deren Einhaltung durch umfassende Informations- und Kontrollrechte des Kapitalgebers abgesichert wird. Diese Informations- und Kontrollrechte sollen dafür sorgen, dass das Risiko des Beteiligungskapitalgebers minimiert wird. Zu den Informations- und Kontrollrechten zählen nach Schefczyk zustimmungspflichtige Geschäfte des PU, wie etwa die Bestellung eines Geschäftsführers oder die Aufnahme neuer Mittel in Fremd- oder Eigenkapitalform,

³⁵⁴ Grundlage der Vorprüfung ist im Allgemeinen der eingereichte Geschäftsplan des jungen Unternehmens. Eine externe Informationsbeschaffung wird im Rahmen der Vorprüfung meist nicht bzw. nur in sehr geringem Umfang ausgeführt. Vgl. Pichotta (1990), S. 40.

³⁵⁵ Vgl. hierzu die Kapitel 2.3.2.1 bis 2.3.2.3. Hauptsächlich beim Zugang zu Akquisitionsobjekten haben CVCG ein breiteres Spektrum als VCG. Weitere Unterschiede können aber auch aufgrund unterschiedlicher Erfahrungshorizonte auftreten.

³⁵⁶ Vgl. Maula/Murray (2001), o. S. Maula/Murray fanden in ihrer Untersuchung heraus, dass CVC-finanzierte Unternehmen bei der Reputationsgewinnung, der Gewinnung wichtiger Leadkunden, Lieferanten und Partner sowie bei der Unterstützung deren technischer Entwicklung Vorteile gegenüber rein VC-finanzierten Unternehmen haben. Allerdings sollte an dieser Stelle auch darauf hingewiesen werden, dass der Finanzierungspartner von rein VC-finanzierte Unternehmen einen höheren Beitrag bei der Strategieentwicklung, der Gewinnung von zusätzlichen Finanzierungspartnern sowie bei der Rekrutierung von Führungskräften leistet, als dies bei CVC-finanzierten Unternehmen der Fall ist.

³⁵⁷ Meilensteine sind vereinbarte Umsatz-, Gewinn- oder Cash-flow-Größen, deren Erreichen zu einem bestimmten Zeitpunkt in der Zukunft i. d. R. vertraglich vereinbart wird. Um die Einhaltung solcher Meilensteine sicherzustellen, werden oftmals Bedingungen, wie etwa die Vergabe weiterer Mittel durch den Beteiligungskapitalgeber, geknüpft.

sowie allgemeine Informationsrechte des Kapitalgebers, wie z. B. die Meldung von Ereignissen, welche die Umsatz- bzw. Gewinnentwicklung betreffen, oder die Abgabe von Bilanz- sowie Gewinn- und Verlustrechnungsdaten.³⁵⁸

Neben der durch die aktive Mitarbeit bzw. Unterstützung der jungen Unternehmen entstehenden Einblicke in die Entwicklung des Unternehmens, die auch zu einer Verringerung der asymmetrischen Informationsverteilung³⁵⁹ führt, kann auch der Wert des Unternehmens durch die Managementunterstützung erhöht werden.³⁶⁰ Aufgrund der Möglichkeit der Wertsteigerung des PU durch die Unterstützungsleistungen des CVC- oder VC-Gebers werden die Managementunterstützungsleistungen im anglo-amerikanischen Sprachraum auch als „Value Added“ bezeichnet.

Die Unterstützungsleistungen können dabei in verschiedene Kategorien eingeteilt werden. *Sapienza et al.* nennen u. a. die strategische Unterstützung als Berater in geschäftlichen und finanziellen Fragen und als Mitglied des Aufsichtsrates bzw. des Boards, die interpersonelle Unterstützung als Mentor oder Coach des CEO³⁶¹ und die Unterstützung beim Aufbau eines Netzwerkes mit weiteren Partnern.³⁶² *Schefczyk* nennt neben der Unterstützung innerhalb von Gremien, wie etwa dem Board bzw. Aufsichtsrat, zwei Teilbereiche, in denen die VCG das PU unterstützen kann.³⁶³ Dies sind (1) die inhaltliche Beratung in Fachfragen, v. a. bei wichtigen und weitreichenden Entscheidungen, und (2) die Methoden- und Prozessunterstützung, bei der die VCG dem jungen Unternehmen Geschäftskontakte vermittelt und das PU bei der Ideengenerierung und –realisierung unterstützt. Neben den dargelegten Unterstützungsleistungen werden v. a. in Untersuchungen³⁶⁴, die sich auch mit dem CVC-Umfeld auseinandersetzen, weitere Unterstützungsleistungen, wie etwa der Reputationsgewinn durch die Zusammenarbeit bzw. die Finanzierung durch einen großes Industrie- oder Dienstleistungskonzern, als Mutterunternehmen der CVC-Gesellschaft, und die Unterstützung beim Zugang zu Kunden oder zu technischer Expertise, genannt.

³⁵⁸ Vgl. Schefczyk (2004), S. 54 ff.

³⁵⁹ Vgl. hierzu die Ausführungen in Kap. 3 zur Prinzipal-Agenten-Theorie.

³⁶⁰ Vgl. u. a. *Sapienza et al.* (1996), S. 445 ff.

³⁶¹ CEO = Chief Executive Officer. Im deutschen Sprachraum kann der CEO mit dem Vorstandsvorsitzenden einer Aktiengesellschaft gleichgesetzt werden.

³⁶² Vgl. *Sapienza et al.* (1996), S. 439 f. *Sapienza et al.* gehen in ihrer Untersuchung auf die Zusatzleistungen und die VC-Governance von VC-Gesellschaften in den Ländern USA, Frankreich, Großbritannien und den Niederlanden ein. Auch *Gorman/Sahlman* nennen diese Kategorien von Unterstützungsleistungen in ihrer Untersuchung. Vgl. *Gorman/Sahlman* (1989), S. 237 f.

³⁶³ Vgl. Schefczyk (2004), S. 54 f.

³⁶⁴ Vgl. *BertelsmannValley* (2001), S. 75 ff., *Gompers/Lerner* (1998), S. 3 f. und *Maula/Murray* (2001), o. S.

In Untersuchungen zu Unterstützungsleistungen im CVC- und VC-Bereich wurden zusammenfassend folgende mögliche Unterstützungsleistungen, die zu einer Wertsteigerung des PU beitragen können, genannt:³⁶⁵

- *Strategische Unterstützung und Beratung*

Die strategische Unterstützung und Beratung ist oftmals mit einem Sitz im Aufsichtsrat oder Board des jungen Unternehmens gekoppelt. Dadurch kann ein Vertreter der CVC- oder VC-Gesellschaft durch die Mitarbeit in diesem Aufsichtsorgan seine Unterstützung anbieten. Die Erfahrung der Board-Mitglieder kann dabei bei wichtigen Entscheidungen für das Unternehmen genutzt werden. Die CVC- bzw. VC-Gesellschaft kann durch die Mitarbeit im Board auch Einblick in die Geschäfte des PU nehmen und dadurch der asymmetrischen Informationsverteilung entgegenwirken.³⁶⁶

- *Unterstützung beim Zugang zu weiteren Finanzierungsquellen*

Der Zugang zu weiteren Finanzierungsquellen auf Eigen- oder Fremdkapitalbasis stellt sowohl für CVC- und v. a. VC-Gesellschaften als auch für deren PU eine wichtige Leistung dar, da die jungen, innovativen Unternehmen oftmals einen hohen Finanzbedarf haben, den eine Gesellschaft alleine nicht decken kann. Für die PU stellt dabei die Investition eines CVC-Gebers in ihr Unternehmen oftmals einen Reputationszugewinn dar, da hierdurch das Vertrauen weiterer möglicher Kapitalgeber, wie etwa Banken oder öffentlicher Fördermittelgeber, steigt.³⁶⁷ Für die CVCG und VCG stellt die Hereinnahme weiterer Finanzmittel auf Eigen- und Fremdkapitalbasis eine zusätzliche Sicherheit dar, da sie ihre „begrenzten“ Mittel auf mehrere Investitionsobjekte verteilen kann und die weiteren Finanzierungspartner durch ihre Expertise die Ausfallwahrscheinlichkeit verringern helfen, was insgesamt die Sicherheit der Investments der Beteiligungskapitalgesellschaft erhöht.³⁶⁸

³⁶⁵ Vgl. hierzu BertelsmannValley (2001), S. 75 ff., Gompers/Lerner (1998), S. 3 ff., Gorman/Sahlman (1989), S. 237 f., MacMillan et al. (1988), S. 31 ff., Maula/Murray (2001), o. S., Maula (2001), S. 79 ff., Poser (2003), S. 145 ff., Sapienza et al. (1996), S. 439 f., Schefczyk (2004), S. 54 f., Schween (1996), S. 110 ff. und Winters/Murfin (1988), S. 211.

³⁶⁶ Vgl. Schween (1996), S. 137 ff. und die Ausführungen in Kap. 3.

³⁶⁷ Vgl. BertelsmannValley (2001), S. 77 und Fried/Hisrich (1995), S. 104.

³⁶⁸ Vgl. Poser (2003), S. 71 f.

- Unterstützung beim Zugang zu Führungspersonal

Im Rahmen der Umsetzung des Geschäftskonzeptes fehlt es jungen, innovativen Unternehmen teilweise an einigen Managementfähigkeiten in speziellen Funktionen, wie etwa Vertrieb, Marketing oder Forschung & Entwicklung, die für die Weiterentwicklung des Unternehmens von großer Bedeutung sind. In solchen Situationen wird die Suche nach zusätzlichen Führungskräften von CVCV oder VCG durchgeführt³⁶⁹, die hierbei ihre eigenen Interessen als Kapitalgeber berücksichtigt sehen möchten. Treten im PU negative Ereignisse auf oder werden Meilensteine nicht erreicht, so forcieren die Beteiligungskapitalgeber in vielen Fällen sogar den Umbau der Führungsmannschaft.

- *Unterstützung bei der Entwicklung von operativem Know-how*

Neben der Teilnahme am Entscheidungsprozess im Rahmen von strategischer Unterstützung des PU kann auch eine operative Unterstützung stattfinden. Diese Unterstützung ist z. B. in Form der Mitarbeit eines „Managers auf Zeit“³⁷⁰ denkbar, der das PU z. B. bei dessen Finanzierung, dem Aufbau des Rechnungswesens oder mittels technischer Expertise unterstützt.³⁷¹

- *Unterstützung beim Marktzugang*

Beim Zugang zu Vertriebskanälen verfügen die CVCV durch das gesamte Netzwerk des Mutterunternehmens i. d. R. über weit bessere Möglichkeiten der Unterstützung von PU beim Marktzugang als rein finanzielle VCG.³⁷² Hier können die CVCV, speziell bei PU, die sich in demselben oder einem ähnlichen Markt wie das MU befinden, weitreichende Unterstützungsleistungen anbieten. Daneben besteht auch ggf. die Möglichkeit das Mutterunternehmen der CVCV als Leadkunden zu gewinnen und dadurch die Reputation gegenüber weiteren potentiellen Kunden zu steigern.³⁷³

³⁶⁹ Durch das oftmals breite Netzwerk der VCG und CVCV in der Start-up-Szene auf der einen Seite und das Wissen um die Erfordernisse für das PU auf der anderen Seite kann hierbei ein sinnvolles Matching gefunden werden, um die Führungsposition adäquat besetzen zu können.

³⁷⁰ Vgl. Schefczyk (2000), S. 43.

³⁷¹ Vgl. BertelsmannValley (2001), S. 77 ff. und Gorman/Sahlman (1989), S. 237 ff.

³⁷² Vgl. Schween (1996), S. 111.

³⁷³ Oftmals ist es für Unternehmen im Industriegütersegment sehr schwierig, einen „ersten“, großen Kunden, den sog. Leadkunden, zu gewinnen. Daher ist dieser Kunde in Bezug auf die weitere Entwicklung des jungen Unternehmens von sehr großer Wichtigkeit. Vgl. BertelsmannValley (2001), S. 83 ff.

- *Unterstützung beim Zugang zu weiteren Netzwerkpartnern (Lieferanten, Berater, Rechtsanwälte, Steuerberater)*

Bei der Vermittlung von leistungsfähigen Dienstleistern, wie etwa Rechtsanwälten oder Unternehmensberatern, kommt dem Management der VCG oder CVCG ebenfalls eine wichtige Rolle zu. Durch die Zusammenarbeit mit leistungsfähigen Unternehmen kann das PU von dem Erfahrungsvorsprung des Beteiligungskapitalgebers in diesem Bereich profitieren und dadurch langfristig mit den „richtigen“ Partnern zusammenarbeiten.

- *Unterstützung im administrativen Bereich*

Eine Unterstützung von PUs im administrativen Bereich kann durch die Nutzung konzerninterner Strukturen oder Prozesse bestehen. Vorstellbar wäre hierbei die Nutzung des Rechnungswesens der CVC-Muttergesellschaft oder das Zurückgreifen auf bereits etablierte Prozesse innerhalb des Mutterunternehmens.³⁷⁴

- *Unterstützung bei der Nutzung von Infrastruktur*

Neben der Vermittlung von Know-how unterstützen einige VCG bzw. CVCG ihre PU durch die Möglichkeit der Nutzung von Räumlichkeiten.³⁷⁵ Dies kann zumindest in der Anfangsphase eine sinnvolle Unterstützungsleistung sein, falls das PU z. B. spezielle Laboreinrichtungen benötigt, die in der Anschaffung bzw. Anmietung sehr kostspielig sind.

Neben dem Value Added-Transfer vom Beteiligungskapitalgeber zum Start-up besteht natürlich im Rahmen des CVC auch ein Interesse des Großunternehmens, des MU des CVC-Gebers, an einer Partizipation am Start-up. Diese Erwartungen aus der Partnerschaft spiegeln sich schon in den Zielen des CVC-Gebers bzw. dessen MU wieder. Hier können u. a. der Einblick in neue Technologien oder die Steigerung der Nachfrage nach Konzernprodukten durch Produkte oder Dienstleistungen des PU genannt werden.³⁷⁶

³⁷⁴ Die Nutzung von konzerninternen Abläufen und Prozessen stellt jedoch oftmals einen Wettbewerbsvorteil für das Mutterunternehmen dar, weshalb eine Weitergabe bzw. Nutzung durch „Dritte“ in der Regel nicht erfolgen wird. Vgl. BertelsmannValley (2001), S. 80.

³⁷⁵ Die zur Verfügungstellung von Räumlichkeiten wird besonders im Rahmen von sog. Inkubatoren, in denen junge Unternehmen zu Beginn ihrer Entwicklung sehr stark unterstützt werden, sowohl mit Beratungsunterstützung als auch mit der erforderlichen Infrastruktur (Räume und Ausstattung), vorgenommen.

³⁷⁶ Vgl. hierzu die Ziele von CVCG bzw. deren MU im Rahmen von Kap. 2.2.1.

Dabei hat allerdings die Zusammenarbeit mit dem MU für das PU sowohl Vor- als auch Nachteile. Vorteile entstehen natürlich durch die Möglichkeit der Gewinnung von zusätzlicher Expertise durch Spezialisten im MU. Daneben können allerdings ebenfalls Nachteile, wie etwa die Problematik des einseitigen Technologietransfers vom Start-up zum Großunternehmen, auftreten. Um diese Chancen und Risiken auf beiden Seiten in einem überschaubaren Maß zu halten, sind viele CVC-Einheiten als eigenständige Gesellschaften und nicht als Abteilungen des MU organisiert und nehmen dadurch eine Vermittler- bzw. Pufferfunktion zwischen PU und MU ein.³⁷⁷

2.3.2.5 Desinvestition

Die Desinvestition oder der „Exit“ bezeichnet den Ausstieg des Beteiligungskapitalgebers aus dem Investment in ein junges, innovatives Unternehmen. Besonders VC- aber auch CVC-Investoren investieren aus finanziellen Erwägungen in Start-ups und müssen daher nach einem begrenzten Zeitraum ihr Investment beenden, um einen möglichen Ertrag generieren zu können.³⁷⁸

Dabei stehen den Beteiligungskapitalgebern folgende Exit-Kanäle zur Verfügung:³⁷⁹

- *Buy Back*

Hierbei werden die Unternehmensanteile der Beteiligungskapitalgesellschaft an die Mitgesellschafter veräußert, wobei teilweise der entstehende Finanzierungsbedarf auf Seiten der potentiellen Erwerber diese Möglichkeit der Desinvestition limitiert.

- *Trade Sale*

Die Veräußerung der Beteiligung an einen industriellen Investor ist speziell im Rahmen von CVC-Partnerschaften eine Exit-Option, falls das MU Interesse an einer Eingliederung des PU hat und das PU dieser Übernahme zustimmt. Dabei stellt sich ein Trade Sale an einen industriellen Investor attraktiv dar, falls der Investor die Erschließung neuer Geschäftsfelder anstrebt, da hierbei die Eigenständigkeit des PU oftmals erhalten bleibt.³⁸⁰

³⁷⁷ Vgl. Schween (1996), S. 113.

³⁷⁸ Neben dem finanziellen Ertrag achten speziell CVCG, die auch strategieorientierte Zielstellungen verfolgen, ebenso auf einen „strategischen Ertrag“, der teilweise schon während der Partnerschaft entsteht. Vgl. hierzu Kap. 2.2.1 sowie Poser (2003), S. 149 f.

³⁷⁹ Vgl. BVK (Hrsg.) (2003), S. 9 und Schefczyk (2004), S. 57 ff.

³⁸⁰ Vgl. Schefczyk (2004), S. 58 f.

Als weitere Option zur Veräußerung der Anteile des Portfoliounternehmen an einen Finanzinvestor wird der *Secondary Purchase* betrachtet, der allerdings im Rahmen der Branchenstatistik des *BVK* nicht mehr als eigenständige Exit-Option erfasst wird.³⁸¹

- *Going Public*

Beim *Going Public* wird das PU an der Börse eingeführt, was im Englischen als IPO bezeichnet wird.³⁸² Besonders im Rahmen eines Börsenganges wird die Desinvestition meist schleichend vorgenommen, d. h. die Anteile am Portfoliounternehmen werden erst nach und nach über die Börse veräußert, um den Kurs durch einen massiven Anteilsverkauf nicht unter Druck zu setzen.

Neben den guten Chancen, die Eigentümerbasis im Rahmen eines Börsenganges zu verbreitern und das Eigenkapital in erheblichem Umfang zu erhöhen, bestehen bei der Einführung eines PU an der Börse auch Risiken, wie etwa die sehr umfangreichen Publizitätspflichten von an der Börse gelisteten Unternehmen, die hohen Kosten bei und durch die Börseneinführung sowie die Gefahr der Unterbewertung, dem sog. Underpricing, der Neuemission.³⁸³

- *Liquidation*

Die Liquidation erfolgt i. d. R. durch die Kündigung des Gesellschaftsvertrages und führt normalerweise zu einem Verlust oder sogar zum Totalverlust im Rahmen des Investments.

Im deutschen VC-Markt sind bzw. waren die Exit-Kanäle „Trade Sale“ sowie „Buy Back“ vorherrschend, wobei die Abschreibung von Beteiligungen ebenfalls einen hohen Stellenwert hatte und v. a. auch derzeit hat.³⁸⁴

³⁸¹ Vgl. *BVK* (Hrsg.) (2003), S. 9.

³⁸² IPO = Initial Public Offering. (Erstmalige) Börseneinführung eines PUs. Vgl. *NVCA* (Hrsg.) (2002), S. 98.

³⁸³ Vgl. *Schefczyk* (2004), S. 59 f.

³⁸⁴ Vgl. *BVK* (Hrsg.) (2003), S. 2 und *BVK* (Hrsg.) (2002), S. 68. In den Jahren 1992 bis 1999 waren jeweils die Desinvestitionskanäle Trade Sale und Buy Back (gemessen am Desinvestitionsvolumen) vorherrschend, wobei in den Jahren 2000 bis 2002 der Anteil der Abschreibungen (Totalverluste) in den Portfolios der VCG sehr stark zunahm und im Jahre 2002 eine Höhe von 69% des gesamten Desinvestitionsvolumens erreichte. Im Rahmen der Statistik des *BVK* wurde die Rückzahlung stiller Beteiligungen bis 1999 als Buy Back erfasst.

Da CVCG neben finanziellen auch strategieorientierte Zielstellungen verfolgen, sollte auch der Exit nicht nur aus der finanziellen Perspektive, sondern auch aus strategischer Sicht betrachtet werden. Hierzu wurde von Poser eine 3*3-Matrix zur Unterstützung von CVC-Desinvestitionsentscheidungen erstellt, in welcher der Erfolg sowohl in einer finanziellen als auch einer strategischen Dimension betrachtet wird.³⁸⁵

Strategischer Erfolg	erfolgreich	Keine weitere Mittelzufuhr und Versuch der Realisierung von strategischen Vorteilen	Weitere Unterstützung und Realisierung strategischer Vorteile	Exit und/oder Behalten von Anteilen am PU, falls strategische Beziehung vorteilhaft ist
		Exit	Weitere Unterstützung und Betrachtung der weiteren Erfolgswahrscheinlichkeit	Exit und möglicherweise Fortsetzung der Arbeit mit dem PU
	erfolglos	Exit	Überprüfung möglicher Exit-Optionen und ggf. Maximierung des finanziellen Ertrags	Exit und Realisierung des finanziellen Ertrags
erfolglos		<i>Potentiell erfolgreich reich *</i>		
Finanzialer Erfolg				

* Investments können nur solange als *potentiell erfolgreich* bezeichnet werden, bis der Exit tatsächlich vollzogen wurde.

Abb. 2-14: Matrix zur Unterstützung von CVC-Desinvestitionsentscheidungen

Quelle: Poser (2003), S. 150.

Die Überprüfung des Portfolios einer CVCG sollte regelmäßig anhand dieser Matrix erfolgen, um zum richtigen Zeitpunkt in der entsprechenden Form agieren zu können. Dabei sollte in finanziell erfolglose Investments nicht mehr investiert werden und nur bei Vorhandensein von strategischen Vorteilen³⁸⁶ für das MU eine Realisierung dieser Vorteile angestrebt werden.³⁸⁷ Bei strategisch erfolglosen oder nur durchschnittlichen Investments, die jedoch einen durchschnittlichen oder überdurchschnittlichen finanziellen Ertrag ermöglichen, sollten eine Desinvestition in Betracht gezo-

³⁸⁵ Vgl. Poser (2003), S. 150 f. sowie Abb. 2-15. Die Darstellung in Abb. 2-15 basiert lediglich auf Annahmen von Poser und wurde bisher nicht empirisch überprüft.

³⁸⁶ Die Kombination eines finanziell erfolglosen Investments, das gleichzeitig strategische Vorteile für das MU liefert, ist allerdings eher von theoretischer Bedeutung, da diese Kombination in der Praxis nur sehr selten vorkommen wird.

³⁸⁷ Vgl. zu den weiteren Ausführungen auf Basis der Abb. 2-15: Poser (2003), S. 151.

gen werden, ohne jedoch weitere Entwicklungsoptionen für das Start-up außer Acht zu lassen. Die Zusammenarbeit mit strategisch erfolgreichen Investments, die auch einen durchschnittlichen oder überdurchschnittlichen Ertrag versprechen, sollte weitergeführt bzw. im Rahmen einer strategischen Partnerschaft mit dem MU intensiviert werden. Bei finanziell überdurchschnittlich erfolgreichen Investments, die auch gewisse strategische Vorteile bieten, kann eine Desinvestition angestrebt werden, wobei allerdings eine weitere Zusammenarbeit, ggf. zwischen MU und PU, in der Zukunft angestrebt werden sollte.

2.3.3 CVC-Investitions- und Organisationsformen

Grundsätzlich lassen sich im Rahmen von CVC-Aktivitäten unterschiedliche Organisations- und Investitionsformen unterscheiden. Beteiligungskapitalaktivitäten großer Industrie- und Dienstleistungskonzerne können zum einen nach Aktivitäten, die vom Unternehmen selbst ausgehen und gesteuert werden, und zum anderen nach Aktivitäten, die von externen Gesellschaften gemanagt werden, unterschieden werden.³⁸⁸ Die intern ausgehenden Aktivitäten sollen im Rahmen des folgenden Abschnittes betrachtet werden. Die von externen VC-Gesellschaften geführten Fonds, in welche die Konzerne sowie andere Geldgeber investieren können, werden im darauffolgenden Abschnitt 2.3.3.2 genauer betrachtet.

Bei von externen VC-Gesellschaften gemanagten Fonds können Investoren aus dem Umfeld großer Konzerne dabei meist ihre strategischen Ziele gar nicht bzw. nur in geringem Umfang einbringen, weshalb diese Form der Investition im Rahmen eines strategisch orientierten Corporate Venture Capital-Ansatzes nur eine untergeordnete Rolle spielt.³⁸⁹

³⁸⁸ Vgl. Abb. 2-16. In Abb. 2-16 werden die drei möglichen Investitionsformen, nämlich die direkte Investition durch das Mutterunternehmen bzw. eine Geschäftseinheit sowie die direkte Investition bei Zwischenschaltung einer CVC-Einheit und die indirekte Investition über eine externe VCG dargestellt. Weitere Ausführungen folgen in den beiden folgenden Abschnitten dieses Kapitels.

³⁸⁹ Vgl. u. a. McNally (1997), S. 38 f. und S. 108 oder Hagleitner (2000), S. 22 f. Hiervon auszunehmen sind indirekte Investments mittels dedizierter Fonds, in denen der Kapitalgeber einen Einfluß auf Entscheidungen im PU ausüben kann. Siehe hierzu Kap. 2.3.3.2 sowie Abb. 2-17.

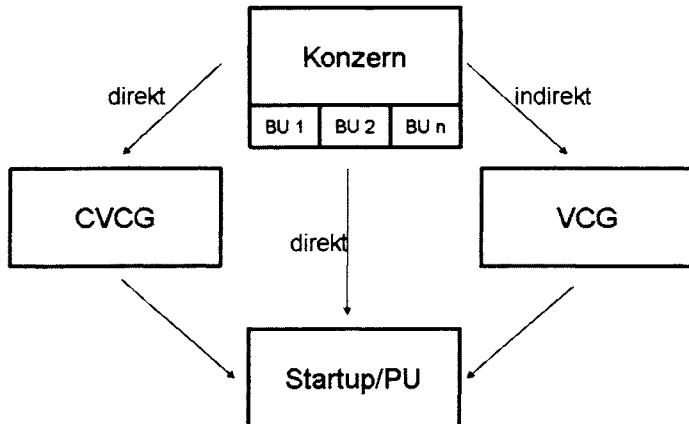


Abb. 2-15: Vereinfachtes Modell der Investitionsmöglichkeiten im Rahmen einer CVC-Finanzierung

Quelle: eigene Darstellung.

(Erläuterung der verwendeten Abkürzungen: BU = Business Unit oder Geschäftseinheit; „direkt“ bzw. „indirekt“ bezeichnen die jeweilige Form der Investition)

Um die beiden verwendeten Begriffe in der Überschrift dieses Kapitels voneinander abzugrenzen, soll im Folgenden kurz auf deren Bedeutung eingegangen werden. Unter der Investitionsform der CVC-Aktivitäten soll dabei die Art der Investition aus der Sicht des CVC-Mutterunternehmens, also entweder in indirekter oder in direkter Form, verstanden werden. Aufbauend auf die gewählte Investitionsform kann die interne Organisation entwickelt werden, was sowohl die organisatorische Aufstellung als auch die Prozesse innerhalb des Unternehmens betrifft.³⁹⁰ Die organisatorische Aufstellung und die Prozesse werden allerdings im Rahmen dieser Arbeit nur am Rande betrachtet.

Eine weitere Möglichkeit der Betrachtung von CVC-Investitionsformen soll in Abb. 2-17, in der indirekte Investitionen nach der Ausrichtung des jeweiligen Fonds sowie direkte Investitionen nach den beiden möglichen Organisationsformen, dargelegt werden. In dieser, in Anlehnung an Poser gestalteten Abbildung sollen zusätzlich zur

³⁹⁰ Die von Roberts geprägten CVC-Organisationsformen VC, Venture Nurturing, Venture Spin-off, New-style Joint Ventures, Venture Merging and Melding und Internal Venturing wurden in den 80er und 90er Jahren oftmals verwendet, heute sind diese Begriffe jedoch nur noch wenig gebräuchlich. Vgl. hierzu Roberts (1980), S. 135 ff. sowie Nathusius (1979a), S. 158 und Schween (1996), S. 118 und S. 124 ff.

Darstellung der Investitionsoptionen die Möglichkeiten für strategisch orientierte CVC-Investoren herausgearbeitet werden.³⁹¹

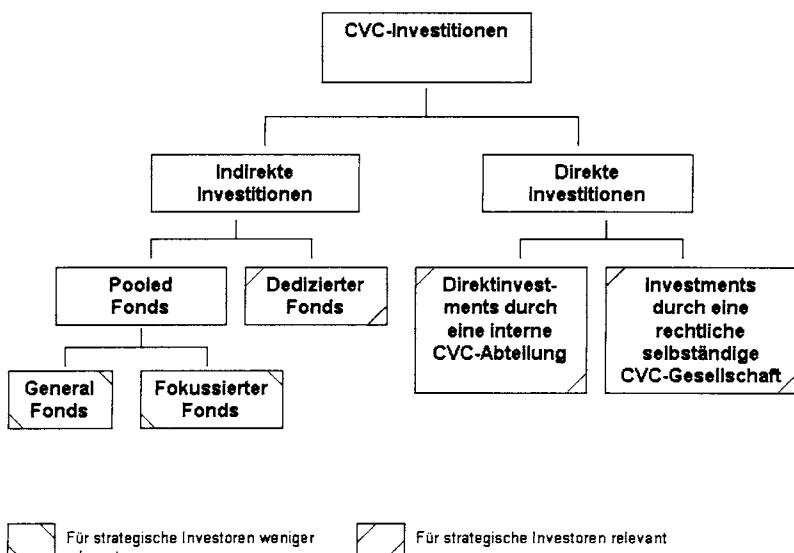


Abb. 2-16: Investitionsoptionen und deren Bedeutung für strategisch orientierte Investoren

Quelle: Indirekte Investitionen nach Poser (2003), S. 114 sowie eigene Darstellung.

Dabei gestalten sich die beiden direkten Investitionsformen durch die Möglichkeit der direkten Einfluß- und Einsichtnahme für strategisch orientierte Investoren, die z. B. das Ziel der Technologiebeobachtung verfolgen, als sinnvoll, was auch verschiedene Untersuchungen bestätigen.³⁹² Indirekte Investitionen sind hingegen für strategisch orientierte Investoren weniger geeignet,³⁹³ abgesehen von dezierten Fonds, in denen zwar das Fondsmanagement durch eine externe VCG erledigt wird, die Zusammenarbeit allerdings aufgrund der Alleininvestorenschaft des Großunternehmens

³⁹¹ Vgl. Poser (2003), S. 114 ff.

³⁹² Vgl. u. a. McNally (1997), S. 133 f. und Sykes (1990), S. 38 ff.

³⁹³ Vgl. u. a. Greenthal/Larson (1983), S. 76 und Winters/Murfin (1988), S. 208 f. Die Erreichung finanzieller Ziele in Form einer Rendite aus dem Investment kann dabei sowohl durch indirekte als auch durch direkte Investments erreicht werden.

durchaus angestrebt wird.³⁹⁴ Sowohl bei direkten als auch bei indirekten Investments über dedizierte Fonds ist die interne Organisation des Mutterunternehmens für die Erreichung der strategischen Ziele wichtig, da die Erfolgswahrscheinlichkeit zur Erreichung der angestrebten Ziele durch eine enge Zusammenarbeit zwischen Investor und PU erhöht werden kann.³⁹⁵

2.3.3.1 Direkte Investitionen

Direkte Investments im Rahmen von CVC-Aktivitäten lassen sich grundsätzlich in zwei verschiedene Formen unterteilen.³⁹⁶ Zum einen können CVC-Aktivitäten durch eine interne CVC-Abteilung innerhalb des Unternehmens und zum anderen in Form einer rechtlich selbständigen Tochtergesellschaft organisiert werden.³⁹⁷

Dabei belegen verschiedene Untersuchungen, dass direkte CVC-Investitionen strategisch orientierte Ziele besser erfüllen können als indirekte Investitionen über unabhängige VC-Gesellschaften, da sie bessere Möglichkeiten der Kontaktaufnahme zwischen PU und MU bzw. deren CVC-Einheit gewährleisten und einen besseren Markteinblick ermöglichen.³⁹⁸

³⁹⁴ Vgl. Poser (2003), S. 116.

Weitere Ausführungen zu direkten und indirekten Investitionen folgen in den beiden nächsten Abschnitten.

Kommen die Mittel für einen VC- oder CVC-Fonds von nur einem Investor, so wird auch von einem „captive“ Fonds gesprochen. Vgl. Kap. 2.3.3.

³⁹⁵ Vgl. Block/MacMillan (1993), S. 35 ff.

³⁹⁶ Vgl. hierzu Abb. 2-18.

³⁹⁷ Vgl. Corporate Executive Board (Hrsg.) (2000), S. 46 f. und McNally (1997), S. 107 ff.

³⁹⁸ Vgl. u. a. McNally (1997), S. 108 f. und Winters/Murfin (1988), S. 208 f.

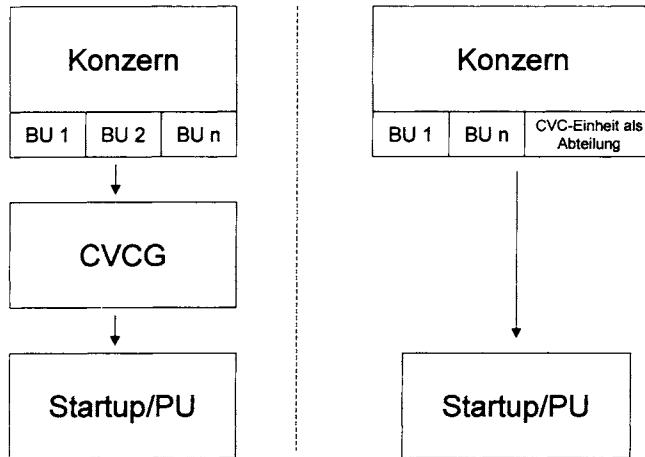


Abb. 2-17: Die zwei Formen der Direktinvestition im Rahmen von CVC-Aktivitäten

Quelle: Eigene Darstellung (Erl.: BU = Business Unit bzw. Geschäftseinheit)

Die CVC-Einheit agiert dabei als eigenständige operative Einheit oder als rechtlich selbständiges Tochterunternehmen des CVC-Mutterunternehmens.³⁹⁹ Die CVC-Einheit berichtet in der Regel an die Konzernleitung⁴⁰⁰ oder an die Leitung einer Geschäftseinheit des MU.⁴⁰¹ Die Zusammenarbeit zwischen dem MU und dem PU wird durch die CVC-Einheit gesteuert und unterstützt, diese soll auch die Erreichung der Ziele des MU und des PU durch einen Ausgleich der teilweise auch gegensätzlichen Interessen sowie durch die engen Beziehungen zu beiden Partnern im Rahmen der CVC-Aktivitäten gewährleisten.⁴⁰²

Die Wahrscheinlichkeit zur Erreichung strategischer Ziele kann durch die Wahl des direkten Investment-Ansatzes besser erreicht werden als durch indirekte Investitionen.⁴⁰³ Daneben müssen von CVC-Investoren jedoch einige weitere Fähigkeiten und

³⁹⁹ Vgl. Abb. 2-18.

⁴⁰⁰ Vgl. Schween (1996), S. 125.

⁴⁰¹ Einige CVC-Aktivitäten deutscher Konzerne sind nicht direkt an der Konzernleitung aufgehängt, sondern an einzelnen Geschäftseinheiten, die auch im Rahmen der Unterstützung der PU der direkte Ansprechpartner sind. Dadurch wird versucht, die Akzeptanz innerhalb der jeweiligen Geschäftseinheit zu erhöhen.

⁴⁰² Vgl. Chesbrough/Socolof (2000), S. 15 f. Chesbrough/Socolof gehen in ihrem Artikel auf die CVC-Einheit von Lucent Technologies, die Lucent New Venture Group (NVG), ein und stützen ihre Aussagen auf die Erfahrungen im Rahmen der Aktivitäten der Lucent NVG.

⁴⁰³ Vgl. die Ausführungen in Kap. 2.3.3.

Strukturen aufgebaut werden, um im CVC-Geschäft erfolgreich sein zu können.⁴⁰⁴ Hierzu gehört u. a. die Fähigkeit ein Netzwerk von Partnern aufzubauen, um im Rahmen von Investments das Risiko teilen zu können, mehrere Meinungen bei der Auswahl der Portfoliounternehmen mit in die Entscheidung einzubeziehen und unterschiedliche Fähigkeiten bei der Unterstützung eines PU zu haben. Weitere wichtige Strukturelemente im CVC-Geschäft sind die Aufstellung einer Investitionsstrategie, die erfolgsorientierte Entlohnung der am Prozess beteiligten Personen und die Sicherstellung des Engagements aus dem MU.⁴⁰⁵

2.3.3.2 Indirekte Investitionen

Von indirekten Investitionen eines CVC-Gebers wird gesprochen, wenn sich ein Industrie- oder Dienstleistungskonzern als Investor an einem externen Fonds, der von einer unabhängigen VC-Gesellschaft gemanagt wird, beteiligt.⁴⁰⁶ Bezogen auf Abb. 2-17 können indirekte Investments nach der Anzahl der Investoren in „Pooled Fonds“ oder „dedizierte Fonds“ unterschieden werden. Bei Pooled Fonds kann der Kapitalgeber einer von mehreren Investoren sein, bei dedizierten Fonds bedient lediglich ein Kapitalgeber den gesamten Fonds. Pooled Fonds können weiterhin nach ihrer Fokussierung in „General Fonds“ und „fokussierte Fonds“ unterschieden werden, wobei sich die Fokussierung in der Regel auf Branchen oder Technologien, wie etwa die Biotechnologie oder das Internet, richtet.⁴⁰⁷

Investieren CVC-Geber indirekt, so können sie auf eine interne CVC-Einheit verzichten, sie benötigen aber trotzdem eine Schnittstelle⁴⁰⁸ zur VCG, um die definierten Ziele realisieren zu können.⁴⁰⁹ Indirekte Investitionen markieren dabei oftmals den Anfang von CVC-Aktivitäten großer Konzerne, da hierdurch schnelle Lernfortschritte

⁴⁰⁴ Vgl. Poser (2003), S. 118. Zur Syndikation, der Investition mit mindestens einem weiteren Partner, vgl. Kap. 2.4.

⁴⁰⁵ Vgl. Poser (2003), S. 118 ff. sowie die weiteren dort genannten Quellen.

⁴⁰⁶ Siehe hierzu Abb. 2-16.

⁴⁰⁷ Vgl. Poser (2003), S. 114 f.

⁴⁰⁸ Als Schnittstelle kann hier eine Stabsstelle oder eine Abteilung innerhalb des kapitalgebenden Unternehmens dienen.

⁴⁰⁹ Vgl. McNally (1997), S. 107 f. und Schween (1996), S. 120. Im Rahmen indirekter VC-Investitionen kann die Investmenttätigkeit, wie auch bei direkten Investments, durch eine rechtlich selbstständige Tochtergesellschaft oder eine Abteilung bzw. Stabsstelle des MU koordiniert werden.

im Venture Capital-Markt möglich sind.⁴¹⁰ Indirekte Investments sind also in vielen Fällen die Vorstufe von Direktinvestments.⁴¹¹

Diese Einschätzung der Marktentwicklung lässt sich auch anhand von Zahlen der NVCA, zumindest für die USA, darlegen.⁴¹² In den Jahren 1995 bis 1999 wurde von Industrie- und Dienstleistungskonzernen eine höhere Summe in indirekte CVC-Aktivitäten investiert, wohingegen ab dem Jahre 2000 die Investitionssumme in Direktinvestments deutlich größer war als die in indirekte Investments investierte Summe.⁴¹³

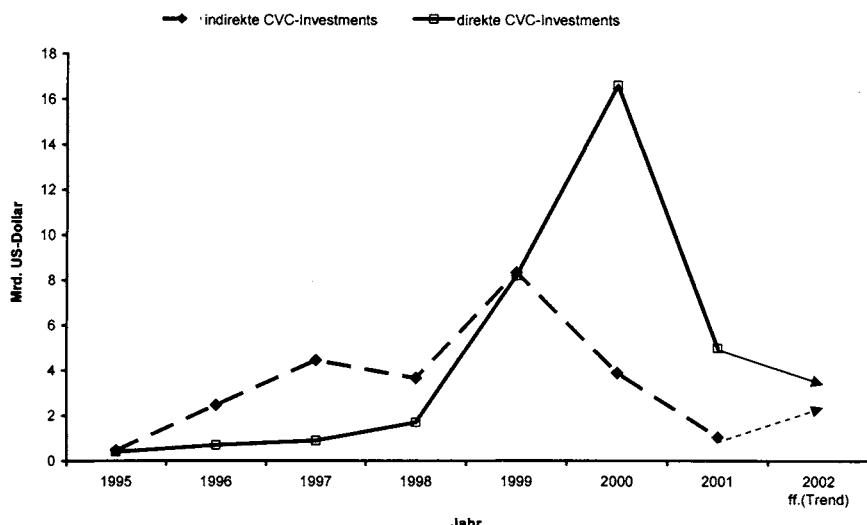


Abb. 2-18: Entwicklung von indirekten und direkten CVC-Investments in den USA
Quelle: NVCA (Hrsg.) (2002), S. 17 und S. 42; Trend (2002 ff.) nach NVCA (Hrsg.) (2004), S. 17 ff..

⁴¹⁰ Vgl. McNally (1997), S. 108, Winters/Murfin (1988), S. 208 f. und Yates/Roberts (1991), S. 1.

⁴¹¹ Vgl. Rind (1981), S. 169 und Sykes (1990), S. 37. *Rind* und *Sykes* bezeichnen indirekte Investments von Industrieunternehmen als ersten Schritt zu Direktinvestments und sehen diese Investments als Möglichkeiten für Kontakte in die Szene sowie für die Herstellung eines Zugangs zu weiteren Geschäftspartnerschaften an.

⁴¹² Vgl. NVCA (Hrsg.) (2002), S. 17 und S. 42. Für CVC-Direktinvestments liegen lediglich die Daten seit 1995 vor.

⁴¹³ Vgl. hierzu Abb. 2-19.

2.4 Syndikation im VC-Bereich

In den vorherigen Kapiteln wurde oftmals auf die Relevanz von Netzwerken zwischen den am CVC- bzw. VC-Prozess beteiligten Unternehmen und Personen eingegangen.

Im Rahmen von CVC- bzw. VC-Investments wird eine Zusammenarbeit mehrerer Investoren i. d. R. durch eine Syndikation, d. h. die Investition mehrerer unterschiedlicher Beteiligungskapitalgesellschaften in ein junges Unternehmen innerhalb einer Finanzierungsrunde, umgesetzt. Die Vorteile einer Syndikation sind dabei in der Möglichkeit zur Risikoteilung bzw. –minimierung für jeden Partner, einer Erhöhung der Objektivität bei der Investitionsentscheidung und in der Nutzung möglicher Synergiepotentiale zu sehen.⁴¹⁴ Im Rahmen der Principal-Agent-Theorie werden diese Vorteile mit der Reduzierung des Risikos der adversen Selektion begründet.⁴¹⁵

So deutet eine Studie von *Bygrave/Timmons* darauf hin, dass die Vernetzung von Investoren über Co-Investitionsbeziehungen in den USA sehr hoch ist, besonders im Rahmen von Investitionen im High-Tech-Bereich, und dass die Intensität der Investitionsbeziehungen mit dem Erfolg des Investments positiv korreliert.⁴¹⁶

Nach einer Untersuchung im deutschen VC-Bereich von *Mendryzk* stellte sich heraus, dass die Risikodiversifikation den wichtigsten Grund für eine Syndizierung von Investments darstellt.⁴¹⁷ Als ebenso wichtigen Grund stellt sich die Möglichkeit zur Investition einer größeren Summe im Rahmen eines Investments dar, die eine einzelne Gesellschaft aufgrund eines begrenzten Budgets gar nicht oder nur mit großer Mühe und hohem Risiko aufbringen könnte.⁴¹⁸ Als weitere Gründe für eine

⁴¹⁴ Vgl. De Haan (1999), S. 284 ff.

⁴¹⁵ Vgl. hierzu die Ausführungen in Kap. 3.

⁴¹⁶ Vgl. Bygrave/Timmons (1992), S. 187 ff. Rund 40% der möglichen Syndikationsbeziehungen zwischen den US-amerikanischen High-Tech-Investoren wurden laut dieser Studie bereits geschlossen, auf regionaler Ebene (im Bundesstaat Kalifornien) wurden rund 70% dieser möglichen Partnerschaften bereits realisiert.

⁴¹⁷ Vgl. Mendryzk (1999), S. 177 ff. *Mendryzk* befragte im Rahmen seiner Untersuchung 49 Beteiligungskapitalgesellschaften aus dem öffentlichen Bereich, aus dem Bankensektor sowie unabhängige VC-Gesellschaften. Die Ergebnisse von *Mendryzk* werden auch durch die Untersuchungen von *Wupperfeld* und *Zemke* gestützt. Vgl. Wupperfeld (1994), S. 77 und Zemke (1995), S. 205 f.

⁴¹⁸ Durch eine geringere Investitionssumme in ein PU ist es einem Beteiligungskapitalgeber möglich, seine Fondsmittel auf eine größere Anzahl von PU zu verteilen, was zu einer breiteren Streuung des Kapitals und dadurch zu einer Risikominimierung des Gesamtportfolios beiträgt.

Syndikation wurden die Einbringung einer „zweiten Meinung“ in die Investitionsentscheidung und die Möglichkeit zur Kostenreduzierung durch eine Aufteilung der Aktivitäten im Rahmen eines Investments in ein PU angesehen, wobei die Möglichkeit zur Kostenreduzierung nur von sehr wenigen befragten Gesellschaften als wichtiger Faktor angegeben wurde.

Besonders CVC-Einheiten können weitere Vorteile für eine Partnerschaft mit weiteren VC-Investoren einbringen. Durch ihre Vernetzung mit dem Mutterunternehmen und dessen Umfeld kann, v. a. bei Investments in PU, die sich in einem ähnlichen Markt oder einer komplementären Branche gründen wollen bzw. gegründet haben, im Rahmen der Beteiligungswürdigkeitsprüfung sowie der Betreuungsleistungen des PU auf die Erfahrungen und Netzwerke von Mitarbeitern des MU bzw. der CVC-Einheit zurückgegriffen werden.⁴¹⁹

Zu den möglichen Problemen, die im Rahmen der Syndikation auftreten können, gehören die Zunahme der Koordinationserfordernisse zwischen den Investoren und die Einigung bzgl. der Verteilung der Unternehmensanteile in Abhängigkeit des eingebrachten Kapitals und v. a. in Abhängigkeit der zusätzlich eingebrachten Leistungen, wie etwa den Unterstützungsleistungen während der Phase der Managementunterstützung.⁴²⁰

Im Rahmen der Syndikation im Venture Capital-Geschäft erfolgt meist eine Aufteilung der Rollen während eines Investments. Dabei agiert ein Investor als Lead-Investor, der oftmals auch den größten Anteil der zur Verfügung gestellten Mittel in das zukünftige PU einbringt und in der Regel über eine breite Erfahrung⁴²¹ im VC-Geschäft verfügt. Die weiteren Partner im Syndikat werden als Co-Investoren bezeichnet. Neben seiner Kapitalbeteiligung übernimmt der Lead-Investor i. d. R. auch den Hauptteil der Aufgaben im Rahmen der Beteiligungsprüfung⁴²² sowie der Betreuung und Kontrolle des PU.⁴²³ Gerade für CVC-Investoren kann die Co-Investo-

⁴¹⁹ Vgl. u. a. Maula/Murray (2000), S. 18 f. und Poser (2003), S. 114 ff.

Um den Mitarbeitern des MU bzw. der CVC-Einheit einen Anreiz zu setzen, sich für das PU zu engagieren, sind in der VC-Branche oftmals Erfolgsbeteiligungen üblich. Diese Compensationsmöglichkeiten werden allerdings bei CVC-Einheiten nur in sehr geringem Umfang genutzt. Vgl. auch Hendersen/Leleux (2001), S. 2 f.

⁴²⁰ Vgl. Mendrzyk (1999), S. 187 f.

⁴²¹ Die Erfahrung im VC-Geschäft wird oftmals anhand des Track Records gemessen. Der Track Record kann dabei als Wahrnehmung erfolgreicher Investments angesehen werden und fördert die Reputation innerhalb des Marktes.

⁴²² Vgl. Schröder (1992), S. 219.

⁴²³ Vgl. Mendrzyk (1999), S. 186 f.

renrolle kurz nach der Aufnahme ihrer Geschäftstätigkeit durchaus sinnvoll sein, da zwar durch das Know-how des MU eine gewisse Markt- oder Branchenexpertise vorhanden ist, die Erfahrungen im Umgang mit Start-ups aber noch nicht entwickelt werden konnten. Zu den fehlenden Erfahrungen und Fähigkeiten können u. a. das meist noch nicht entwickelte Netzwerk, welches zur Beteiligungsakquisition benötigt wird, das Wissen über die Durchführung der Due Diligence oder die Schwerpunktsetzung im Rahmen der Managementunterstützung der PU gezählt werden.⁴²⁴

Nach einer Studie von *Maula/Murray* können syndizierte Investments bzw. kooperative Strategien zwischen CVC- und VC-Gesellschaften zu besseren Erfolgen führen als Alleleinvestments von VC-Gesellschaften.⁴²⁵ Von *Maula/Murray* wird ebenfalls die, in diesem Kapitel schon angesprochene Vorteilhaftigkeit des Mixes aus den Fähigkeiten und Erfahrungen der beiden Investorentypen zur Wertentwicklung der finanzierten Unternehmen betont.⁴²⁶

2.5 Unterschiede zwischen VC- und CVC-Finanzierungen

Im bisherigen Verlauf dieses Kapitels wurde hauptsächlich auf die Besonderheiten einer CVC-Finanzierung eingegangen. Da jedoch eine CVC-Finanzierung in vielen Bestandteilen einer VC-Finanzierung sehr ähnlich ist, soll im Rahmen dieses Abschnittes eine VC- einer CVC-Finanzierung gegenübergestellt werden. Dabei sollen schwerpunktmäßig die Unterschiede dieser beiden Finanzierungsformen kurz dargestellt werden. Besondere Betrachtung soll im Rahmen dieses Abschnittes der Prozessschritt „Managementunterstützung und Zusatzleistungen“ finden, da sich viele CVC-Gesellschaften gerade im Rahmen dieses Prozessschrittes von unabhängigen VC-Gesellschaften unterscheiden.

Zu den größten Unterschieden zwischen CVC- und VC-Programmen kann in vielen Fällen die Strategieorientierung von CVC-Programmen im Gegensatz zur stärkeren

⁴²⁴ Vgl. Poser (2003), S. 116 ff.

⁴²⁵ Vgl. Maula/Murray (2000), S. 16.

⁴²⁶ Vgl. Maula/Murray (2000), S. 18 f.

Orientierung an der Renditeentwicklung der VC-Gesellschaften gezählt werden.⁴²⁷ Durch die stärkere Renditeorientierung legen VCG oftmals mehr Wert auf die Fähigkeiten der Gründer, auf ihre Führungsqualifikation sowie auf einen guten „Track record“ als CVCG.⁴²⁸ Die vorhandene Strategieorientierung kann allerdings auch zu Problemen in der Zusammenarbeit zwischen CVC-Geber und Portfoliounternehmen führen. Solche Probleme können z. B. durch einen Interessenkonflikt zwischen PU und Mutterunternehmen entstehen.⁴²⁹

Neben einem möglichen Konfliktpotential kann allerdings das Vorhandensein des Mutterunternehmens der CVCG zu vielfältigen Unterstützungspotentialen, z. B. beim Zugang zu Kundengruppen oder Lieferanten, beitragen.⁴³⁰ Neben diesen „greifbaren“ Leistungen der CVCG bzw. deren MU können PU auch vom Image des Großunternehmens profitieren.⁴³¹ Die Größe der MU kann im CVC-Prozeß auch hinderlich sein. Dies kann u. a. durch die langen Entscheidungswege in vielen Konzernen der Fall sein.⁴³²

Ein weiterer Vorteil einer VCG gegenüber einer CVCG wird oftmals auch im Zugang zum Kapitalmarkt, der etwa bei einer Anschlussfinanzierung wichtig ist, gesehen.⁴³³

Auf weitere Unterschiede, wie z. B. die teilweise unterschiedliche Bezahlung bzw. v. a. Gewinnbeteiligung der Mitarbeiter von CVC-Gesellschaften im Gegensatz zu

⁴²⁷ Vgl. u. a. Birkinshaw et al. (2002), S. 28 f. Nach einer Untersuchung von Birkinshaw et al. investierte die Mehrheit der befragten CVC-Einheiten aus strategischen Gründen in Start-up-Unternehmen. Nichts desto trotz investieren auch CVC-Einheiten mit renditeorientierten Erwägungen.

Strategische Erwägungen von CVC-Gebern wirken sich langfristig natürlich auch finanziell aus, besonders günstig in den Fällen, in denen ein sog. „strategic fit“ zwischen CVC-Geber und CVC-Nehmer besteht. Vgl. Gompers/Lerner (1998), S. 25 ff.

⁴²⁸ Vgl. Alter/Buchsbaum (2000), S. 26.

⁴²⁹ Agieren das MU der CVCG und das PU in derselben Branche und haben teilweise Überlappungen bei Produkten, so kann dies zu Interessenkonflikten führen. Diese Art der Interessenskonflikte sind bei Partnerschaften zwischen VCG und PU kaum zu erwarten.

Vgl. Fast (1978), S. 18 f. und Rind (1981), S. 178 f.

⁴³⁰ Durch die Anbindung an ein Großunternehmen (MU) kann das PU auf ein breites Branchennetzwerk des MU zurückgreifen. Vgl. BertelsmannValley (Hrsg.) (2001), S. 86 ff.

⁴³¹ Ein Imagetransfer des MU ist z. B. durch das Auftreten als erster Lead-Kunden des PU vorstellbar. Hierdurch kann ggf. das PU von der Stärke und Bekanntheit des MU profitieren.

⁴³² Vgl. Alter/Buchsbaum (2000), S. 25 f., Brühl (2001), S. 308, Fellers (2002), S. 28, Lüdke (2002), S. 19 und Süss-Dyckerhoff (1995), S. 68 ff.

⁴³³ Vgl. BertelsmannValley (Hrsg.) (2001), S. 88 f.

VC-Gesellschaften soll im Rahmen dieses Abschnittes nicht weiter eingegangen werden.⁴³⁴

Zwar wurde auf die Unterschiede zwischen VC- und CVC-Finanzierungen in diesem Abschnitt nur überblicksweise eingegangen, eine genaue Aufgliederung der Unterschiede, v. a. bei den Unterstützungsleistungen, wird allerdings im Rahmen der empirischen Untersuchung sowie der ihr zugrundeliegenden Hypothesen erfolgen.⁴³⁵

⁴³⁴ Vgl. hierzu u. a. Alter/Buchsbaum (2000), S. 26 ff., Block/Ornati (1987), S. 41 ff. und Chesbrough (2000), S. 35 ff.

⁴³⁵ Vgl. hierzu die Kap. 4 und 5 dieser Arbeit.

3 Theoretische Einordnung von Corporate Venture Capital

Ausgehend von den neoklassischen, institutions- und informationsökonomischen Ansätzen wird in diesem Kapitel auf die ressourcen- und wissensbasierten Ansätze sowie die Sozialkapitaltheorie eingegangen.⁴³⁶ Dabei werden die Grundaussagen der jeweiligen Theorie kurz dargelegt und anschließend wird deren Anwendbarkeit zur Erklärung des Phänomens CVC bzw. VC dargestellt. Dieser Teil soll dem Leser einen Überblick über die wissenschaftstheoretischen Ansätze zur möglichen Erklärung der Beteiligungskapitalfinanzierung im Allgemeinen sowie der CVC-Finanzierung im speziellen geben. Auf die breite Darlegung der Grundlagen der jeweiligen Theorie wurde an dieser Stelle ganz bewusst verzichtet, da diese Ansätze schon in anderen Werken diskutiert wurden.⁴³⁷

Danach wird der ressourcenbasierte Ansatz, in Bezug auf dessen Relevanz bzgl. der Managementunterstützung auf der einen Seite und der Vorteile für die verschiedenen am CVC-Prozeß beteiligten Parteien auf der anderen Seite, dargestellt. Schließlich wird ausführlich auf die Agency-Theorie und deren Relevanz für den Corporate Venture Capital-Bereich eingegangen.

3.1 Theoretische Erklärungsansätze für Corporate Venture Capital

Zunächst werden die in Tab. 3-1 dargestellten theoretischen Erklärungsansätze kurz erläutert und deren Relevanz für die Erklärung von Corporate Venture Capital bzw. Venture Capital betrachtet.

⁴³⁶ Vgl. hierzu Tab. 3-1 und die dort dargelegten Literaturquellen zu den jeweiligen Theorien.

⁴³⁷ Zur Diskussion der hier genannten Ansätze in Zusammenhang mit der VC-Finanzierung sei auf Maula (2001), S. 55 ff. und Schefczyk (2004), S. 127 ff. verwiesen.

Theoretische Perspektive	Hauptaussage(n)	Wichtige Arbeiten
Neoklassische Finanzierungstheorie	<ul style="list-style-type: none"> Finanzierungsentscheidungen beeinflussen Marktwert des Unternehmens nicht Investitionsentscheidungen unabhängig von Konsum-, Spar- und Versicherungsgentscheidungen 	Modigliani/Miller (1958) Hamada (1969) Stiglitz (1974)
Property Rights-Theorie	<ul style="list-style-type: none"> Gütern sind Rechtsbündel (4 Einzelrechte) zugeordnet 	Demsetz (1967) Cheung (1970) Alchian/Demsetz (1973)
Agency-Theorie	<ul style="list-style-type: none"> Getrennte Maximierung der Interessen von Principal und Agent verursacht Konflikte und Agency-Kosten Monitoring und Bonding reduziert Agency-Kosten 	Ross (1973) Jensen/Meckling (1976) Grossman/Hart (1983)
Theorie der asymmetrischen Informationsverteilung	<ul style="list-style-type: none"> Auf Märkten mit asymmetrischen Informationen wird auf durchschnittliche Produkteigenschaften abgestellt 	Akerlof (1970) Leland/Pyle (1977) Campbell/Kracaw (1980)
Transaktionskostenansatz	<ul style="list-style-type: none"> Transaktionskosten verteuern Finanzbeziehungen und senken Vertragsabschlusswahrscheinlichkeit 	Coase (1960) Benton/Smith (1976) Williamson (1985)
Vertragstheorie	<ul style="list-style-type: none"> Nach der neueren Vertragstheorie sind reale Verträge zumeist unvollständig 	Harris/Raviv (1979) Hart/Moore (1988) Innes (1990)
Ressourcenbasierte Sicht (resource-based view)	<ul style="list-style-type: none"> Durch die Nutzung von wertvollen, seltenen, nicht imitierbaren und substitutionslosen Ressourcen können Unternehmen bleibende Wettbewerbsvorteile erzielen 	Penrose (1959) Wernerfelt (1984) Rumelt (1984) Barney (1991)
Wissensbasierte Sicht (knowledge-based view)	<ul style="list-style-type: none"> Der Aufbau und die Nutzung von Wissen sind die Haupteinflussgröße für bleibende Wettbewerbsvorteile 	Penrose (1959) Kogut/Zander (1993)
Sozialkapitaltheorie (social capital theory)	<ul style="list-style-type: none"> Der Aufbau sozialer Netzwerke und Beziehungen schafft den Zugang zu physischen Ressourcen und zu Wissen 	Bourdieu/Wacquant (1992) Nahapiet/Ghoshal (1998)

Tab. 3-1: Wissenschaftstheoretische Erklärungsansätze mit Bezug zum CVC
Quelle: Maula (2001), S. 75 f. und Schefczyk (2004), S. 128.

In der *neoklassischen Finanzierungstheorie* nach *Modigliani/Miller* wird von perfekten Kapitalmärkten mit rational handelnden und vollständig informierten Marktteilnehmern ausgegangen.⁴³⁸ Nach dieser Theorie sind Management- und Finanzierungsentscheidungen voneinander entkoppelt⁴³⁹, daher sind Finanzierungsentscheidungen⁴⁴⁰ für den Marktwert des Unternehmens nicht von Bedeutung.

Die praktische Bedeutung der neoklassischen Finanzierungstheorie für die Beteiligungskapitalfinanzierung junger, innovativer Unternehmen ist allerdings gering, da (1) die „.... reale(n) Kapitalmärkte zumeist deutlich vom Idealbild der Informationseffizienz abweichen ...“ und da (2) die „.... Fragen der Motivation der Marktteilnehmer und der realen Informationsverteilung ...“⁴⁴¹ nicht berücksichtigt werden. Aufgrund der geringen praktischen Relevanz dieser Theorie für die Beteiligungskapitalfinanzierung wird dieser Ansatz an dieser Stelle nicht weiter diskutiert.

Die *Property Rights-Theorie* bildet die Grundlage für die vier nachfolgenden finanzierungstheoretischen Ansätze, (1) die Agency-Theorie, (2) die Theorie der asymmetrischen Informationsverteilung, (3) die Transaktionskostentheorie und (4) die Vertragstheorie. Unter *Property Rights* werden gesellschaftlich akzeptierte und erlaubte Rechtebündel verstanden⁴⁴², die sich in vier Kategorien einteilen lassen:⁴⁴³

- 1) Nutzungsrechte
- 2) Ertragsrechte
- 3) Veränderungsrechte
- 4) Veräußerungsrechte

⁴³⁸ Vgl. *Modigliani/Miller* (1958), S. 261 ff. sowie die nachfolgenden Arbeiten von *Hamada* (1969), S. 13 ff. und *Stiglitz* (1974), S. 851 ff.

⁴³⁹ Vgl. *Schefczyk* (2004), S. 130.

⁴⁴⁰ *Modigliani/Miller* beziehen diese Aussage der Bedeutungslosigkeit von Finanzierungsentscheidungen besonders auf die Eigenkapitalquote und die Dividendenpolitik. Vgl. hierzu *Modigliani/Miller* (1958), S. 261 ff.

⁴⁴¹ Zu (1) und (2): *Schefczyk* (2004), S. 134. *Schefczyk* kritisiert ebenfalls, dass eine Verbindung von Finanzierung und Managementunterstützung mithilfe der neoklassischen Finanzierungstheorie nicht erkläbar ist.

Eine breite Diskussion der Möglichkeiten und Grenzen der neoklassischen Finanzierungstheorie mit dem Bezug zur Beteiligungskapitalfinanzierung findet sich für den interessierten Leser ebenfalls bei *Schefczyk*. Vgl. *Schefczyk* (2004), S. 129 ff.

⁴⁴² Vgl. u. a. *Demsetz* (1967), S. 347 f.

⁴⁴³ Vgl. *Alchian/Demsetz* (1973), S. 17. Nach *Alchian/Demsetz* beschäftigt sich die *Property Rights-Theorie* mit den Fragen nach der Struktur der Rechtebündel, den sich dadurch ergebenden Konsequenzen der Struktur sowie der Art und Weise ihrer Entstehung.

Im Gegensatz zur neoklassischen Finanzierungstheorie unterscheidet sich die Property Rights-Theorie durch die Annahmen, dass für das Zustandekommen einer vollkommenen Information Kosten verursacht werden, dass nicht nur von Eigentum oder Besitz ausgegangen wird, sondern von den unterschiedlichen Rechten an einem Gut und dass Handlungen von nutzenmaximierenden Individuen ausgeführt werden.⁴⁴⁴

Im Rahmen der Beteiligungskapitalfinanzierung können Property Rights im Rahmen der Vertragsgestaltung eingesetzt werden, um die verschiedenen Interessen der internen Eigentümer (Gründer) und der externen Eigentümer (VC- oder CVC-Gesellschaften) zu regeln. Hierin erkennt man auch schon die weiteren möglichen Probleme, die während einer Beteiligungsfiananzierung auftreten können. Dies sind die Anreiz- und Kontrollprobleme bei asymmetrischer Informationsverteilung, die in der Agency-Theorie⁴⁴⁵ und in der Theorie der asymmetrischen Informationsverteilung aufgegriffen werden. Des Weiteren können im Rahmen der Nutzung von Property Rights Transaktionskosten entstehen, die das zentrale Element in der gleichnamigen Theorie bilden.

In der *Agency-Theorie* werden Anreiz- und Kontrollprobleme bei asymmetrischer Informationsverteilung in Delegationssituationen betrachtet.⁴⁴⁶ Bei der Agency-Theorie wird von einer Delegationssituation zwischen einem Principal, z. B. einem VC-Kapitalgeber, und einem Agent, z. B. einem VC-Kapitalnehmer, ausgegangen. Für weitere Ausführungen zur Agency-Theorie wird auf den Abschnitt 3.3 verwiesen.

Die Probleme aufgrund *asymmetrischer Informationsverteilung* zwischen zwei Parteien außerhalb der in der Agency-Theorie betrachteten Delegationssituation sind der Untersuchungsgegenstand in der gleichnamigen Theorie.⁴⁴⁷ Akerlof erläuterte das Auftreten von Informationsasymmetrien am Gebrauchtwagenmarkt und dem Verkauf von Versicherungen, wobei er darlegt, dass sich die Preise auf solchen Märkten an den durchschnittlichen Eigenschaften der Produkte orientieren.⁴⁴⁸ Im Rahmen der Beteiligungsfiananzierung treten diese Informationsasymmetrien hauptsächlich auf, da die kapitalnachfragenden Unternehmen i. d. R. über bessere Informationen zur tat-

⁴⁴⁴ Vgl. Schefczyk (2004), S. 136.

⁴⁴⁵ Die Agency-Theorie behandelt Probleme bei asymmetrischer Informationsverteilung im Rahmen von Delegationssituationen.

⁴⁴⁶ Geprägt wurde die Agency-Theorie durch die Arbeiten von Ross, Jensen/Meckling und Grossman/Hart. Vgl. Ross (1973), S. 134 ff., Jensen/Meckling (1976), S. 305 ff. und Grossman/Hart (1983), S. 7 ff.

⁴⁴⁷ Vgl. hierzu die Arbeiten von Akerlof (1970), S. 490 ff. und Leland/Pyle (1977), S. 371 ff.

⁴⁴⁸ Vgl. Akerlof (1970), S. 492 ff. Akerlof bezeichnet dieses Problem als sog. Adverse Selection.

sächlichen Entwicklung des Unternehmens verfügen. Schefczyk nennt als Gründe für diese Informationsasymmetrien „... (1) die Kosten der Informationsaufbereitung und – übermittlung, (2) das Interesse von Unternehmen und anderen Informationsanbietern an einer Kontrolle der Verbreitung vertraulicher Informationen und (3) das Principal-Agent-Problem des „Moral Hazard“, nach dem Agenten bestehende Informationsvorsprünge willkommen sind, da sie zum unmittelbar eigenen Vorteil ausgenutzt werden können.“⁴⁴⁹ Im Zusammenhang mit Eigenkapitalfinanzierungen ist die Annahme, dass Insider (Kapitalnehmer) besser informiert sind als Kapitalgeber, kritisch anzumerken. Speziell im Fall von Beteiligungskapitalfinanzierungen sind die VC-Manager oftmals besser über den Markt informiert und können den Unternehmenswert besser einschätzen.⁴⁵⁰

Untersuchungsgegenstand in der *Transaktionskostentheorie* sind die Transaktionskosten, die bei der Suche nach Partnern, der Informationsgewinnung sowie rund um den Beteiligungsvertrag entstehen.⁴⁵¹ In der Theorie wird nicht verworfen, Unternehmen organisieren ihre Transaktionen derart, dass sie dabei die Transaktionskosten minimieren.⁴⁵² Der Transaktionskostenansatz ist allerdings aufgrund der Vielschichtigkeit der Transaktionen im VC- und CVC-Bereich nur schwer anwendbar. Des Weiteren wird der Ansatz aufgrund seiner Fokussierung auf die Kosten, und nicht auf die Schaffung von Werten und der Annahme des opportunistischen Verhaltens der Marktteilnehmer kritisiert.⁴⁵³

Die Grundlage der *Vertragstheorie* bilden die Regelungen und Auswirkungen von vertraglichen Beziehungen.⁴⁵⁴ Dabei unterscheidet sich die Vertragstheorie v. a. durch den allgemeineren Ansatz von der Transaktionskostentheorie, in der hauptsächlich auf Kosten abgestellt wird.⁴⁵⁵ Aufgrund der Komplexität von Beteiligungsverträgen im VC- bzw. CVC-Bereich handelt es sich bei diesen Verträgen um unvollständige Verträge, da sie aufgrund der Komplexität der Beteiligungssituation meist nicht alle möglichen Maßnahmen und Folgen der Maßnahmen und Regelungen mit

⁴⁴⁹ Schefczyk (2004), S. 150.

⁴⁵⁰ Vgl. Maula (2001), S. 69.

⁴⁵¹ Vgl. Benston/Smith (1976), S. 217 ff. sowie Coase (1960), S. 1 ff. und Williamson (1985), S. 15 ff. Zur Anwendung der Transaktionskostentheorie auf den CVC-Bereich vgl. Kann (2000), S. 57 ff.

⁴⁵² Vgl. Williamson (1985), S. 33 ff.

⁴⁵³ Zu einer Diskussion der Kritikpunkte am Transaktionskostenansatz sei auf Maula verwiesen. Vgl. Maula (2001), S. 74.

⁴⁵⁴ Zur Vertragstheorie vgl. die Arbeiten von: Harris/Raviv (1979), S. 231 ff., Hart/Moore (1988), S. 755 ff. und Innes (1990), S. 45 ff.

⁴⁵⁵ Vgl. Schefczyk (2004), S. 154 f.

einem vertretbaren Aufwand regeln können.⁴⁵⁶ Daher erfordern diese Beteiligungssituationen eine ständige Überwachung und Kontrolle sowie die Schaffung der Möglichkeiten für Nachverhandlungen an den geschlossenen Verträgen. Jedoch genau bei der Messbarkeit der Kosten für Nachverhandlungen besteht nach Schefczyk eine Problematik an dieser Theorie, um sie für VC-Finanzierungen anwenden zu können.⁴⁵⁷

Nach dem *ressourcenbasierten Ansatz* (resource-based view) besteht ein Unternehmen aus Ressourcenbündeln, die dem Unternehmen einen langfristig orientierten Wettbewerbsvorteil verschaffen können.⁴⁵⁸ Ressourcen werden dabei als physisches, menschliches und organisatorisches Kapital des Unternehmens betrachtet, das einzigartig ist.⁴⁵⁹ Der ressourcenbasierte Ansatz und dessen Beitrag zur Erklärung des Phänomens Corporate Venture Capital bzw. Venture Capital wird im folgenden Abschnitt 3.2 dargestellt.

Bei der *wissensbasierten Sicht* stehen der Aufbau und die Nutzung von Wissen zur Erzielung bleibender Wettbewerbsvorteile im Mittelpunkt der Betrachtung.⁴⁶⁰ Der wissensbasierte Ansatz steht in direkter Verbindung mit dem ressourcenbasierten Ansatz, hier wird jedoch Wissen als strategisch wichtigste Ressource betrachtet.⁴⁶¹ Die Schaffung von Wissen und Innovationen geht nach Cohen/Levinthal von der Kombination von vorhandenem Wissen und anderen Ressourcen aus.⁴⁶² Die Relevanz dieser Theorie zur strategieorientierten CVC-Finanzierung lässt sich über das Lernen einer Organisation durch die Akquirierung von neuem Wissen durch eine seiner Einheiten ableiten.⁴⁶³ Dies kann daher auch durch das Lernen von anderen Unternehmen, im Falle der CVC-Finanzierung den Portfoliounternehmen auf der einen

⁴⁵⁶ Vgl. hierzu Harris/Raviv (1979), S. 231 ff. und Hart/Moore (1988), S. 755 ff.

⁴⁵⁷ Vgl. Schefczyk (2004), S. 155 f.

⁴⁵⁸ Vgl. Wernefelt (1984), S. 172 ff. Penrose gilt als erster Autor, der den ressourcenorientierten Ansatz aufgriff. Er definierte ein Unternehmen als Ansammlung von produktiven Ressourcen und das Wachstum dieses Unternehmens als Prozess der Nutzung dieser Ressourcen. Vgl. Penrose (1959), S. 54 ff.

⁴⁵⁹ Vgl. Barney (1991), S. 100 ff., Rumelt (1984), S. 557 f.

⁴⁶⁰ Vgl. Kogut/Zander (1993), S. 625 ff. Als Begründer dieses theoretischen Ansatzes gilt ebenfalls Penrose. Vgl. Penrose (1959), S. 1 ff.

⁴⁶¹ Vgl. Grant (1996), S. 110 f.

⁴⁶² Vgl. Cohen/Levinthal (1990), S. 128 ff.

⁴⁶³ Vgl. hierzu Huber (1991), S. 89.

Seite und dem Mutterunternehmen der CVC-Gesellschaft oder –Einheit auf der anderen Seite, erfolgen.⁴⁶⁴

Die *Sozialkapitaltheorie* (social capital theory) beschäftigt sich schließlich mit dem Zugang zu physischen Ressourcen und zu Wissen durch den Aufbau von sozialen Netzwerken und Beziehungen.⁴⁶⁵ Nach Bourdieu/Wacquant ist Sozialkapital die Summe an Ressourcen, die ein Individuum oder eine Gruppe durch die Zugehörigkeit zu einem stetigen Netzwerk aufbaut.⁴⁶⁶ Sozialkapital schafft also den Zugang zu den physischen Ressourcen und zu Wissen. Nach Nahapiet/Ghoshal lassen sich drei verschiedene Dimensionen, (1) die strukturelle Dimension, (2) die relationale Dimension und (3) die kognitive Dimension, unterscheiden.⁴⁶⁷ Im CVC-Bereich lässt sich diese Theorie auf die Zusammenarbeit zwischen Mutterunternehmen und Portfoliounternehmen anwenden, die bei strategisch motivierten CVC-Programmen in gewissen Bereichen angestrebt wird. Hier können z. B. die finanzierten Unternehmen über die Netzwerke der CVC-Gesellschaft in das Mutterunternehmen von bisher in ihrem Unternehmen nicht vorhandenen Ressourcen profitieren.

Im Anschluss wird der ressourcenbasierte Ansatz genauer betrachtet, besonders in Bezug auf dessen Relevanz bzgl. der Managementunterstützung auf der einen Seite und der Vorteile für die verschiedenen am CVC-Prozess beteiligten Parteien auf der anderen Seite.

⁴⁶⁴ Im Rahmen einer empirischen Studie untersuchten Barney et al. das Lernen von jungen Unternehmen durch ihren VC-Investor. In seiner Untersuchung unter 205 VC-finanzierten Unternehmen fand er heraus, dass die Dauer der bisherigen Industrieerfahrung eines Unternehmerteams negativ mit der Bereitschaft zur Annahme einer strategischen Beratung und einer operativen Unterstützung korreliert. Auf der anderen Seite waren Unternehmerteams mit bisherigen Erfahrungen in einem anderen Industriezweig sehr dankbar für eine Unterstützung bei der strategischen Unternehmensausrichtung. Vgl. Barney et al. (1996), S. 257 ff.

⁴⁶⁵ Vgl. hierzu die Arbeiten von Bourdieu/Wacquant (1992), S. 5 ff. und Nahapiet/Ghoshal (1998), S. 243 ff.

⁴⁶⁶ Vgl. Bourdieu/Wacquant (1992), S. 119.

⁴⁶⁷ Vgl. Nahapiet/Ghoshal (1998), S. 244 ff. Unter der strukturellen Dimension verstehen Nahapiet/Ghoshal die Netzwerkverbindungen und die Kommunikation im Netzwerk, unter der relationalen Dimension werden Eigenschaften, die eine Beziehung ausmachen, verstanden. Dazu gehören u. a. Normen, Vertrauen und die Identifikation mit anderen Individuen. Die kognitive Dimension bezieht sich auf gesellschaftliche Codes und die Sprache, die ein gemeinsames Verständnis für gesellschaftliche Ziele und ein passendes Verhalten gewährleisten.

3.2 Der ressourcenbasierte Ansatz

Der ressourcenbasierte Ansatz oder resource-based view geht auf Penrose zurück, der ein Unternehmen als eine Ansammlung von produktiven Ressourcen und das Unternehmenswachstum als Prozess der Nutzung dieser Ressourcen bezeichnet.⁴⁶⁸ Ressourcen werden dabei als physisches, menschliches und organisatorisches Kapital des Unternehmens betrachtet, das einzigartig ist.⁴⁶⁹ Diese einzigartigen Ressourcen sollen dem Unternehmen einen dauerhaften Wettbewerbsvorteil verschaffen.⁴⁷⁰ Als Beispiele für solche Ressourcen lassen sich u. a. Maschinen, Prozesse im Unternehmen, Markennamen und Kapital nennen.⁴⁷¹ Nach Barney zeichnen sich Ressourcen, die dem Unternehmen zu einem dauerhaften Wettbewerbsvorteil verhelfen, dadurch aus, dass sie (1) kaum handelbar, (2) schlecht substituierbar, (3) wertvoll und (4) einzigartig sind.⁴⁷²

Die Aufgabe der Unternehmensführung ist die Anpassung und Erneuerung dieser Ressourcen und Beziehungen, da die Zeit, der Wettbewerb und der industrielle Wandel deren Wert beeinflussen.⁴⁷³ Besonders in sich schnell wandelnden Industriebereichen⁴⁷⁴ sind dabei Allianzen ein strategisch wichtiger Faktor zur Gewinnung neuer Ressourcen.⁴⁷⁵ Nach Kann handelt es sich beim Corporate Venture Capital - neben Joint Ventures, gemeinsamer Forschung und Entwicklung, Technologieaus-

⁴⁶⁸ Vgl. Penrose (1959), S. 54 ff. Eng verwandt mit dem ressourcenbasierten Ansatz ist der dynamic capabilities-Ansatz, der allerdings im Rahmen dieser Arbeit nicht dargelegt werden soll. Für den interessierten Leser sei jedoch auf Eisenhardt/Martin und Teece et al. verwiesen. Vgl. Eisenhardt/Martin (2000), S. 1105 ff. und Teece et al. (1997), S. 509 ff.

⁴⁶⁹ Vgl. Barney (1991), S. 99 f. und Rumelt (1984), S. 557 ff.

⁴⁷⁰ Grant hat hierzu ein praxisorientiertes Rahmenkonzept geschaffen, in dem er die Ressourcen und Fähigkeiten eines Unternehmens identifiziert, sie mit ihrem Beitrag zur Erzielung von Wettbewerbsvorteilen spiegelt und daraus eine Unternehmensstrategie entwickelt. Vgl. Grant (1991), S. 115.

⁴⁷¹ Vgl. Wernefels (1984), S. 172.

⁴⁷² Vgl. Barney (1991), S. 99 f.

⁴⁷³ Vgl. Rumelt (1984), S. 557 f.

⁴⁷⁴ Aufgrund der Geschäftspolitik der meisten VC- und CVC-Gesellschaften wird Beteiligungskapital oft an Unternehmen in sich schnell wandelnden bzw. schnell wachsenden Industriebereichen vergeben. Beispiele hierfür sind u. a. die Bio- und Medizintechnologie oder der Internetbereich. Vgl. hierzu u. a. die jeweiligen Branchenstatistiken in Deutschland, Europa und den USA in BVK e. V. (Hrsg.) (2003), EVCA (Hrsg.) (2002) und NVCA (Hrsg.) (2002).

⁴⁷⁵ Vgl. Eisenhardt/Schoonhoven (1996), S. 137 ff. und Dyer/Singh (1998), S. 660 ff. In der Untersuchung von Eisenhardt/Schoonhoven wird dargelegt, dass für die Akquisition neuer Ressourcen eine eigene Ressourcenbasis im Unternehmen notwendig ist.

tausch und Kunden-/Lieferantenbeziehungen - um eine mögliche Form solcher Allianzen.⁴⁷⁶

Bezogen auf das Phänomen Corporate Venture Capital kann der ressourcenbasierte Ansatz aus Sicht der Mutterunternehmen als Mittel, um neue Ressourcen zu akquirieren und um vorhandene Ressourcen effektiver zu nutzen, abhängig von der eingegangenen Beteiligungsstrategie, gesehen werden.⁴⁷⁷ Das Großunternehmen hat die finanziellen Ressourcen, die vom jungen Unternehmen benötigt werden. Daneben können die arrivierten Unternehmen durch die Zusammenarbeit mit jungen Unternehmen ggf. an Innovationen und technologischem Wissen partizipieren.⁴⁷⁸

Auf der anderen Seite können die jungen Unternehmen an den Ressourcen der Großunternehmen partizipieren, die sie selbst nicht so schnell aufbauen könnten.⁴⁷⁹ Zu diesen Ressourcen können u. a. Produktionsmöglichkeiten oder vorhandene Absatzkanäle zählen. Die Wichtigkeit der erfolgreichen Kommerzialisierung von Produkten betont u. a. Teece, in dem er deutlich macht, dass innovative Produkte oder Prozesse keinen Wert haben, bevor sie erfolgreich an den Markt gebracht worden sind.⁴⁸⁰

Für den Venture Capital-Bereich zeigt eine Studie von Hellman/Puri die Wichtigkeit der Managementunterstützung in Bezug auf die Geschwindigkeit der Kommerzialisierung eines Produktes von jungen Unternehmen. Die wichtigste Aussage dieser Studie unter 173 jungen Unternehmen aus dem Silicon Valley⁴⁸¹ ist, dass die Managementunterstützung durch einen VC-Investor den Zeitraum bis zur Markteinführung eines Produktes signifikant verkürzt.⁴⁸² Für den CVC-Bereich zeigten Gompers/ Lerner, dass die Unterstützung durch einen strategisch orientierten Investor signifikant

⁴⁷⁶ Vgl. Kann (2000), S. 22 f. Kann argumentiert, dass die großen Unterschiede zwischen Großunternehmen und jungen Gründungsgesellschaften ein Potential für Synergien aus einer Zusammenarbeit schaffen.

⁴⁷⁷ Vgl. Kann (2000), S. 20 und 22 f.

⁴⁷⁸ Neben den MU können auch die PU von der Zusammenarbeit mit dem MU profitieren und neue Ressourcen aufbauen. Vgl. hierzu Hendersen/Leleux (2002), S. 31 ff.

⁴⁷⁹ Vgl. hierzu Kann (2000), S. 24.

⁴⁸⁰ Vgl. Teece (1992), S. 8. Teece macht deutlich, dass die Kommerzialisierung die herausforderndste organisatorische Aufgabe aufgrund der vielschichtigen hierfür notwendigen Ressourcen ist.

⁴⁸¹ Das Silicon Valley ist die Gegend südlich von San Francisco (USA), in der sich in den 90er Jahren ein sehr großer Gründungsboom entwickelte.

⁴⁸² Vgl. Hellmann/Puri (2000), S. 980 f.

zu einer Zunahme der Erfolgswahrscheinlichkeit beitragen kann.⁴⁸³ Pisano zeigte anhand einer Untersuchung von jungen Biotechnologieunternehmen und Großunternehmen der Pharmazeutischen Industrie des weiteren, dass beide Unternehmensformen unterschiedliche Ressourcen - die jungen Unternehmen u. a. das technologische Entwicklungs-Know-how und die Großunternehmen die größere Vermarktungserfahrung - haben, welche die Basis für eine gemeinsame Vermarktung der vom PU entwickelten Produkte bieten.⁴⁸⁴

Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass der ressourcenbasierte Ansatz zur Erklärung des Phänomens CVC beitragen kann. Sowohl die Unternehmen, die mittels einer CVC-Einheit oder -gesellschaft, in junge Unternehmen investieren, als auch die jungen Unternehmen können Vorteile aus einer Partnerschaft ziehen, besonders wenn sie strategisch orientiert ist. Aufgrund der oftmals unterschiedlichen Ressourcenausstattung der beiden Partner können im Rahmen einer Partnerschaft neue Ressourcen geschaffen werden, die Wettbewerbsvorteile für beide Unternehmen - besonders in dynamischen Märkten - darstellen können. Dazu trägt besonders die Managementunterstützung im CVC-Prozess bei, da hierbei ein sehr intensiver Kontakt zwischen den beiden Unternehmen zustande kommt.

Ein Kritikpunkt am ressourcenbasierten Ansatz ist die beinahe allumfassende Definition von Ressourcen.⁴⁸⁵ Ein weiteres Problem stellt die Argumentation der Werthaltigkeit der Ressourcen dar, bei der aber weder erläutert wird, wie, wann und wo Ressourcen wertvoll sind.⁴⁸⁶

Im Folgenden wird auf die Agency-Theorie und deren Beitrag zur Erklärung des Phänomens Corporate Venture Capital eingegangen.

⁴⁸³ Vgl. Gompers/Lerner (1998), S. 27 ff. Gompers/Lerner haben für ihre Studie über 32000 VC-Transaktionen aus der VentureOne-Datenbank untersucht.

⁴⁸⁴ Vgl. Pisano (1989), S. 124.

⁴⁸⁵ Deutlich wird dieser Kritikpunkt auch anhand der Spezifizierung des ressourcenbasierten Ansatzes, wenn es sich um die Ressource Wissen handelt. Hier hat sich ein eigener Ansatz entwickelt, der wissensbasierte Ansatz. Vgl. hierzu die Ausführungen in Kap. 3.1.

Zum Vergleich des ressourcenbasierten Ansatzes mit einigen weiteren in Kap. 3.1 genannten Theorien vgl. Conner (1991), S. 133.

⁴⁸⁶ Zu weiteren Kritikpunkten am ressourcenbasierten Ansatz sowie zur Diskussion an den genannten Kritikpunkten vgl. Maula (2001), S. 59 f.

3.3 Die Agency-Theorie

Die Agency-Theorie⁴⁸⁷ befasst sich mit „... Anreiz- und Kontrollprobleme[n] bei asymmetrischer Informationsverteilung („hidden information“) und/oder nicht beobachtbaren Handlungen („hidden action“), die sich bei Delegation von Property Rights von einem sog. *Principal* (z. B. Unternehmenseigentümer, Kapitalgeber) auf einen Agenten (z. B. Unternehmen, Geschäftsführer, Handelsvertreter, Arbeitnehmer) ergeben.“⁴⁸⁸

Jensen/Meckling führten das sog. Principal-Agent-Problem im Rahmen der externen Finanzierung eines Unternehmens ein. Sie gehen davon aus, dass sich Principal und Agent in einer Agency-Beziehung als Maximierer ihres eigenen Nutzens verhalten, weshalb sich der Agent nicht immer an den Interessen des Principals orientiert.⁴⁸⁹ Nach der Agency-Theorie verhalten sich sowohl der Principal als auch der Agent rational.⁴⁹⁰

Die Problematik der asymmetrischen Informationsverteilung zwischen Principal und Agent – besonders im Rahmen der CVC- bzw. VC-Finanzierung⁴⁹¹ – macht es für den Principal schwierig, den richtigen Agent auszuwählen. Als Mittel zur Bewertung einer Principal-Agent-Beziehung werden häufig die sog. Agency-Kosten beschrie-

⁴⁸⁷ Die Grundlagen der Agency-Theorie nach heutigem Verständnis legten Ross, Jensen/Meckling und Grossman/Hart. Vgl. Ross (1973), S. 134 ff., Jensen/Meckling (1976), S. 305 ff. und Grossman/Hart (1983), S. 7 ff. Ältere Ansätze dieser Theorie gehen auf Berle/Means zurück. Vgl. Berle/Means (1932), S. 5 ff.

Zu einer Diskussion der Annahmen im Rahmen der Agency-Theorie vgl. u. a. Wright et al. (2001), S. 413 ff.

Zur Anwendbarkeit der Agency-Theorie in der Unternehmensfinanzierung sowie in weiteren betriebswirtschaftlichen Gebieten vgl. Jost (Hrsg.) (2001), S. 1 ff.

Zu einer kritischen Analyse der Principal-Agent-Theorie vgl. Meinhövel (1999), S. 107 ff.

⁴⁸⁸ Schefczyk (2004), S. 139. Schefczyk beschreibt die Agency-Theorie des Weiteren als einen „... auf das Delegationsproblem von Verfügungsrechten spezialisierten Zweig der Property-Rights-Theorie ...“.

Zu den beiden unterschiedlichen Ausprägungen der Informationsasymmetrien („hidden information“ und „hidden action“) vgl. Arrow (1985), S. 38.

⁴⁸⁹ Vgl. Jensen/Meckling (1976), S. 308.

⁴⁹⁰ Vgl. Eisenhardt (1989), S. 57 ff.

⁴⁹¹ Vgl. Schween (1996), S. 137. Schween erläutert dabei, dass besonders bei VC-Finanzierungen – stärker als bei anderen Formen der Fremd- oder Eigenkapitalfinanzierung – asymmetrische Informationsverteilungen, unsichere Erwartungen und eine Unsicherheit bzgl. des Verhaltens des Kapitalnehmers auftreten. Er begründet dies u. a. mit den fehlenden Vergangenheitswerten der jungen Unternehmen sowie mit der Unsicherheit der Entwicklung von Märkten oder Technologien. Vgl. hierzu auch Barry (1994), S. 3 f.

ben.⁴⁹² Agency-Kosten entstehen dabei durch Agency-Probleme oder -Risiken, die in den folgenden Abschnitten näher beleuchtet werden sollen.

3.3.1 Agency-Risiken

Grundsätzlich lassen sich die Agency-Risiken in drei Gruppen einteilen, die in Abb. 3-1 veranschaulicht werden.

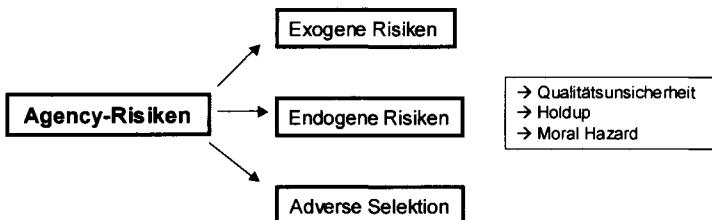


Abb. 3-1: Agency-Risiken im CVC-Bereich

Quelle: In Anlehnung an Schween (1996), S. 147.

Dabei kann zwischen exogenen und endogenen Risiken sowie der adversen Selektion unterschieden werden.

3.3.1.1 Exogene Risiken

Unter exogenen Risiken im Sinne der Agency-Theorie werden Unwägbarkeiten verstanden, die entweder gar nicht oder nur in geringem Maße vom Principal oder vom Agenten beeinflusst werden können. Diese Risiken lassen sich im Falle einer Beteiligungskapitalfinanzierung in mehrere Gruppen einteilen. Hierzu zählen (1) Risiken in der Person des Gründers bzw. Unternehmers, (2) Risiken in der Entwicklung des

⁴⁹² Vgl. Jensen/Meckling (1976), S. 308 ff. Nach Jensen/Meckling setzen sich die Agency-Kosten aus den drei Bestandteilen (1) Überwachungsaufwendungen („monitoring expenditures“) durch den Principal, (2) vom Agenten zu tragende Aufwendungen („bonding expenditures“) und (3) einem Restbetrag („residual loss“) zusammen. Der Restbetrag stellt dabei jenen Teil der Agency-Kosten dar, der sich durch Monitoring und Bonding nicht abbauen lässt.

Zielmarktes, (3) Risiken in der technologischen Weiterentwicklung sowie (4) Risiken, die im Mutterunternehmen liegen.⁴⁹³

3.3.1.2 Endogene Risiken

Im Gegensatz zu den exogenen Risiken gehen die endogenen Risiken auf die asymmetrische Informationsverteilung zwischen Kapitalgeber (Principal) und Kapitalnehmer (Agent) zurück. Dabei hat der Kapitalnehmer im VC-Bereich meist einen Informationsvorsprung vor dem Kapitalgeber, da er sein Verhalten, das bei einem seinen Eigennutzen maximierenden Agenten nicht immer im Sinne des Kapitalgebers ist, kennt.⁴⁹⁴

Spremann beleuchtete diese Unsicherheiten im Verhalten des Agenten und unterschied in seinem Artikel drei unterschiedliche Formen der Verhaltenunsicherheit. Er unterscheidet zwischen der Qualitätsunsicherheit, dem Holdup und dem Moral Hazard.⁴⁹⁵ Diese verschiedenen Formen der endogenen Risiken zwischen einem Principal und einem Agent werden in den folgenden Abschnitten kurz erläutert.

Qualitätsunsicherheit

Mit Qualitätsunsicherheiten werden in Principal-Agent-Beziehungen die Unsicherheiten des Investors bzgl. der Fähigkeiten der Gründer bzw. Unternehmer - meist vor Beteiligungsabschluss - verstanden.⁴⁹⁶ Des Weiteren können auch produktbezogene Qualitätsunsicherheiten auftreten, die allerdings bei jungen Unternehmen sehr eng mit den personenbezogenen Unsicherheiten, zumindest aus der Sicht des Principals, zusammenhängen.

⁴⁹³ Vgl. Schween (1996), S. 138 f. Schween nennt als Beispiel für Risiken in der Person des Gründers, dass eine Krankheit des Gründers in der Gründungsphase des Unternehmens zu einer existenziellen Gefährdung führen kann. Ein Beispiel für ein Risikopotential, das vom MU ausgeht, ist die Gefahr der Einstellung des CVC-Programmes durch eine wirtschaftliche Schieflage des MU und der damit einhergehenden Gefahr für das PU, nicht mehr weiterfinanziert zu werden.

Dem bzw. den Gründern kommt i. d. R. eine sehr wichtige Funktion im Rahmen einer VC- oder CVC-Finanzierung zu, da die Entrepreneur- bzw. Managementfähigkeiten zu den wichtigsten Faktoren bei der Beteiligungsauswahl von VC-Gebbern gehören. Vgl. hierzu u. a. Brettel (2001), S. 21 ff.

⁴⁹⁴ Vgl. Schween (1996), S. 139.

⁴⁹⁵ Vgl. Spremann (1990), S. 561 ff.

⁴⁹⁶ Vgl. Schween (1996), S. 139 ff. Schween führt weiter aus, dass der Investor vor einem Sortier- bzw. Auswahlproblem steht, da er die Fähigkeiten des Gründers nach Beteiligungseintritt nur marginal verändern kann.

Holdup

Im Gegensatz zu Qualitätsunsicherheiten treten Holdup und Moral Hazard erst nach Vertragsabschluß auf. Mit Holdup werden Unsicherheiten bezeichnet, die der Agent durch unfaires Verhalten, in dem er offen seine Pflichten verweigert, ausdrückt.⁴⁹⁷

Moral Hazard

Unter Moral Hazard wird die Unsicherheit, die durch eine mangelnde Anstrengung des Agenten nach Vertragsabschluß entstehen kann, verstanden.⁴⁹⁸ Der Agent nutzt hierbei seinen Informationsvorsprung gegenüber dem Principal aus, der diese Handlungen nicht direkt beobachten bzw. kontrollieren kann.⁴⁹⁹

3.3.1.3 Adverse Selektion

Unter adverser Selektion wird die Unsicherheit verstanden, in welcher der Principal aufgrund von fehlenden Informationen zu einer falschen Auswahlentscheidung gelangt.⁵⁰⁰ Amit et al. haben dieses Phänomen auf den Beteiligungskapitalmarkt angewandt und kommen zu dem Schluß, dass bei risikoneutralen Unternehmen nur die unterdurchschnittlichen die Bewertung durch den Investor akzeptieren. Bei risikoaversen Unternehmen wird dieser Effekt zwar abgeschwächt, diese nutzen aber eher den Weg des langsamen Unternehmenswachstums und verzichten auf Beteiligungskapital.⁵⁰¹

Nachdem im Abschnitt 3.3.1 die verschiedenen möglichen Risiken bzw. Unsicherheiten im Rahmen der Agency-Theorie erläutert wurden, sollen im folgenden Abschnitt mögliche Lösungsmöglichkeiten zur Überwindung oder Verringerung dieser Unsicherheiten dargelegt werden.

⁴⁹⁷ Vgl. Alchian/Woodward (1988), S. 67 f. und Spremann (1990), S. 568 ff.

Neben einem vom Agenten verursachten Holdup, ist allerdings auch ein Holdup durch den Investor möglich, z. B. wenn er sich nicht an weitere Finanzierungszusagen - ggf. in einer zweiten Finanzierungsrunde - hält. Vgl. Gorman/Sahlman (1989), S. 283.

⁴⁹⁸ Vgl. Eisenhardt (1989), S. 61.

⁴⁹⁹ Vgl. Spremann(1990), S. 568 ff.

⁵⁰⁰ Vgl. Akerlof (1970), S. 488 ff. Akerlof beschreibt dieses Phänomen am Beispiel des Gebrauchtwagenmarktes, auf dem sich ein potentieller Käufer mit unvollständigen Informationen unter mehreren qualitativ und preislich unterschiedlichen Angeboten einen Durchschnittspreis bildet. Zu diesem Durchschnittspreis ist allerdings ein Verkäufer mit einem Wagen mit hoher Qualität nicht bereit zu verkaufen.

⁵⁰¹ Vgl. Amit et al. (1990), S. 107 ff.

3.3.2 Lösungsmöglichkeiten für Agency-Risiken

Im Rahmen der Agency-Theorie wird versucht, die im letzten Abschnitt dargelegten Unsicherheiten durch eine entsprechende Vertragsgestaltung zwischen Principal und Agent abzusichern, damit sich der Agent möglichst im Sinne des Prinzipals verhält.

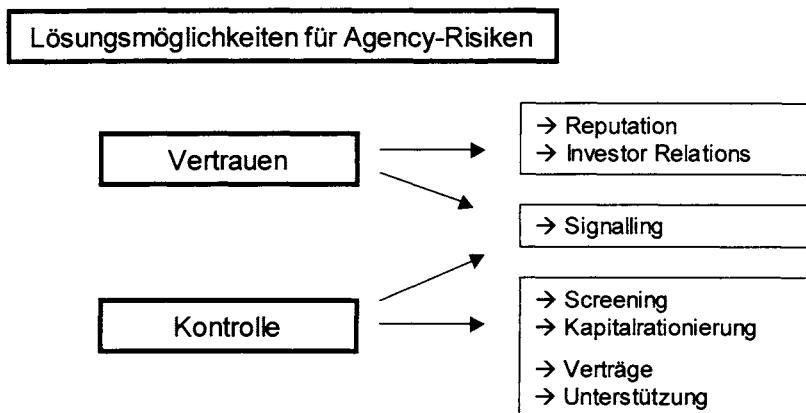


Abb. 3-2: Lösungsmöglichkeiten für Agency-Risiken bei VC- bzw. CVC-Finanzierungen

Quelle: In Anlehnung an Jacob (1991), S. 121 und Schween (1996), S. 148. Ergänzt um Kann (2000), S. 42.

Jacob schlägt als Lösungsmöglichkeiten für die in Principal-Agent-Beziehungen auftretenden Schwierigkeiten vor, zum einen auf ein gewisses Vertrauen zwischen Principal und Agent zu bauen, das durch offenen Umgang miteinander aufgebaut werden kann. Zum anderen kann eine gewisse Kontrolle des Agenten durch den Principal einige Agency-Probleme verringern oder beseitigen.⁵⁰² Die einzelnen Ausprägungen dieser Lösungsansätze werden in den folgenden beiden Abschnitten genauer erläutert.

⁵⁰² Vgl. hierzu Abb. 3-2 und Jacob (1991), S. 121 ff. Zu Lösungsansätzen bei Agency-Problemen im VC-Bereich vgl. auch Kaplan/Strömberg (2001), S. 2 ff.

Zu integrativen Anreizsystemen im Rahmen der Principal-Agent-Theorie vgl. Rousek (1995), S. 6 ff.

3.3.2.1 Vertrauen

Nach Schween können die auf Vertrauen basierenden Lösungsansätze für Agency-Probleme in die Bereiche Reputation und Investor Relation untergliedert werden.⁵⁰³ Dabei unterscheiden sich Investor Relation-Maßnahmen durch einen aktiven Gestaltungsansatz von der Reputation.⁵⁰⁴ In einer CVC- bzw. VC-Finanzierung sollte dieses Vertrauen von beiden Partnern gebildet werden, damit sich Agency-Kosten verringern lassen. Reputationseffekte sind dabei auch für den Principal wichtig, um die Gefahr der adversen Selektion verringern zu können.⁵⁰⁵

3.3.2.2 Kontrolle

Neben dem Vertrauen, das oftmals zu Beginn einer geschäftlichen Beziehung erst noch aufgebaut werden muss, sind die unter dem Oberbegriff Kontrolle subsummierten Maßnahmen eine weitere Möglichkeit zur Lösung oder Verringerung des Agency-Problems. Hierzu zählen das Signalling, das Screening, die Verwendung von Anreiz- und Kontrollverträgen sowie die Kapitalrationierung.⁵⁰⁶

Signalling

Unter Signalling wird die glaubwürdige Darlegung des Erfolgspotentials eines Gründers bzw. seiner Geschäftsidee bezeichnet. Solche Signale können z. B. Patente oder Marktstudien sowie die Übernahme eines hohen Kapitalanteils durch den Gründer sein.⁵⁰⁷

⁵⁰³ Vgl. Schween (1996), S. 148 ff. Zu einer Diskussion zu Vertrauen und Reputation bei VC- bzw. CVC-Beziehungen vgl. auch Kann (2000), S. 53 ff.

⁵⁰⁴ Während Reputation die Einschätzung der Umwelt darstellt und damit nur indirekt beeinflusst werden kann, wird bei Investor Relations eine aktive Kommunikation aus dem Unternehmen heraus durchgeführt.

⁵⁰⁵ Ist ein Investor bekannt in der VC-Szene und wird von vielen Marktteilnehmern als verlässlicher Partner eingestuft, so hat er eine gute Reputation. Hierdurch wirkt er wiederum attraktiver auf die Kapitalsuchenden und erhöht damit seine Chancen, auch von qualitativ besseren Unternehmen nach Kapital angefragt zu werden.

⁵⁰⁶ Vgl. Schween (1996), S. 153 ff.

⁵⁰⁷ Vgl. Schween (1996), S. 153 f. sowie die dort genannten Literaturquellen.

Des weiteren konstatiert Schween, dass durch Signalling v. a. Holdup-Probleme und Qualitätsunsicherheiten reduziert werden und das der Hauptteil der Agency-Kosten hierbei durch den Agenten getragen wird.

Screening

Unter Screening wird der systematische Such- und Auswahlprozess des Investors verstanden. Um also ein qualitativ hochwertiges Gründerteam bzw. eine Gründungs-idee von einem weniger hochwertigen unterscheiden zu können, wird ein strenger Auswahlprozess durch den VC-Geber angestrebt.⁵⁰⁸

Kapitalrationierung

Bei der Kapitalrationierung investiert der Investor (Principal) nicht den gesamten für ein Unternehmensprojekt notwendigen Betrag.⁵⁰⁹ Er erzeugt dadurch eine Situation, in der er den Agenten zu einem sparsamen Umgang mit dem zur Verfügung gestellten Kapital zwingt. Der Agent wird durch das Setzen von Zwischenzielen, sog. Meilensteinen, unter Erfolgszwang gesetzt. Erreicht er die gesetzten Meilensteine nicht, besteht für ihn die Gefahr, dass der Principal keine weitere Finanzierungsrunde durchführt.⁵¹⁰

Verträge

Vertragliche Konstruktionen können ebenfalls das abweichende Verhalten des Kapitalnehmers verhindern.⁵¹¹ Ein Beispiel für eine im VC-Bereich gängige Vertragsform ist die Möglichkeit für den Agenten beim Erreichen von vorher vereinbarten Meilensteinen Eigenkapitalanteile seines Unternehmens zu Vorzugskonditionen zu erwerben.⁵¹² Eine weitere mögliche Vertragsform ist die Vereinbarung von festen Reporting-Formen und -Zeiträumen sowie die Mitsprache bei wichtigen Unternehmensentscheidungen.⁵¹³ Daneben sind u. a. Verträge zur Regelung von Wettbewerbsverbo-

⁵⁰⁸ Vgl. Fried/Hisrich (1994), S. 101 ff.

Durch eine Beteiligungsauswahl entstehen Agency-Kosten, die allerdings niedriger sein sollten als die Kosten, die durch eine falsche Beteiligungsauswahl (Adverse Selection) entstehen würden.

⁵⁰⁹ Vgl. Schween (1996), S. 158 ff.

⁵¹⁰ Dieses Instrument der Kapitalrationierung wird im VC-Bereich „Staging“ genannt. Vgl. u. a. Sahlman (1990), S. 506 ff.

Gompers zeigte mittels eines Modells und einer unterstützenden empirischen Untersuchung, dass Staging den Investor vor einer ineffizienten Weiterfinanzierung eines sich negativ entwickelnden Start-ups bewahren kann und dadurch unnötige Agency-Kosten spart. Vgl. Gompers (1993), S. 28 ff.

⁵¹¹ Vgl. u. a. Gompers/Lerner (1999), S. 29 ff. und die dort zitierten Literaturquellen.

⁵¹² Vgl. Sahlman (1990), S. 474. und Trester (1998), S. 681 ff.

⁵¹³ Hierdurch kann der Kapitalgeber sicherstellen, dass er über die für ihn relevanten Entscheidungen im Unternehmen unterrichtet wird und bei deren Umsetzung mit entscheiden kann. Damit dem Agenten (Kapitalnehmer im CVC-Bereich) ein Anreiz zur wahrheitsgemäßen Berichterstattung gegeben wird, können diese Informationen als Basis für eine Managementunterstützung genutzt werden. Vgl. Schween (1996), S. 155 f.

ten für ausscheidende Gründer oder eine Mindesthalteverpflichtung bei einem Börsengang des Unternehmens vorstellbar.⁵¹⁴

Unterstützung

Die Managementunterstützung durch den CVC- oder VC-Geber kann ebenfalls zu einer Risikominimierung beitragen.⁵¹⁵ Bei der Managementunterstützung bleibt allerdings die Frage offen, ob die Kosten dieser Unterstützung durch die Risikominimierung in Form eines positiven Agency-Effektes eingespart werden kann.⁵¹⁶

In den bisherigen Ausführungen dieses Kapitels wurde zwar an einigen Stellen schon auf die Anwendung der Agency-Theorie auf den CVC-Bereich eingegangen. Im folgenden Abschnitt werden mögliche Agency-Probleme bei CVC- bzw. VC-Finanzierungen kurz dargelegt, um darauf aufbauend Möglichkeiten zur Lösung dieser potentiellen Konflikte zu erläutern.

⁵¹⁴ Vgl. u. a. Brettel et al. (2001), S. 22 f. und Kaplan/Strömberg (2000), S. 2 ff.

⁵¹⁵ Vgl. Kann (2000), S. 40.

⁵¹⁶ Hellmann/Puri zeigten in ihrer Untersuchung u. a., dass die Managementunterstützung die Zeitspanne bis zur Markteinführung eines Produktes verkürzen kann. Vgl. Hellmann/Puri (2000), S. 959 ff.

3.3.3 Anwendung der Agency-Theorie auf das Phänomen Corporate Venture Capital

Im Falle einer VC-Finanzierung bzw. einer direkten CVC-Finanzierung⁵¹⁷ kann von einer einstufigen Principal-Agent-Beziehung ausgegangen werden. Im Falle einer CVC-Finanzierung, bei der das Mutterunternehmen über eine eigenständige CVC-Gesellschaft verfügt, die in junge, innovative Unternehmen investiert, bestehen mehrere Principal-Agent-Beziehungen. Eine Beziehung besteht zwischen der Muttergesellschaft und der CVC-Einheit, eine weitere zwischen der CVC-Gesellschaft und dem Portfoliounternehmen sowie eine zwischen dem PU als Prinzipal und dem MU bzw. der CVC-Gesellschaft als Agenten.

Im Rahmen einer CVC-Finanzierung, in der das Mutterunternehmen direkt in ein PU investiert bzw. bei einer VC-Finanzierung⁵¹⁸ können dabei, abhängig von den Abschnitten des Finanzierungsprozesses⁵¹⁹, die in Tab. 3-2 dargestellten Agency-Probleme auftreten. Eine Lösungsmöglichkeit für die dargestellten Agency-Probleme wird im Rahmen dieser Tabelle ebenfalls aufgezeigt.

⁵¹⁷ Vgl. Kap. 2.3.3. Im Rahmen der Organisationsformen im CVC-Bereich wurde in Abhängigkeit von der Muttergesellschaft auch bei Investitionen über eine CVC-Tochtergesellschaft von einer direkten Investition ausgegangen, da der Intermediär, die CVC-Gesellschaft, in das MU eingebunden ist. Aus der Sicht des PU ist diese Beziehung jedoch als indirekt anzusehen, da es zwei unterschiedliche Partner, nämlich die CVC-Gesellschaft und das Mutterunternehmen, hat. Daher wird diese Beziehung im Rahmen der Agency-Theorie als indirekt betrachtet.

⁵¹⁸ Im Rahmen der VC-Finanzierung besteht sowohl eine Principal-Agent-Beziehung zwischen dem eigentlichen Investor zur VC-Gesellschaft als Intermediär, als auch eine Beziehung zwischen der VC-Gesellschaft und dem Portfoliounternehmen. Hier soll allerdings nur die Beziehung zwischen der VC-Gesellschaft und dem PU betrachtet werden. Eine Diskussion der zweistufigen Principal-Agent-Beziehung im VC-Bereich siehe bei Schefczyk (2004), S. 145 ff.

⁵¹⁹ Vgl. hierzu Kap. 2.3.2.

Phase	Art des Agency-Problems	Lösungsansatz zur Verringerung des Agency-Problems
Beteiligungsakquisition	<i>Adverse Selektion</i>	Diversifikation Spezialisierung
Beteiligungswürdigkeitsprüfung	<i>Qualitätsunsicherheit</i> <ul style="list-style-type: none"> • hinsichtlich der zur Realisierung erforderlichen Ressourcen • hinsichtlich der Qualifikation und Motivation des Gründers • hinsichtlich Realisierung des Projektes 	Syndizierung Screening Vertragliche Regelungen
Beteiligungsverhandlung	<i>Moral Hazard</i> <ul style="list-style-type: none"> • Verhinderung des abweichenden, opportunistischen Verhaltens für die Zukunft 	Vertragliche Regelungen Staging Incentives
Phase nach dem Investment	<i>Moral Hazard</i> <ul style="list-style-type: none"> • Verhinderung des abweichenden, opportunistischen Verhaltens 	Monitoring Beratung

Tab. 3-2: Agency-Probleme und Lösungsansätze nach Phasen des Finanzierungsprozesses

Quelle: In Anlehnung an Brettel et al. (2001), S. 31, ergänzt um Schefczyk (2004), S. 146.

Bereits im Rahmen der Beteiligungsakquisition stellt sich dem CVC- oder VC-Geber das Problem der Auswahl des bzw. der „richtigen“ PU (*Adverse Selection*). Als Lösungsmöglichkeit für diese Problematik kommen nach Brettel et al. die Diversifikation sowie die Spezialisierung für den Principal in Frage.⁵²⁰ Unter Diversifikation wird dabei die Verringerung des unsystematischen Risikos durch eine Investition in eine große Anzahl an PU verstanden.⁵²¹ Da jedoch CVC- oder VC-Gesellschaften meist nur eine geringe Anzahl an PU finanzieren, können sie durch die Spezialisierung auf bestimmte Branchen, Finanzierungsphasen oder Regionen ihre Informationsdefizite und die daraus resultierenden Agency-Probleme verringern.

Schwerpunktmaßig Qualitätsunsicherheiten hinsichtlich der für die Realisierung notwendigen Ressourcen, der Qualifikation und Motivation der Gründer sowie der Realisierung des Projektes treten in der Phase der Beteiligungswürdigkeitsprüfung auf.⁵²² Zur Minimierung solcher durch fehlende Informationen hervorgerufenen Unsicherheiten bieten sich die Syndizierung, das Screening, vertragliche Regelungen und die Beratung an.⁵²³ Durch die Syndizierung, d. h. die Investition durch zwei oder mehr

⁵²⁰ Zu den Lösungsansätzen der Diversifikation und Spezialisierung vgl. Brettel et al. (2001), S. 13 f. sowie die dort genannten Literaturquellen.

⁵²¹ Vgl. zum unsystematischen Risiko im VC-Bereich: Norton/Tenenbaum (1993), S. 434 f.

⁵²² Eine Erläuterung dieser Agency-Probleme erfolgt bei Schefczyk. Vgl. Schefczyk (2004), S. 145 f.

⁵²³ Vgl. Brettel et al. (2001), S. 14 ff.

VC- bzw. CVC-Geber in ein PU⁵²⁴, können durch die Schaffung einer breiteren Datenbasis Informationsasymmetrien abgebaut werden.⁵²⁵ Im Rahmen des Screenings, der Prüfung der einzelnen Bestandteile des Geschäftskonzeptes, werden die Geschäftskonzepte sowie die Gründer genauer durchleuchtet. Dabei werden im Rahmen der Beteiligungswürdigkeitsprüfung deren Businesspläne und die darin enthaltenen Informationen durch den CVC- bzw. VC-Geber und ggf. externe Experten geprüft. Des Weiteren können vertragliche Klauseln, wie etwa Ausschließlichkeitsrechte, welche die Gründer zu einer Informationsweitergabe an den CVC-Geber verpflichten, zur Verringerung der Informationsdefizite eingesetzt werden.⁵²⁶

Vertragliche Regelungen⁵²⁷ stellen ebenfalls einen wichtigen Lösungsansatz zur Verringerung von Agency-Problemen in der Phase der Beteiligungsverhandlung dar, um die Gefahr des abweichenden Verhaltens der Gründer zu verringern. Diese vertraglichen Regelungen enthalten i. d. R. auch Klauseln zu einer erfolgsabhängigen Vergütung bzw. Finanzierung des PU, durch die finanzielle Anreize für das Unternehmer-team im Falle des Erreichens eines vereinbarten Erfolgszieles gewährt werden.⁵²⁸ Neben den positiven Effekten weisen diese Regelungen jedoch auch den Nachteil auf, dass sie die Unabhängigkeit eines Unternehmers einschränken und dadurch auch einen negativen Demotivationseffekt hervorrufen können.⁵²⁹

Als eine weitere Möglichkeit zur Verringerung der Gefahr des abweichenden Verhal- tens durch den Agent kann der Kapitalgeber die notwendige Investitionssumme rati- onieren und deren weitere Auszahlung an gewisse erfolgsorientierte „Meilensteine“ knüpfen. Dieses sog. „Staging“ wird als einer der wichtigsten Mechanismen zur Ver-

⁵²⁴ Vgl. Gompers/Lerner (1999), S. 435.

⁵²⁵ Hierdurch wird auch zur Verringerung des Adverse Selection-Risikos beigetragen. Vgl. Lerner (1994), S. 17 f.

⁵²⁶ Solche Vertragsklauseln sind jedoch nur sinnvoll, wenn dem PU bei Fehlverhalten auch Sanktio- nen drohen. Vgl. Brettel et al. (2001), S. 17.

⁵²⁷ Zu diesen Regelungen können z. B. Wettbewerbsverbote für die Gründer nach Ausscheiden aus dem Unternehmen, Mitverkaufspflichten der Anteile, Rückzahlungsverpflichtungen von Eigenkapital durch die Gründer sowie Verwässerungsschutzrechte bei der Aufnahme weiterer Investoren gehören. Vgl. u. a. Brettel et al. (2001), S. 22 ff., Schefczyk (2004), S. 145 ff. und Schween (1996), S. 155 ff.

⁵²⁸ Zur Vertragsstruktur und den in VC-Verträgen üblichen Vereinbarungen vgl. u. a. Sahlman (1990), S. 504 f.

Lippert/Moore haben in einer Untersuchung mit 749 Unternehmen gezeigt, dass erfolgsorientier- te, vertragliche Regelungen helfen können, das Agency-Risiko zu senken. Vgl. Lippert/Moore (1995), S. 57 ff.

⁵²⁹ Vgl. Schween (1996), S. 157.

hinderung opportunistischen Verhaltens durch den CVC- bzw. VC-Nehmer (Agent) betrachtet.⁵³⁰

Die im vergangenen Abschnitt dargelegten vertraglichen Regelungen zur Abwendung opportunistischen Verhaltens durch den Agenten bilden auch die Grundlage für die Phase nach dem Investment, da diese Regelungen die Grundlage des Monitorings bilden. Unter Monitoring wird die Kontrolle des Agenten durch den Principal in formeller und informeller Form sowie durch die Mitarbeit in Gremien verstanden.⁵³¹ Neben dem laufenden Controlling der Beteiligung dient auch die Beratung als mögliches Instrument zur Verringerung von Agency-Risiken. Durch die Beratung erhält die CVC- oder VC-Gesellschaft (1) einen tieferen Einblick in das PU und (2) kann durch die Beratung möglichen Defiziten in den Managementfähigkeiten der Gründer bzw. Unternehmer entgegengewirkt werden. Besonders bei CVC-Finanzierungen kann daher,⁵³² durch das Vorhandensein des MU, die Unterstützung des PU durch das MU zu einer Verringerung von Defiziten im PU führen. Eine erfolgsfördernde Wirkung der Beratungs- bzw. Managementunterstützungsleistungen ist allerdings in der Literatur nicht eindeutig geklärt.⁵³³

Bisher wurde auf Agency-Probleme und deren Lösungsmöglichkeiten aus der Sicht des Investors bzw. der VC- oder CVC-Gesellschaft eingegangen. Nun soll aber auf mögliche, bisher wenig diskutierte Agency-Probleme und deren Lösungsansätze aus der Sicht des CVC-finanzierten PU eingegangen werden.

⁵³⁰ Vgl. Sahlman (1990), S. 519. Nach Sahlman bringt die Erzeugung der Kapitalknappheit durch ein Staging eine Vielzahl von Anreizwirkungen mit sich. Er nennt hierbei u. a. die sparsame Mittelverwendung durch den Unternehmer. Zu Vorteilen durch das Staging eines Investments vgl. auch Bhide (1993), S. 58 f.

⁵³¹ Vgl. Brettel et al. (2001), S. 26 f. und Sahlman (1990), S. 508 f. Brettel et al. unterscheiden formelles und informelles Monitoring. Beim formellen Monitoring werden regelmäßig Budgets und Berichte des Agenten geprüft. Das informelle Monitoring vollzieht sich im Rahmen von persönlichen Kontakten. Daneben stellt die Mitarbeit in Gremien, wie etwa dem Aufsichtsrat, eine weitere Möglichkeit der Kontrolle und Einflußnahme auf wichtige Unternehmensentscheidungen dar. Nach einer Untersuchung von Landström besteht zwischen dem Monitoring und dem Erfolg des jungen Unternehmens ebenfalls ein positiver Zusammenhang. Vgl. Landström (1990), S. 345 ff.

⁵³² Dies ist besonders dann anzunehmen, wenn sich MU und PU in der gleichen oder einer ähnlichen Branche befinden.

⁵³³ Vgl. hierzu u. a. MacMillan et al. (1988), S. 33 ff. und Schefczyk/Gerpott (1998), S. 145 ff. Schefczyk/Gerpott konnten in ihrer Untersuchung von VC-Investments einen positiven Einfluss der Beratung im engeren Sinne (Gremienarbeit) auf den Unternehmenserfolg nachweisen, wohingegen MacMillan et al. keinen signifikanten Zusammenhang zwischen Unternehmenserfolg und Intensität der Beratungsleistung nachweisen konnten.

Vgl. hierzu auch die Ausführungen im Rahmen von Kap. 4.

Im Rahmen einer strategisch orientierten Partnerschaft zwischen einem CVC-Mutterunternehmen, der CVC-Gesellschaft und einem Portfoliounternehmen bestehen allerdings auch umgekehrte Principal-Agent-Beziehungen, die vom PU ausgehen.⁵³⁴ Das PU kann dabei z. B. als Principal mit einem Anrecht zur Nutzung gewisser Kapazitäten bzw. Leistungen des MU betrachtet werden.⁵³⁵ Zur Lösung einer solchen Problemsituation kann die CVCG als Intermediär durch die Vermittlung zwischen MU und PU beitragen.⁵³⁶

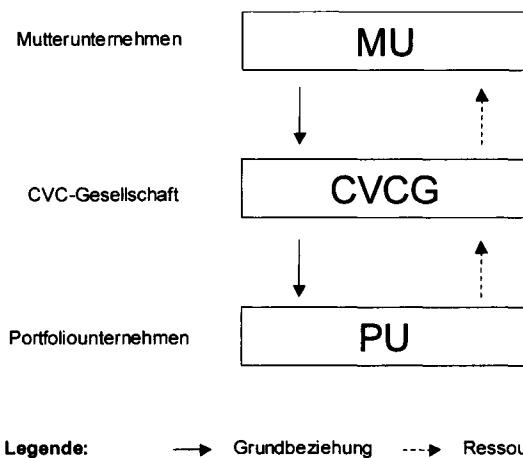


Abb. 3-3: Principal-Agent-Beziehungen bei indirekten CVC-Finanzierungen
Quelle: Schefczyk (2004), S. 148.

Bei CVC-Finanzierungen bestehen bei einigen PU auch Bedenken, ob das MU nicht die Ideen bzw. Technologien des PU zu seinem eigenen Nutzen „entnehmen“ möchte. Diese Gefahr besteht v. a. bei strategisch orientierten Investments, in denen der CVC-Investor am Aufbau von Technologie- und Marktwissen sowie an der Erschließung neuer attraktiver Technologie- und Marktpotentiale interessiert ist.⁵³⁷ Hierdurch besteht für das Portfoliounternehmen die Gefahr, dass das MU ggf. an einer Ent-

⁵³⁴ Vgl. hierzu Abb. 3-4.

⁵³⁵ Hier wird v. a. auf die von vielen CVC-Gesellschaften und deren MU angebotene Managementunterstützung sowie von weiteren Zusatzleistungen im Rahmen der Partnerschaft angespielt.

⁵³⁶ An dieser Vermittlungsfunktion hat die CVCG auch ein Eigeninteresse, da sie i. d. R. an der Wertsteigerung des PU interessiert und beteiligt ist. Vgl. Schefczyk (2004), S. 148.

Aufgrund der Schwierigkeit der Abschätzung von möglichen Bereichen für die Unterstützung des PU sowie aufgrund des schwer abschätzbar Umfangs dieser Leistungen für das MU ist eine vertragliche Vereinbarung solcher Leistungen sehr schwierig zu verwirklichen.

⁵³⁷ Vgl. hierzu Kap. 2.2.1 zu den Zielen der CVC-Geber bzw. deren MU.

nahme von Technologien interessiert ist. Diese Gefahr kann im Sinne der Agency-Theorie als Moral Hazard hinsichtlich der Beziehung zwischen PU und MU aufgefasst werden⁵³⁸, da hier eine Unsicherheit seitens des PU bzgl. der Interessen des MU vorliegt.

Diese „Angst“ der PU gegenüber dem finanziell „übermächtigen“ Investor ist zwar nicht von der Hand zu weisen, es bieten sich jedoch für das PU einige Möglichkeiten zur Lösung dieses potentiellen Problems an. Hierzu gehört zum einen die Sicherung der eigenen Produktidee bzw. Entwicklung mit einem Patent- oder Markenrecht. Auf der anderen Seite kann das PU auch auf die Reputation des MU bauen, da ein CVC-Investor i. d. R. nicht nur in ein Unternehmen investiert und daher bei einem „Technologiediebstahl“ langfristig um seine Reputation als CVC-Investor bangen müsste. Als dritte Lösungsmöglichkeit bieten sich vertragliche Regelungen an, in denen z. B. der CVC-Investor dem PU seine Eigenständigkeit zusichert.

Ein weiteres mögliches Agency-Problem kann durch strategische Interessenkonflikte entstehen. Diese Art der Konflikte können z. B. durch die Zulieferung von Produkten oder Dienstleistungen durch das PU an das MU entstehen.⁵³⁹ Bei solchen Lieferprozessen könnte das MU an einer möglichst günstigen Belieferung durch das PU interessiert sein, was nicht im Interesse des PU liegt.

Einen sehr wirksamen Schutz gegenüber dieser Art der Moral Hazard- und Holdup-Probleme stellt dabei die „Pufferfunktion“ der CVC-Gesellschaft und ggf. weiterer beteiligter Investoren (Syndikation) dar.⁵⁴⁰ Des Weiteren bieten sich wiederum vertragliche Regelungen, wie etwa der Ausschluss von Aufsichtsratssitzungen oder der Nichtausnutzung von Stimmrechten bei der Abstimmung über die PU-MU-Beziehung direkt betreffenden Entscheidungen, zur Verminderung dieses Konfliktpotentials an.

⁵³⁸ Vgl. Kann (2000), S. 47 f.

⁵³⁹ Zur Problematik der strategischen Interessenkonflikte zwischen PU und MU vgl. Kann (2000), S. 49 f.

⁵⁴⁰ Vgl. Schween (1996), S. 152.

Diese Pufferfunktion ist besonders dann gewährleistet, wenn die CVCG eine Gewinnbeteiligung bzw. eine Beteiligung an der Wertentwicklung des PU hat. Besonders gut wirkt sich diese Pufferfunktion aus, wenn neben dem CVC-Investor weitere Investoren am PU beteiligt sind (Syndikation), die mit Sicherheit andere Interessen verfolgen.

Art des Agency-Problems	Lösungsansatz zur Verringerung des Agency-Problems
Nutzung von Leistungen des MU im Rahmen zugesagter Managementunterstützung	Vertrauen CVC-Gesellschaft als „Vermittler“
„Technologie- oder Ideendiebstahl“	Reputation Reputation Schutzrechte
Strategische Interessenkonflikte	Syndikation CVCG als „Vermittler“

Tab. 3-3: Agency-Probleme und Lösungsansätze aus Sicht des Portfoliounternehmens

Quelle: Eigene Darstellung.

4 Stand der Forschung: Ergebnisse bisheriger Untersuchungen zum Thema Corporate Venture Capital und Entwicklung von Forschungshypothesen

Als Grundlage zur Bildung der Forschungshypothesen wird im Rahmen dieses Kapitels eine Systematisierung des Literaturfeldes vorgenommen. Berücksichtigt werden dabei Arbeiten, die sich direkt mit dem Thema Corporate Venture Capital befassen sowie Arbeiten, die sich mit der Bedeutung der Managementunterstützung durch Venture Capital-Gesellschaften befassen.

Anschließend werden aufbauend auf den Stand der Forschung in diesem Gebiet die Forschungshypothesen im Rahmen dieser Untersuchung entwickelt.

4.1 Übersicht zum Forschungsstand

Der Forschungsstand zur Managementunterstützung durch CVC- und VC-Gesellschaften wird im folgenden im Rahmen der Tab. 4-1 überblicksweise dargestellt und anschließend erläutert. In die Tab. 4-1 wurden für die eigene Untersuchung direkt bedeutsame Untersuchungen mit Bezug zu Managementunterstützungsleistungen durch CVC- oder VC-Gesellschaften bzw. deren Investoren oder Mutterunternehmen mit einbezogen, wobei auf die Nennung von normativen Quellen an dieser Stelle verzichtet wurde, da viele relevante normative Arbeiten in die hier dargelegten Untersuchungen einbezogen wurden.⁵⁴¹ Neben wissenschaftlichen Studien wurden in diese Aufstellung auch praxisorientierte, i. d. R. rein deskriptive Untersuchungen einbezogen⁵⁴², da diese ebenfalls zu neuen Erkenntnissen beitragen können. Dies ist im besonderen der Fall, da speziell im deutschen Sprachraum bisher nur wenige wissenschaftliche Arbeiten zu CVC-Aktivitäten im allgemeinen und zu der als Mehrwert der CVC-Aktivitäten eingeschätzten Unterstützungsleistungen im spe-

⁵⁴¹ Vgl. hierzu u. a. Block/MacMillan (1993) und Chesbrough (2000) in Kelley/Spinelli (2002), o. S. oder die Literaturquellen in Tabelle 1 (u. a. Shrader/Simon (1997) oder Sykes (1986)) bei Thornhill/Amit (2000), S. 28 ff.

Für eine breitere Analyse der normativen, deskriptiven, bi- und multivariat korrelativen Literatur im Rahmen von VC-Finanzierungen vgl. Schefczyk (2004), S. 440 ff.

⁵⁴² Vgl. BertelsmannValley (2001) oder EVCA (Hrsg.) (2000).

ziellen durchgeführt wurden.⁵⁴³ Eine deutlich breitere Basis von Untersuchungen findet sich im angloamerikanischen Sprachraum.⁵⁴⁴ Aufgrund dieser geringen wissenschaftlichen Durchdringung dieses Forschungsgebietes in Deutschland erklärt sich auch der Ansatz für die hier vorliegende Arbeit.

Der Zielstellung der eigenen Untersuchung folgend werden daher die Literaturquellen nach (1) den Erwartungen hinsichtlich der Zusatzleistungen von CVCG und deren MU bzw. von VCG sowie die Erfüllung dieser Erwartungen untersucht. Des Weiteren werden diese Quellen (2) bzgl. der Unterschiede im Rahmen der Managementunterstützungsleistungen zwischen CVC-Gebern und VC-Gebern unter die Lupe genommen. Schließlich wird (3) auf Untersuchungen, die einen Zusammenhang zwischen dem Erfolg des PU und den Unterstützungsleistungen von CVCG bzw. deren MU oder VCG aufzeigen, eingegangen.

Zur Systematisierung des Literaturfeldes wurden die in Deutschland und den USA erschienenen Dissertation, die vier deutschsprachigen Fachzeitschriften, die Zeitschrift für Betriebswirtschaft, die Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung, Die Betriebswirtschaft und Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis ausgewertet. Daneben wurden praxisorientierte Quellen, teilweise durch Empfehlungen aus dem CVC- bzw. VC-Umfeld, gesichtet. Des Weiteren wurden englischsprachige Quellen, die durch eigene Recherchen über die Datenbanken ABI/INFORM und Academic Source Elite zugänglich sind, berücksichtigt. Hier wurden schwerpunktmäßig die einschlägigen amerikanischen Fachzeitschriften Journal of Business Venturing, Journal of Finance, Journal of Financial Economics, Financial Management, Strategic Management Journal und Academy of Management Journal nach relevanten Quellen durchsucht. Die Wichtigkeit und Relevanz der amerikanischen Quellen zeigt sich sehr stark durch deren Übergewicht gegenüber den deutschsprachigen Quellen in diesem Forschungsgebiet⁵⁴⁵, weshalb hierauf auch ein besonderes Augenmerk gelegt wurde.

Gegliedert wurde die hier aufgeführte Literaturanalyse in Tab. 4-1 zum einen nach dem Untersuchungsobjekt und zum anderen nach dem gewählten Untersuchungs-

⁵⁴³ Mit einer Fokussierung auf CVC-Aktivitäten in Deutschland im Rahmen wissenschaftlicher Arbeiten (auf deskriptiver Untersuchungsbasis) haben sich bisher lediglich *Schwein* und *Witt/Brachtendorf* beschäftigt. Vgl. u. a. *Schwein* (1996) und *Witt/Brachtendorf* (2001).

Eine Fokussierung auf die Unterstützungs- bzw. Managementleistungen im Rahmen von CVC-Finanzierungen wurde bisher in Deutschland nicht als Forschungsansatz gewählt.

⁵⁴⁴ Vgl. hierzu die Aufstellung im Rahmen von Tab. 4-1.

⁵⁴⁵ Vgl. Tab. 4-1.

ansatz. Bei den Untersuchungsobjekten wurde zwischen (1) an PU gerichtete Untersuchungen und (2) an CVC- bzw. VC-Gesellschaften gerichtete Untersuchungen unterschieden. Nach dem Untersuchungsansatz der empirischen Arbeiten wurde in multivariat korrelative, bivariat korrelative und deskriptive Untersuchungen unterschieden.⁵⁴⁶ Eine weitere Untergliederung, etwa nach dem Gegenstand der Untersuchungen⁵⁴⁷, wurde aufgrund der Gesamtzahl (23 Untersuchungen) der aufgeführten Untersuchungen nicht vorgenommen.

⁵⁴⁶ Durch deskriptive Untersuchungen werden i. d. R. realwirtschaftliche Zustände erfasst, bivariat korrelative Untersuchungen setzen mehrere Einflussfaktoren in relative Bedeutung zu einer zu erklärenden Variable, wohingegen multivariat korrelative Untersuchungen schwerpunktmäßig Regressionsanalysen zur Auswertung von Erhebungen einsetzen. Vgl. u. a. Schefczyk (2004), S. 180.

⁵⁴⁷ Zur Systematisierung des Literaturfeldes sowie insbesondere zum Gegenstand von Untersuchungen im VC-Bereich vgl. Schefczyk (2004), S. 179.

Autor(en)	Stichprobe	Ergebnis/Erläuterung	
<i>Untersuchungen mit dem Untersuchungsobjekt Portfoliounternehmen bzw. Investments</i>			
Brinkroff (2002)	59 PU von VCG	<ul style="list-style-type: none"> Negativer Zusammenhang zwischen Empfindung der Erfolgswirkung und der Intensität der Managementunterstützung 	b
Kelley/Spinelli (2002)	84 PU von CVCG	<ul style="list-style-type: none"> PU, die Allianzen mit ihrem CVC-Investor formieren, gehen auch mit anderen Firmen eher Allianzen ein 	m
Maula/Murray (2001)	50 PU von CVCG und VCG	<ul style="list-style-type: none"> CVCG und VCG haben unterschiedliche Stärken in Bezug auf die gewährten Zusatzleistungen 	m
Maula (2001)	91 PU von Syndikaten aus CVCG und VCG	<ul style="list-style-type: none"> Entwicklung eines Modells zu Wertschöpfungsmechanismen von PU durch deren CVC-Investor (MU und CVCG) Zusätzliche Wertschöpfung entsteht durch eine Ressourcenakquirierung, durch Wissensakquirierung und durch Reputationseffekte des PU durch den Investor 	m
Thornhill/Amit (2000)	97 Corporate Ventures (CV)	<ul style="list-style-type: none"> Erfolg eines CV (gemessen in der Fähigkeit vereinbarte Meilensteine zeitgenau zu erreichen) korreliert positiv mit einem hohen Maß an Engagement und einer engen Beziehung zum MU 	m
Stuart et al. (1999)	301 PU	<ul style="list-style-type: none"> PU aus der Biotech-Branche mit „prominenten“ strategischen Partnern (VCG, Investmentbanken) gehen schneller an die Börse und erreichen eine höhere Marktkapitalisierung beim Börsengang als PU ohne solche Allianzpartner 	m
Barney et al. (1996)	205 PU von VCG	<ul style="list-style-type: none"> Strategische Beratung wird als wichtiger erachtet als operative Unterstützung 	m
Rosenstein et al. (1993)	162 PU (1. Studie), 98 PU (2. Studie) von VCG	<ul style="list-style-type: none"> VCG als Mitglied des Aufsichtsrates hat keine wichtigere Rolle als andere Mitglieder Neben der Mitarbeit im Aufsichtsrat sind die Schnittstellenfunktion der VCG zur Investorengruppe sowie die Überwachung der operativen Performance wichtige Aufgaben der VCG 	m
Sapienza (1992)	51 PU von 51 VCG	<ul style="list-style-type: none"> Positive Korrelation zwischen Managementunterstützung und Performance des PU 	m
<i>Untersuchungen mit dem Untersuchungsobjekt CVC- bzw. VC-Gesellschaft oder dem Mutterunternehmen der CVCG</i>			
Schefczyk (2004)	103 PU von 12 VCG/CVCG (1995) und 187 PU von 40 VCG/CVCG (2002/03)	<ul style="list-style-type: none"> VCG sollten bei der Managementunterstützung über die reine Gremienarbeit hinausgehen und das PU auch bei wichtigen funktionalen Entscheidungen beraten 	m
Röper (2004)	63 CVC-Programme	<ul style="list-style-type: none"> Nicht-monetärer Ressourcentransfer korreliert positiv mit dem Beteiligungserfolg Erfolgswirkung von Wissens- und Erfahrungstransfer konnte nicht nachgewiesen werden 	m

Poser (2002)	4 CVCG (Case Studies)	<ul style="list-style-type: none"> Entwicklung eines CVC-Einfluß-Modells zur Analyse des Potentials zum Erreichen von bleibenden Wettbewerbsvorteilen für den Investor durch CVC-Investments 	d
Weber (2002)	68 VCG und 20 CVCG	<ul style="list-style-type: none"> Große Bedeutung bei der Unterstützung der PU haben die strategische Beratung sowie die Mitarbeit als Board-Mitglied 	d
BertelsmannValley (Hrsg.) (2001)	22 CVCG und 18 PU von CVCG	<ul style="list-style-type: none"> Durch die Managementunterstützung und die Zusatzleistungen des MU kann im Rahmen einer CVC-Finanzierung ein Mehrwert geschaffen werden PU beurteilen strategische Beratung und Unterstützung beim Zugang zu internen und externen Netzwerken als wichtig 	d
Witt/Brachtendorf (2001)	21 CVCG	<ul style="list-style-type: none"> Die Mitarbeit in Kontrollgremien, die Nutzung des Beziehungsnetzwerkes des Investors und der Zugang zu Experten im MU sowie zu potentiellen Kunden wurden als wichtige Unterstützungsleistungen für die PU eingestuft Reputationszugewinn durch den Markennamen des MU wurde ebenfalls als wichtige Ressource bezeichnet Institutionalisierte Formen des Know-how- und Ressourcentransfers fehlen jedoch oftmals 	d
EVCA (Hrsg.) (2000b)	85 CVCG	<ul style="list-style-type: none"> Strategische Synergien zwischen PU und MU sind für 2/3 der befragten Unternehmen wichtig bzw. sehr wichtig PU wurden durch Mitarbeit im Aufsichtsrat (80%), im Personalmanagement (63%), im Verkaufsbereich (89%), im Marketing (67%) und beim Aufbau von internen Prozessen (71%) unterstützt 	d
Kann (2000)	7 Interviews mit CVC-Investoren sowie Archivdaten zu 152 Investmentprogrammen von 120 Unternehmen	<ul style="list-style-type: none"> 80% der befragten Unternehmen betreiben ein aktives Beteiligungsmanagement Gesellschaften, die sich vor der Investmentvertragsunterzeichnung stark engagieren, unterstützen das PU auch in der Post-Investment-Phase stark 	d
Gompers/Lerner (1998)	32364 Investments von VCG und CVCG	<ul style="list-style-type: none"> CVC-Investitionen sind mindestens so erfolgreich wie solche durch VCG, v. a. wenn eine strategische Überschneidung zwischen MU und PU existiert (gemessen an der Wahrscheinlichkeit des Going Public) CVC Programme mit einem starken strategischen Fokus sind stabiler als solche ohne diesen Fokus 	m

McNally (1997)	Dreigeteilte Untersuchung: 48 PU von CVC-G, 73 CVC-Programme und 39 durch eine externe Gesellschaft gemanagte CVC-Aktivitäten	<ul style="list-style-type: none"> Neben der Managementunterstützung im strategischen Bereich unterstützen die CVC-Gesellschaften ihre PU besonders während kurzfristigen Problemsituationen, Unterstützung im operativen Bereich fand teilweise auch statt Zugang zu Unterstützungsleistungen des MU (z. B. technische Expertise, Managementexpertise), Reputationseffekte sowie operativen Unterstützung bei kurzfristigen Krisen sind Hauptvorteile einer CVC-Finanzierung aus Sicht der PU (Erwartungen vor dem Investment) Unterstützung bei kurzfristigen Problemsituationen, Zugang zu Managementexpertise sowie die Beratung im Rahmen einer Board- bzw. Aufsichtsratszugehörigkeit sind Hauptformen der tatsächlichen Unterstützung, Reputationseffekte werden von den PU ebenfalls häufig genannt 	m
Schwein (1996)	12 CVC-Programme	<ul style="list-style-type: none"> Keine klare Festlegung der Investitionsziele Sehr geringe Managementunterstützungsleistungen 	d
Gorman/Sahlman (1989)	49 VCG	<ul style="list-style-type: none"> VCG nutzen 60% ihrer Zeit für ein PU mit der Managementunterstützung VCG, die in frühen Phasen engagiert sind, wenden 10-mal mehr Zeit für die Unterstützung der PU auf als VCG, die in späte Entwicklungsphasen investieren Zu den Hauptinhalten der Unterstützung zählen das Finanzierungsmanagement, die Strategieberatung sowie das Personalmanagement 	d
MacMillan et al. (1988)	62 VCG	<ul style="list-style-type: none"> VCG sind stark involviert in: Aufsichtsratsmandat, Unterstützung im finanziellen Bereich und Finanzierungsnetzwerk Auswirkung der Managementunterstützung ist von deren Inhalten und Intensität abhängig 	m
Siegel et al. (1988)	52 CVCG	<ul style="list-style-type: none"> Einteilung der CVCG in zwei Gruppen: „Pilots“ (organisatorisch unabhängige Gesellschaften) und „Copilots“ (abhängige Unternehmenseinheiten) Zugang zu neuen Technologien und Märkten ist das wichtigste Ziel der CVC-Aktivitäten Finanzielle sollten vor strategischen Zielsetzungen rangieren 	b

Tab. 4-1: Untersuchungen zu nicht-finanziellen Zusatzleistungen im Rahmen von CVC- und VC-Finanzierungen

Quelle: Eigene Darstellung sowie die in der Abb. genannten Literaturquellen.

Erl. zu Tab. 4-1 (letzte Spalte): d = deskriptiver Untersuchungsansatz; b = bivariat korrelativer Ansatz;
m = multivariat korrelativer Ansatz

Den Ausgangspunkt der Forschung zur Zusammenarbeit zwischen PU und deren CVC- bzw. VC-Gebern⁵⁴⁸ bildeten die Untersuchungen von *MacMillan et al.* und *Siegel et al.* von der University of Pennsylvania (Wharton School) im Jahre 1988. *Siegel et al.* untersuchten dabei ein Sample aus 52 CVC-Gesellschaften in den USA mit der Zielsetzung einen möglichst erfolgversprechenden CVC-Ansatz zu erkunden.⁵⁴⁹ Sie teilten dabei ihr Sample in Abhängigkeit von der organisatorischen Abhängigkeit der CVC-Einheit vom MU in eine Gruppe („pilots“), die relativ unabhängig agieren kann, und eine abhängige Gruppe („copilots“). Als Ergebnis fanden sie heraus, dass sich unabhängige CVC-Einheiten gleich gut oder besser entwickeln als abhängige Einheiten. Bzgl. der Zielstellungen der CVC-Aktivitäten sollten finanzielle vor strategischen Zielstellungen rangieren. Nichtsdestotrotz wurde der Zugang zu neuen Technologien und Märkten, eine strategische Zielstellungen, als wichtigstes Einzelziel der CVC-Aktivitäten, noch vor der Erzielung eines guten Return on Investment (ROI), genannt.

MacMillan et al. untersuchten ein Sample von 62 VC-Gesellschaften mit der Zielstellung, den Grad der Unterstützung des PU bei unterschiedlichen Aktivitäten durch die VCG, wie z. B. der Mitarbeit im Aufsichtsrat, sowie deren Auswirkungen auf die Entwicklung des PU zu identifizieren.⁵⁵⁰ Das wichtigste Ergebnis dieser Untersuchung war die Identifikation von drei verschiedenen Gruppen von VCG bezogen auf deren Unterstützungsgrad. Dabei wurden die Gruppen hinsichtlich ihres Unterstützungsgrades in (1) VCG mit geringer Unterstützung für das PU, (2) VCG mit mittlerer Unterstützung und (3) VCG mit breitem Unterstützungsgrad in Bezug auf die vier Bereiche Entwicklung und Operations, Managementauswahl, Personalmanagement und Unterstützung im finanziellen Bereich, untergliedert. Insgesamt waren die VCG v. a. in die weniger zeitintensiven Unterstützungsmaßnahmen stärker involviert als in die zeitintensiven. Zu den weniger zeitintensiven Unterstützungsmaßnahmen zählten u. a. die Wahrnehmung des Aufsichtsratsmandats sowie die Unterstützung im finanziellen Bereich.

⁵⁴⁸ Als CVC- bzw. VC-Geber werden an dieser Stelle sowohl die CVC- (MU) bzw. VC-Investoren als auch ggf. zwischengeschaltete CVCG bzw. VCG betrachtet.

Im Rahmen der Abhandlung über den Forschungsstand zur Zusammenarbeit zwischen PU und deren CVC- bzw. VC-Gebern auf den folgenden Seiten wird schwerpunktmaßig auf die für diese Untersuchung relevanten Teilbereiche eingegangen. Einige Untersuchungen kommen zu weiteren Ergebnissen, die hier allerdings aufgrund deren Relevanz für die vorliegende Arbeit nicht aufgeführt werden.

⁵⁴⁹ Vgl. *Siegel et al.* (1998), S. 233 ff.

⁵⁵⁰ Vgl. *MacMillan et al.* (1988), S. 27 ff.

Bis zur Mitte der 90er Jahre wurden drei weitere Untersuchungen zu Managementunterstützungsleistungen von VC-Gesellschaften durchgeführt.⁵⁵¹ Gorman/Sahlman haben dabei 49 VC-Gesellschaften zu deren Beziehung mit ihren Portfoliounternehmen befragt.⁵⁵² Als Ergebnisse dieser deskriptiven Untersuchung fanden Gorman/Sahlman heraus, dass die Unterstützung bei der Erschließung weiterer Finanzierungsquellen, die strategische Unterstützung sowie die Hilfe beim Finden von neuen Managementkräften zu den wichtigsten Unterstützungsleistungen aus der Sicht der VCG zählen. Des Weiteren fanden sie heraus, dass die VCG 60% ihres Zeitbudgets für den direkten Kontakt mit dem PU aufwenden, wobei insbesondere Unternehmen in frühen Entwicklungsphasen sehr viel mehr Zeit beanspruchen als Unternehmen in späten Entwicklungsphasen.

Sapienza hat in seiner Untersuchung unter 51 PU in den USA die Beziehung zwischen PU und ihrer Lead-VC-Gesellschaft beleuchtet.⁵⁵³ Dabei fand er eine starke positive Korrelation zwischen der Managementunterstützung und der Performance des PU.

Rosenstein *et al.* untersuchten in einer zweigeteilten Studie zuerst 162 PU und in einem zweiten Teil 98 PU von VC-Gesellschaften in den USA und fanden dabei heraus, dass VC-Gesellschaften als Aufsichtsratsmitglieder nur im Falle ihrer Zugehörigkeit zu den „Top 20“-Gesellschaften einen nicht-finanziellen Mehrwert schaffen können.⁵⁵⁴ Dieser Mehrwert für das PU ist zwar signifikant, aber nicht extrem viel höher als der Mehrwert der Nicht-„Top 20“-VCG. Die Vorstände der PU sahen dabei eine Hilfe der externen Aufsichtsratsmitglieder in den Bereichen Finanzierungsnetzwerk, Überwachung der operativen und finanziellen Performance, Personalmanagement und die Unterstützung während kurzfristiger Krisen als sinnvoll an.

In der Studie von Bamey *et al.* unter 205 PU von VC-Gesellschaften in den USA wurden ebenfalls die nicht-finanziellen Zusatzleistungen, unterteilt in die Bereiche strategische Beratung und Unterstützung im operativen Bereich, auf ihren Beitrag zur Schaffung eines Mehrwertes untersucht.⁵⁵⁵ Dabei wurde die strategische Beratung wichtiger als die Unterstützung im operativen Bereich angesehen. Einschränkend muss jedoch dargelegt werden, dass diese Aussage nur für branchenun erfahrene Gründer und Unternehmerteams, die auf keine lange gemeinsame Vergangenheit

⁵⁵¹ Vgl. Gorman/Sahlman (1989), Rosenstein *et al.* (1993) und Sapienza (1992).

⁵⁵² Vgl. Gorman/Sahlman (1989), S. 231 ff.

⁵⁵³ Vgl. Sapienza (1992), S. 9 ff.

⁵⁵⁴ Vgl. Rosenstein *et al.* (1993), S. 99 ff.

⁵⁵⁵ Vgl. Barney *et al.* (1996), S. 257 ff.

zurückblicken können, im Rahmen der Untersuchung bestätigt wurde. Eine signifikante Auswirkung der Managementunterstützung, sowohl der strategischen Beratung als auch der Unterstützung im operativen Bereich, auf die Performance des PU konnte in dieser Untersuchung nicht nachgewiesen werden.

Die bisher erwähnten empirischen Untersuchungen stammen alle aus dem US-amerikanischen Raum, was aufgrund der unterschiedlichen Marktentwicklungen auch nicht verwunderlich erscheint.⁵⁵⁶ Die erste empirische Untersuchung in Deutschland zur CVC-Thematik entstand daher erst im Jahre 1996.⁵⁵⁷ Aufgrund der gering ausgeprägten Entwicklung des deutschen CVC-Marktes bis zu diesem Zeitpunkt⁵⁵⁸ scheint es auch nicht verwunderlich, dass *Schween* einen rein deskriptiven Untersuchungsansatz verfolgte.

Im Hinblick auf die Managementunterstützung der PU fand *Schween* heraus, dass die CVC-Geber ihre PU gar nicht bzw. nur in sehr geringem Umfang im Rahmen der nicht-finanziellen Leistungen unterstützen.⁵⁵⁹ Des Weiteren stellte er fest, dass die CVC-Programme einen sehr geringen Erfolg hatten, was sich auch in den Angaben der befragten Unternehmen zur Zielerreichung widerspiegelt. Dort wurde als einziges erreichtes Ziel die Sammlung von Erfahrungen mit dem Instrument CVC angegeben. Die restlichen Ziele, wie etwa die Identifizierung neuer Märkte und Technologien oder die Erreichung der finanziellen Ziele, wurden als eher nicht erreicht bezeichnet.

Der Untersuchung von *Schween* folgte im Jahre 1997 eine weitere europäische Untersuchung durch *McNally*. *McNally* fand heraus, dass im Rahmen von direkten und indirekten CVC-Investments die PU besonders während kurzfristiger Problemsituationen intensiv betreut werden.⁵⁶⁰ Daneben gaben viele Vertreter von CVC-Programmen an, die PU im Rahmen der schwerpunktmäßig strategischen Beratung zu unterstützen. Eine operative Unterstützung wurde ebenfalls, jedoch nur von einer Minderheit, als Form der Managementunterstützung angegeben. Die ebenfalls im Rahmen

⁵⁵⁶ Vgl. Kap. 2.1.2.1 und Kap. 2.1.2.2 bzgl. der unterschiedlichen CVC-Entwicklungen in den USA und in Deutschland.

⁵⁵⁷ Ausgeklammert wurde dabei allerdings die empirische Arbeit von *Hardenberg* aus dem Jahre 1989, der sich allerdings lediglich auf die Fallstudie Siemens konzentrierte. Vgl. *Hardenberg* (1989).

⁵⁵⁸ Im Jahre 1996 waren nach *Schweens* aufwendiger Datensammlung (unter den DAX100- und 20 zusätzlich erkannten Unternehmen) lediglich 17 Unternehmen mit CVC-Programmen in Deutschland aufzufinden, wovon ihm lediglich 12 antworteten. Vgl. *Schween* (1996), S. 169 f.

⁵⁵⁹ Vgl. *Schween* (1996), S. 171 ff.

⁵⁶⁰ Vgl. *McNally* (1997), S. 115 ff und S. 188 ff. *McNally* untersuchte in seiner Untersuchung sowohl 72 CVC-Programme als auch 48 PU von CVC-Gesellschaften bzw. -Einheiten

dieser Untersuchung befragten PU von CVC-Programmen gaben an, dass sie sich durch die Unterstützung des Investors Einblicke in technisches und betriebswirtschaftliches Know-how, einen Reputationszugewinn sowie eine operative Unterstützung bei kurzfristigen Krisen erwarten würden. Tatsächlich wurden die PU durch den Zugang zu Managementexpertise, die Beratung im Rahmen der Board- bzw. Aufsichtsratsfunktion sowie bei kurzfristigen Krisensituationen unterstützt.

Die Untersuchung von *Gompers/Lerner* im Jahre 1998 stellt die bis heute umfangreichste Untersuchung, gemessen an der Zahl der betrachteten Investments, dar.⁵⁶¹ *Gompers/Lerner* zeigten mithilfe der Daten ihrer Untersuchung, dass CVC-Investments, bei denen eine strategische Überschneidung zwischen MU und PU existiert, mindestens so erfolgreich sind wie VC-Investments, gemessen an der Wahrscheinlichkeit eines Börsenganges des PU. Des Weiteren stellten sich CVC-Investments mit einem starken strategischen Fokus⁵⁶² stabiler als Investments ohne diesen Fokus heraus.

Stuart et al. beleuchteten in ihrer Untersuchung im Jahre 1999 die Auswirkungen von strategischen Allianzen auf die Zeitspanne zwischen Investment und einem Börsengang sowie die Höhe der Marktkapitalisierung bei diesem Börsengang.⁵⁶³ Hierfür untersuchten sie 301 PU aus der Biotechnologie-Branche und kamen zu dem Ergebnis, dass PU mit einem „prominenten“ strategischen Partner⁵⁶⁴ schneller an die Börse gehen und eine höhere Marktkapitalisierung zum Zeitpunkt des Börsenganges erreichen als solche PU ohne einen solchen Partner.

In der Studie von *Thornhill/Amit* wurden 97 Corporate Ventures⁵⁶⁵ aus Kanada mit der Zielstellung untersucht, ob eine strategische Beziehung zwischen MU und PU

⁵⁶¹ Vgl. hierzu *Gompers/Lerner* (1998), S. 21 ff. Dort wurden 32364 Investments von VCG, CVCG und anderen Investoren betrachtet. Rund 6% dieser Investments wurden von CVCG getätig. Die Daten stammen aus der Datenbank VentureOne und wurden mithilfe weiterer Quellen verfeinert.

⁵⁶² Unter einem strategischen Investment-Fokus wird hier das Vorhandensein einer strategischen Beziehung zwischen einem Mutterunternehmen (MU) und einem Portfoliounternehmen (PU) im Falle einer CVC-Finanzierung verstanden.

⁵⁶³ Vgl. *Stuart et al.* (1999), S.

⁵⁶⁴ Unter einem prominenten strategischen Partner verstehen *Stuart et al.* jene CVC-, VC-Gesellschaften bzw. Investmentbanken, die häufiger Allianzen mit anderen Unternehmen eingehen, und jene, deren Patentportfolio häufig in Patentanmeldungen zitiert wird. Sie argumentieren dabei zum einen mit Reputationseffekten, die zu einer Verringerung der Unsicherheit beitragen, und zum anderen mit einer besseren Ressourcenausstattung der „prominenteren“ Partner und dadurch einer besseren Möglichkeit der Ressourcenallokation durch die PU. Vgl. hierzu *Stuart et al.* (1999), S. 318 ff. sowie die Ausführungen in Kap. 3

⁵⁶⁵ Corporate Ventures sind von einem Unternehmen ausgegründete Einheiten bzw. Gesellschaften.

eine Auswirkung auf den Erfolg des PU hat.⁵⁶⁶ Erfolg wurde dabei als die Fähigkeit, vereinbarte Meilensteine zeitgenau zu erreichen, definiert. Als Ergebnis fanden sie heraus, dass der Erfolg eines Ventures positiv mit einem hohen Maß an Engagement und einer engen Beziehung zwischen MU und Venture in Beziehung steht. Diese Beziehung besteht dabei zu einem stärkeren Maße auf der relationalen Ebene als auf der wirtschaftlichen Ebene.⁵⁶⁷

Im Rahmen der theoriegeleiteten Arbeit von *Kann* wurden sieben Interviews mit CVC-Investoren in den USA geführt sowie Archivdaten zu 152 Investmentprogrammen von 120 Unternehmen unter die Lupe genommen.⁵⁶⁸ *Kann* fand dabei heraus, dass 80% der Unternehmen, die Investmentprogramme betreiben, ein aktives Beteiligungsmanagement betreiben. Des Weiteren konnte sie nachweisen, dass Gesellschaften, die ihr PU vor der Investmentvertragsunterzeichnung stark aktiv unterstützen, dies auch nach der Vertragsunterzeichnung, in der sog. Post-Investment-Phase, tun.

Eine weitere europäische Studie wurde ebenfalls im Jahre 2000 durch die European Venture Capital Association (EVCA) veröffentlicht.⁵⁶⁹ Im Rahmen dieser Untersuchung wurden 85 CVC-Gesellschaften aus ganz Europa befragt. Dabei gaben 2/3 der befragten Gesellschaften an, dass sie strategische Synergien aus der Partnerschaft mit einem PU, wie etwa den Zugang zu neuen Technologien oder Märkten, als wichtig oder sehr wichtig erachten. Die deutliche Mehrzahl der befragten CVC-Gesellschaften gab an, dass sie ihre PU durch die Mitarbeit im Aufsichtsrat, im Personalmanagement, im Verkaufsbereich und im Marketing sowie beim Aufbau von internen Prozessen unterstützen.

Eine ähnliche Studie wurde von *Witt/Brachtendorf* mit der Unterstützung der Unternehmensberatung Cap Gemini Ernst & Young durchgeführt.⁵⁷⁰ Hierbei wurden im Jahre 2001 21 CVC-Gesellschaften in Deutschland im Rahmen von standardisierten Interviews befragt. Im Rahmen der den PU gewährten Unterstützungsleistungen wurden die Mitarbeit in Kontrollgremien, der Zugang zu Experten im MU, der Zugang

⁵⁶⁶ Vgl. Thornhill/Amit (2000), S. 25 ff.

⁵⁶⁷ *Thornhill/Amit* haben in ihrer Untersuchung die beiden Ebenen – eine relationale und eine wirtschaftliche Ebene - einer strategischen Beziehung voneinander unterschieden. Die relationale Ebene reflektierte dabei die Organisationskultur sowie die organisatorischen Strukturen, die wirtschaftliche Ebene bildet eine Funktion aus dem Unterstützungsbedarf des Ventures und den Ressourcen des MU. Vgl. Thornhill/Amit (2000), S. 33 ff.

⁵⁶⁸ Vgl. Kann (2000), S. 97 ff.

⁵⁶⁹ Vgl. EVCA (Hrsg.) (2000b), S. 13 ff.

⁵⁷⁰ Vgl. Witt/Brachtendorf (2001), S. 10 ff.

zu potentiellen Kunden sowie die Unterstützung beim Aufbau von weiteren Beziehungen als wichtig eingestuft. Als weitere wichtige Ressource für das PU wurde auch der Markenname des MU als Reputationsgewinn für das PU genannt. Allerdings haben lediglich 42% der befragten CVC-Einheiten bzw. -Gesellschaften ihren PU eine systematische Managementunterstützung angeboten. In vielen Fällen fehlte daher ein institutionalisierter Know how- und Ressourcentransfer zwischen MU und PU.

Eine weitere Untersuchung wurde von *BertelsmannValley* im Jahre 2001 herausgegeben.⁵⁷¹ Die Grundlage dieser Studie bildete die Hypothese, dass die Zusatzleistungen von CVC-Gesellschaften der eigentliche Mehrwert für die PU, verglichen mit den Leistungen von unabhängigen VC-Gesellschaften, darstellen. Hierzu wurden 22 CVC-Gesellschaften und 18 Portfoliounternehmen von CVCG befragt. Die befragten PU beurteilten dabei die Beratung und Unterstützung im strategischen Bereich sowie den Zugang zu internen und externen Netzwerken des CVC-Investors als wichtige Zusatzleistungen im Rahmen einer CVC-Finanzierung. Insgesamt wurde festgestellt, dass durch die Managementunterstützung und die Zusatzleistungen des MU im Rahmen einer CVC-Finanzierung ein Mehrwert für das PU geschaffen werden kann. Diese Einschätzung wurde allerdings von den Autoren dieser Studie aufgrund der rein deskriptiv orientierten Untersuchung getätigt und muss daher als sehr eingeschränkt allgemeingültig betrachtet werden.

Neben den in den letzten Abschnitten genannten deskriptiven Untersuchungen hat *Maula* in seiner Studie 91 PU von Syndikaten aus mindestens einer CVC-Gesellschaft und mindestens einer VC-Gesellschaft befragt und mithilfe von multivariaten statistischen Methoden ausgewertet.⁵⁷² Er entwickelte und verifizierte in seiner Untersuchung ein Modell zu Wertschöpfungsmechanismen von PU durch deren Investoren. Zusätzliche Wertschöpfung bzw. ein Mehrwert für die PU entsteht dabei durch eine Akquirierung von Ressourcen und Wissen⁵⁷³ sowie durch Reputationseffekte.

Aufbauend auf die von Maula erhobenen Daten⁵⁷⁴ haben *Maula/Murray* anhand von 50 PU, die von mindestens einer CVC-Gesellschaft und einer VC-Gesellschaft finanziert wurden, deren Stärken in Bezug auf die gewährten Zusatzleistungen erhö-

⁵⁷¹ Vgl. *BertelsmannValley* (Hrsg.) (2001), S. 53 ff.

⁵⁷² Vgl. *Maula* (2001), S. 134 ff.

⁵⁷³ *Maula* versteht Ressourcen als konkrete Leistungen des CVC-Gebers, wie z. B. der Zugang zu Distributionskanälen, und unter Wissen, die Möglichkeit des organisatorischen Lernen durch die Interaktion mit dem Investor. Vgl. u. a. *Maula* (2001), S. 168.

⁵⁷⁴ Siehe vorhergehender Abschnitt.

ben.⁵⁷⁵ Dabei fanden sie heraus, dass VC-Gesellschaften ihre Stärken bei der Unterstützung beim Zugang zu weiteren Finanzierungsquellen, bei der Entwicklung des Businessmodells und der Strategie des PU sowie bei der Rekrutierung von Führungskräften haben. CVC-Gesellschaften unterstützen ihre PU hingegen relativ im Vergleich zu VC-Gesellschaften besser beim Zugang zu Lieferanten und Kunden, beim Zugang zu neuen Märkten, bei der Weiterentwicklung von Technologien oder Produkten sowie durch Reputationseffekte.

In der breit angelegten Untersuchung von *Weber* wurden 68 VC-Gesellschaften und 20 CVC-Gesellschaften zu Entscheidungskriterien im Auswahlprozeß sowie zu ihren Rollen im Rahmen des VC- bzw. CVC-Involvements, der Unterstützung des PU, befragt.⁵⁷⁶ In Bezug auf die Unterstützung gaben die befragten Unternehmen an, dass sie bei der Unterstützung ihrer PU v. a. der strategischen Beratung sowie der aktiven Mitwirkung im Aufsichtsrat bzw. im Sounding Board große Bedeutung beimessen. Klassische VC-Gesellschaften gaben dabei, im Vergleich zu CVC-Gesellschaften, eine etwas höhere durchschnittliche Bedeutung der verschiedenen genannten Funktionen des VC- bzw. CVC-Involvements an.

In der Studie von *Brinkrolf* werden 59 PU von VC-Gesellschaften zu deren Managementunterstützungsleistungen im Rahmen von VC-Finanzierungen befragt.⁵⁷⁷ Dabei fand er heraus, dass ein negativer Zusammenhang zwischen der Empfindung einer Erfolgswirkung und der Intensität der Managementunterstützung besteht. Des Weiteren wurde festgestellt, dass die Mehrheit der befragten Gesellschaften wenig Managementunterstützung leisten und sich die Rolle der VCG in vielen Fällen auf die eines Kontrolleurs⁵⁷⁸ beschränkt.

Die Untersuchung von *Kelley/Spinelli* befasste sich mit der Analyse, ob junge Unternehmen ihre Beziehung zu einem sie finanzierten Großunternehmen nutzen können, um ihre Reputation am Markt zu erhöhen.⁵⁷⁹ Hierzu analysierten sie 84 PU, die von Branchenführern aus der Telekommunikations- und Computernetzwerkherstellerindustrie finanziert wurden. Das Ergebnis bestätigte die Annahme der Forscher, dass junge Unternehmen von einer Partnerschaft mit einem führenden Industrieun-

⁵⁷⁵ Vgl. Maula/Murray (2001), o. S.

⁵⁷⁶ Vgl. Weber (2002), S. 3 ff.

⁵⁷⁷ Vgl. Brinkrolf (2002), S. 133 f.

⁵⁷⁸ Brinkrolf erfasste die Überwachung des finanziellen Status, die Kontrolle des operativen Erfolges sowie die strategische Planung als wichtige Betreuungsinhalte. Vgl. Brinkrolf (2002), S. 141.

⁵⁷⁹ Vgl. Kelley/Spinelli (2002), o. S.

ternehmen profitieren, gemessen an der Anzahl der eingegangenen Allianzen mit anderen Unternehmen.⁵⁸⁰

Poser hat in seiner Arbeit ein CVC-Einflußmodell entwickelt und dieses anhand von vier Fallstudien verifiziert.⁵⁸¹ Hierzu wurden vier Großunternehmen zu ihren CVC-Aktivitäten befragt. Dieses Einflussmodell soll das Potential zum Erreichen von bleibenden Wettbewerbsvorteilen für den Investor durch ein CVC-Investment analysieren helfen.

Bei Röper wurden 63 CVC-Programme aus den USA und aus Deutschland analysiert.⁵⁸² Er stellte dabei fest, dass der nicht-monetäre Ressourcentransfer⁵⁸³ zwischen dem Investor und dem PU positiv mit dem Erfolg⁵⁸⁴ korreliert. Eine solche Korrelation konnte jedoch zwischen dem Grad des institutionalisierten Wissens- und Erfahrungsaustausch sowie dem Beteiligungserfolg nicht nachgewiesen werden.

Im Rahmen der Arbeit von Schefczyk wurden schließlich im Rahmen zweier Samples 1995 103 Investments von VC-Gesellschaften und 2002/03 187 Investments untersucht.⁵⁸⁵ Mithilfe dieser sehr breit angelegten Untersuchung konnte Schefczyk dabei darlegen, dass die Managementunterstützung von VC-Gesellschaften über die reine Gremienarbeit hinausgeht und dass PU des Weiteren bei wichtigen strategischen Entscheidungen beraten werden sollten. Darüber hinaus konnte er auch Unterschiede bzgl. des erforderlichen Umfangs der Managementunterstützung, abhängig von der Beteiligungsgröße, ausmachen.

⁵⁸⁰ Kelley/Spinelli unterstellten dabei, dass die Beziehung eines jungen Unternehmens zu einem Branchenführer deren externe Reputation (am Markt) deutlich erhöht. Vgl. Kelley/Spinelli (2002), o. S.

⁵⁸¹ Vgl. Poser (2002), S. 229 ff.

⁵⁸² Vgl. Röper (2004), S. 297 ff.

⁵⁸³ Röper unterteilte den nicht-monetären Ressourcentransfer in vier Rollen: (1) Strategische Rolle (strategische Planung, aktive Unterstützung), (2) Netzwerk-Rolle (Suche Finanzierungspartner, Recruiting, Geschäftskontaktanbahnung), (3) Zwischenmenschliche Rolle (Ansprechpartner, Mentor), (4) Sonstige Rollen (operative Unterstützung, Reputation). Vgl. Röper (2004), S. 361 ff.

⁵⁸⁴ Einschätzung des finanziellen Erfolges sowie des aus finanzieller und strategischer Erfolgseinschätzung generierten CVC-Gesamtnutzens durch die Befragten. Vgl. Röper (2004), S. 382 f.

⁵⁸⁵ Vgl. Schefczyk (2004), S. 269 ff.

4.2 Generierung der Forschungshypothesen

Aufbauend auf die in Kap. 4.1 dargelegte Übersicht zum Forschungsstand zu nicht-finanziellen Zusatzleistungen im Rahmen von CVC- und VC-Finanzierungen werden in diesem Abschnitt die Forschungshypothesen der eigenen Untersuchung aufgestellt. Dabei soll zwischen Hypothesen und Forschungsfragen unterschieden werden. Hypothesen sind in diesem Zusammenhang Befunde, denen eine überzeugende theoretische Fundierung zugrunde liegt. Forschungsfragen sind in der Literatur umstrittene Befunde, die mittels einer deskriptiven Auswertung des zugrundeliegenden Samples der eigenen Untersuchung ausgewertet werden sollen und dadurch als Grundlage für zukünftige Untersuchungen dienen können. Die Hypothesen werden im Folgenden mit dem Buchstaben H, die Forschungsfragen mit dem Buchstaben F gekennzeichnet.

4.2.1 Erwartungen hinsichtlich der Zusatzleistungen

Noch bevor sich ein junges Unternehmen für die Finanzierung durch einen VC- oder CVC-Investor entscheidet, analysiert und durchsucht es den vorhandenen Markt nach für dieses Unternehmen passenden Quellen für eine Eigen- oder Fremdkapitalfinanzierung.⁵⁸⁶ Ist die Entscheidung für eine Eigenkapitalfinanzierung gefallen, so treffen die jungen Unternehmen ihre Entscheidungen hauptsächlich aufgrund der Güte des jeweiligen Finanzierungsangebotes. Bei der Entscheidung für einen Investor oder eine Investorengruppe sind dabei neben den rein finanziellen Parametern einer möglichen Finanzierung auch nicht-finanzielle Zusatzleistungen, welche die Entscheidung des jungen Unternehmens beeinflussen, relevant. Daher spielen diese Zusatzleistungen bei der Entscheidung für einen Finanzierungspartner eine Rolle und sollen daher genauer beleuchtet werden. Hierzu wird im Rahmen der vorliegenden Untersuchung zum einen untersucht, welche Erwartungen die PU von CVC- und VC-Investoren bzw. -Gesellschaften vor dem Beteiligungsabschluss haben und ob sich diese Erwartungen ggf. zwischen den beiden Investorentypen CVCG und VCG

⁵⁸⁶ Neben einer reinen Eigenkapitalfinanzierung bieten VC-Gesellschaften auch Mezzanine-Finanzierungen, die aus Eigen- und Fremdkapitalbestandteilen bestehen, an. Vgl. hierzu Schefczyk (2004), S. 18 f. und S. 85 ff.

unterscheiden.⁵⁸⁷ Die meisten vorliegenden Untersuchungen zu Managementunterstützungsleistungen von CVC- bzw. VC-Geben beschäftigen sich dabei mit den tatsächlichen Unterstützungsleistungen und nicht mit den Erwartungen vor Vertragsabschluss⁵⁸⁸, die aber für eine gute und attraktive Portfoliostruktur der CVC- und VC-Gesellschaften⁵⁸⁹ wichtig sind. Daher ist es speziell für CVCG bzw. VCG interessant, welche Präferenzen potentielle PU haben. Neben den Zusatzleistungen einer VC-Finanzierung ist auch die finanzielle Leistung, welche die Grundlage des Eingehens einer Finanzierungsbeziehung bildet⁵⁹⁰, zu beachten.

Hieraus ergibt sich die erste Forschungsfrage

F₁: Welche Erwartungen haben PU an CVC- und VC-Gesellschaften?

Die nicht-finanziellen Zusatzleistungen sowie die finanzielle Leistung werden dabei in die folgenden Bereiche bzw. Funktionen untergliedert:

- a) Finanzielle Erwägungen
- b) Nutzen des Markennamens/der Reputation
- c) Technische Expertise
- d) Unterstützung beim Marktzugang
- e) Unterstützung beim Zugang zu Lieferanten
- f) Unterstützung beim Aufbau der Produktion
- g) Unterstützung bei der Rekrutierung zusätzlichen Führungspersonals
- h) Generierung zusätzlichen Wachstums

Neben dem finanziellen Interesse eines jungen Unternehmens, dass durch eine Beteiligungskapitalgesellschaft finanziert werden möchte, werden, besonders im Rah-

⁵⁸⁷ Einschränkend muss hier allerdings angemerkt werden, dass im Rahmen der vorliegenden Befragung keine klare Kausalität zwischen den Erwartungen hinsichtlich der Zusatzleistungen und der Wahl des entsprechenden Investorentypes gezogen werden kann, da bei einer Post-Investment-Befragung, wie in diesem Fall, nicht zweifelsfrei unterstellt werden kann, dass z. B. ein PU eine gewisse Erwartungshaltung hatte und deshalb den entsprechenden Investortyp gewählt hat. Es ist auch möglich, dass der Investortyp gewählt wurde und sich aufgrund dieser Wahl die Erwartungen an diesen Investortyp erhöht haben.

⁵⁸⁸ Vgl. u. a. die Untersuchungen von Witt/Brachtendorf (2001) oder Sapienza (1992).

⁵⁸⁹ Kann der Investor die Erwartungen hinsichtlich der nicht-finanziellen Zusatzleistungen nicht erfüllen, so besteht die Gefahr, dass einige PU, die gewisse Präferenzen für nicht-finanzielle Zusatzleistungen haben, ihren Businessplan nicht bei dieser VCG einreichen und die VCG dadurch ggf. nicht die Chance hat, dieses Unternehmen zu finanzieren. Daher kann sich hierdurch die Zahl der entsprechenden Beteiligungsanfragen durch potentielle PU verringern.

⁵⁹⁰ Das Finanzierungsziel stellt i. d. R. das Hauptziel eines Unternehmers oder eines Unternehmer-teams zur Kontaktaufnahme mit einem potentiellen CVC- oder VC-Investor dar. Vgl. MacMillan et al. (1988), S. 32 ff. und Schween (1996), S. 90

men einer Finanzierung durch eine CVC-Gesellschaft bzw. deren MU, weitere nicht-finanzielle Interessen eines potentiellen PU in der Literatur genannt.⁵⁹¹ Hierzu zählen die Unterstützung bei der Entwicklung der Technologie oder des Produktes, beim Zugang zu Kunden und Lieferanten, beim Aufbau der Produktion sowie bei der Rekrutierung weiterer Führungskräfte. Des Weiteren können PU durch die Zusammenarbeit mit einem CVC-Investor auch von dessen Markennamen profitieren und können ggf. auch als Zulieferer für spezifische Produkte fungieren.⁵⁹²

Neben der deskriptiven Auswertung der Erwartungen der PU an ihren Beteiligungs-kapitalgeber ist auch bei einem Vergleich der Erwartungshaltungen in Hinblick auf den jeweiligen Investorentyp davon auszugehen, dass PU an CVCG höhere Erwartungen im Bereich der nicht-finanziellen Zusatzleistungen knüpfen, da diese oftmals als eigentlicher Mehrwert von CVC-Finanzierungen beschrieben werden.⁵⁹³ Im Rahmen finanzieller Erwägungen ist hingegen von höheren Erwartungen bei der Finanzierung durch unabhängige VC-Gesellschaften⁵⁹⁴ auszugehen, da CVCG teilweise über geringere Erfahrungen und Kontakte am Kapitalmarkt verfügen⁵⁹⁵ und daher VCG ggf. einen besseren Zugang zu weiteren Finanzierungsquellen und Partnern bieten können.

Hieraus ergeben sich folgende Hypothesen:

- H_{1a}: PU haben höhere Erwartungen an VCG als an CVCG in Bezug auf finanzielle Erwägungen.

⁵⁹¹ Vgl. hierzu EVCA (Hrsg.) (2000), S. 11 f., Gorman/Sahlman (1989), S. 237 und S. 246, Lorenz/Seeliger (2000), o. S., Maula/Murray (2001), o. S., McNally (1997), S. 22 f. und Niederkofler (1989), S. 52.

⁵⁹² Eine breitere Darlegung der nicht-finanziellen Unterstützungspotentiale erfolgt im Rahmen der Hypothesenbildung im folgenden Kap. 4.2.2.

Vgl. hierzu auch die Ausführungen zu den Zielstellungen der PU in Kap. 2.2.2.

⁵⁹³ Vgl. BertelsmannValley (Hrsg.) (2001), S. 114 f. oder Maula/Murray (2001), o. S.

⁵⁹⁴ Gegen diese These könnten die strategischen Interessen der CVC-Geber sprechen, da CVC-Geber oftmals neben den finanziellen Zielstellungen auch strategische Ziele verfolgen, wodurch sich ggf. die finanzielle Zielrendite vermindern könnte (aufgrund der zusätzlichen „strategischen“ Zielrendite) und sich dadurch die Konditionen für das PU verbessern würden. Vgl. u. a. bei Gompers/Lerner (1998), S. 29 f.

⁵⁹⁵ Vgl. BertelsmannValley (Hrsg.) (2001), S. 103 und Maula/Murray (2001), o. S.

- H_{1b}: PU haben höhere Erwartungen an CVC als an VCG in Bezug auf nicht-finanzielle Zusatzleistungen durch
- a) Nutzen des Markennamens/der Reputation
 - b) Technische Expertise
 - c) Unterstützung beim Marktzugang
 - d) Unterstützung beim Zugang zu Lieferanten
 - e) Unterstützung beim Aufbau der Produktion
 - f) Unterstützung bei der Rekrutierung zusätzlichen Führungspersonals
 - g) Generierung zusätzlichen Wachstums

4.2.2 Unterschiede im Rahmen der Managementunterstützung zwischen CVC- und VC-Gesellschaften

In diesem Kapitel soll thematisiert werden, welche Vorteile eine Partnerschaft mit einer CVC-Gesellschaft oder -Einheit und dessen MU gegenüber einer Partnerschaft mit einer unabhängigen VC-Gesellschaft für ein junges, innovatives Unternehmen haben kann.

Im Rahmen der Zielstellungen von jungen Unternehmen⁵⁹⁶, die sich um eine CVC-Finanzierung bewerben, wurden bereits die unterschiedlichen Interessen der potentiellen PU von CVC- oder VC-Gesellschaften thematisiert. Aufbauend auf die monetären und nicht-monetären Leistungen des Investors sollen nun mögliche Unterstützungsmodelle dargelegt werden und die tatsächliche Unterstützungsleistung von CVC- und VC-Gesellschaften bzw. dem MU der CVC-Gesellschaft in diesen Bereichen verglichen werden.

Die Unterscheidung der verschiedenen Zielstellungen aus Kap. 2.2.2 ist jedoch nicht überschneidungsfrei und wurde daher für die eigene Untersuchung angepasst. Hier wurde auf für die Befragten, die PU, greifbarere Termini zurückgegriffen, um eine sinnvolle und richtige Beantwortung der einzelnen Fragen sicherzustellen.

⁵⁹⁶ Vgl. Kap. 2.2.2. Hier wurden finanzielle, marktorientierte, einkaufsorientierte, technologische, marketingorientierte, wachstumsorientierte, produktionsorientierte, personalorientierte, strategieorientierte und managementorientierte Erwägungen als mögliche Zielstellungen von potentiellen PU im Rahmen einer Partnerschaft mit einer CVC- bzw. VC-Gesellschaft unterschieden.

Deswegen wurde (1) in eine Unterstützung im finanziellen Bereich, als die eigentliche Kernkompetenz von Beteiligungskapitalgesellschaften, (2) in eine strategieorientierte Unterstützung, in den Bereichen Know-how-Transfer, Branchenexpertise, Marktzugang, Zugang zu Lieferanten und Mitarbeit im Aufsichtsrat, sowie (3) in eine operative Unterstützung in den Bereichen Marketing/Vertrieb, Produktion und Controlling, im administrativen Bereich, im Rahmen der Infrastrukturbereitstellung sowie im Personalbereich, unterschieden.⁵⁹⁷

Die Unterscheidung der Unterstützungsleistungen von Beteiligungskapitalgesellschaften in den finanziellen, den strategieorientierten sowie den operativen Bereich orientiert sich dabei stark an anderen wissenschaftlichen und praxisorientierten Studien.⁵⁹⁸ Durch die Unterscheidung in diese Bereiche wird die Vergleichbarkeit der vorliegenden Studie zu weiteren Studien erleichtert.

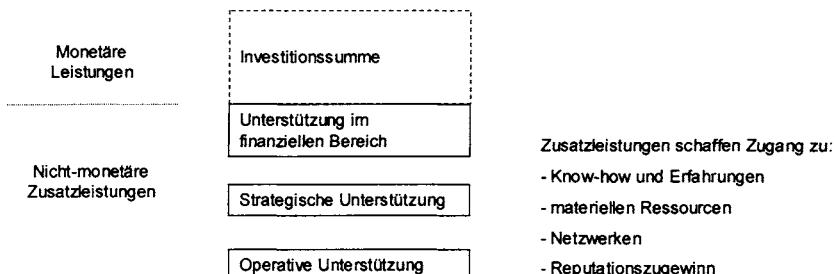


Abb. 4-1: Operationalisierung der nicht-monetären Zusatzleistungen

Quelle: Eigene Darstellung

Die Unterstützung im finanziellen Bereich gehört zur Kernkompetenz von VC-Gesellschaften. Durch ihre oftmals breite Vernetzung im Markt steht den PU dieser Gesellschaften,⁵⁹⁹ eine gute Zusammenarbeit mit dem Investor vorausgesetzt, ebenfalls ein Zugang zu diesem Netzwerk aus potentiellen Partnern im Finanzbereich zur Verfügung. Im Gegensatz zu CVC-Investoren, die oftmals auch strategische Ziele verfolgen,⁶⁰⁰ konzentrieren sich die VC-Gesellschaften i. d. R. auf die Erreichung der finanziellen Ziele. Daneben haben CVC-Gesellschaften, von Ausnahmen abgesehen,

⁵⁹⁷ Vgl. Abb. 4.1. Zur Unterscheidung von strategischer und operativer Unterstützung vgl. die Ausführungen auf den folgenden Seiten.

⁵⁹⁸ Vgl. hierzu u. a. Barney et al. (1996), S. 260 ff., BertelsmannValley (Hrsg.) (2001), S. 77 ff., Gorman/Sahlman (1989), S. 237, MacMillan et al. (1988), S. 32 ff. und Schefczyk (2004), S. 242 ff.

⁵⁹⁹ Vgl. Maula/Murray (2001), o. S.

⁶⁰⁰ Vgl. hierzu die Ausführungen in Kap. 2.2.1.

eine geringe Erfahrung in der Anbahnung von Investments⁶⁰¹ und agieren daher oftmals als Co-Investor im Rahmen von Syndikaten.⁶⁰² Die VC-Gesellschaften sind hingegen in vielen Fällen Lead-Investor in solchen Syndikaten und haben damit die Hauptverantwortung für die Bewertung und den Beteiligungsabschluss mit dem jungen Unternehmen sowie die finanzielle Führung des Syndikates zu tragen. Daraus ergibt sich:

H₂: PU schätzen die Unterstützung durch eine VC-Gesellschaft beim Zugang zu weiteren Finanzierungsquellen signifikant besser ein als PU von CVC-Gesellschaften.

Neben der Unterstützung im finanziellen Bereich werden die PU ggf. auch bei strategischen Fragestellungen beraten und im operativen Bereich unterstützt. Dabei soll die Unterstützung im strategischen Bereich hauptsächlich auf eine Beratung der PU abzielen. Hierzu zählt u. a. die Mitarbeit im Aufsichtsrat bzw. Board des PU⁶⁰³ sowie die Vermittlung von Branchenerfahrungen und die Unterstützung beim Marktzugang. Die Unterstützung im operativen Bereich zielt dabei hauptsächlich auf eine Unterstützung bei der Umsetzung von Maßnahmen ab, sie geht also deutlich über die „reine“ Beratung hinaus. Hierzu kann also u. a. die Unterstützung beim Aufbau eines Controllingsystems oder die Bereitstellung von materiellen Ressourcen zählen. Bei der Unterstützung beim Marktzugang wird allerdings deutlich, dass hier sowohl eine Unterstützung durch den Investor vorhandenes Wissen, das eher strategisch orientiert ist, als auch eine Unterstützung beim Aufbau eines Marketingsystems mithilfe von Experten aus dem MU, die operativ orientiert ist, stattfinden kann.

Speziell die operative Unterstützung der PU durch einen CVC- bzw. VC-Geber wird oftmals sehr kontrovers diskutiert, da die PU ihre eigene „Identität“ schaffen sollten und die Befürchtung besteht, dass sie durch eine zu breite Unterstützung ggf. abhängig von dieser Unterstützung werden könnten. Ein weiterer kritischer Punkt in Bezug auf die operative Unterstützung der PU ist der für den Investor relativ hohe Ressourcenaufwand, der durch eine solche Unterstützung, speziell in frühen Finanzierungsphasen, entsteht. Des Weiteren wird aber auch geäußert, dass gerade die operative Unterstützung eine Möglichkeit zur Differenzierung der CVC-Gesellschaften darstellt.

⁶⁰¹ Vgl. Schween (1996), S. 190 und Sykes (1990), S. 45.

⁶⁰² Vgl. LeClair et al. (2000), S. 31 ff., Maula (2001), S. 179.

⁶⁰³ Schefczyk nimmt die Gremienarbeit aus der Beratung im engeren Sinne heraus, da VCG in den Gremien meist Informations- und Kontrollaktivitäten nachgehen, die hauptsächlich zur Verhinderung von Misserfolgen beitragen können, und daher den Erfolg der PU nicht systematisch erhöhen können. Vgl. Schefczyk (2004), S. 242 f. und die dort zitierten Literaturquellen.

ten und ihrer MU von den Angeboten unabhängiger VC-Gesellschaften darstellen kann.⁶⁰⁴

Betrachtet man den hier genannten Ressourcenaufwand im Rahmen des ressourcenorientierten Ansatzes, so können strategische und operative Unterstützungsleistungen auch nach ihrer Zugehörigkeit zu materiellen bzw. immateriellen Gütern auf der einen Seite und der Ressource Wissen auf der anderen Seite der jeweiligen Kategorie zugeordnet werden.⁶⁰⁵ Von strategischer Unterstützung kann dabei ausgegangen werden, falls hauptsächlich ein Transfer der Ressource Wissen zwischen dem CVC-Geber und dem PU erfolgt. Erfolgt hingegen neben einem Wissenstransfer auch eine Unterstützung des Unternehmens mit materiellen⁶⁰⁶ oder immateriellen⁶⁰⁷ Ressourcen, so kann von einer operativen Unterstützung ausgegangen werden.

Eine häufig im Rahmen der strategischen Unterstützung genannte Managementunterstützungsleistung ist die aktive Mitarbeit des Beteiligungskapitalgebers in Gremien bzw. im Aufsichtsrat des jungen Unternehmens.⁶⁰⁸ Besonders VC-Investoren beschränken jedoch ihre Unterstützung für die PU teilweise auf die Gremienarbeit. *Wupperfeld* ermittelte in seiner Untersuchung als Gründe für diese Beschränkung zum einen die Begrenztheit der personellen Ressourcen sowie zum anderen gewisse Know-how-Defizite auf Seiten der VC-Gesellschaft.⁶⁰⁹ Für viele VC-Gesellschaften dient die Gremienarbeit gar nur zur Wahrnehmung ihrer Informations- und Kontrollpflichten.⁶¹⁰ CVC-Gesellschaften, die oftmals strategisch ausgerichtet sind, verzichten hingegen in einigen Fällen auf eine aktive Mitwirkung im Board, um Interessens-

⁶⁰⁴ Vgl. BertelsmannValley (Hrsg.) (2001), S. 77 f.

⁶⁰⁵ Vgl. hierzu die Ausführungen in Kap. 3.2.

⁶⁰⁶ Eine Unterstützung mit materiellen Ressourcen kann im Rahmen einer MU-CVC-PU-Beziehung u. a. eine Bereitstellung von Infrastruktur oder die Bereitstellung von Unternehmensfunktionen des MU für das PU sein.

⁶⁰⁷ Eine Unterstützung mit immateriellen Ressourcen kann im Rahmen einer MU-CVC-PU-Beziehung u. a. eine Unterstützung bei der Implementierung von Unternehmensprozessen sein.

⁶⁰⁸ Vgl. MacMillan et al. (1988), S. 32 ff., Rosenstein (1988), S. 167 und Sapienza et al. (1996), S. 454.

Daneben nutzen Beteiligungskapitalgeber ihren Sitz im Aufsichtsrat oder Board auch, um bei der Entscheidung über wichtige Aktivitäten des PU involviert zu sein. Daher können Beteiligungskapitalgesellschaften neben der Unterstützungsfunction auch eine Kontrollfunktion durch die Mitarbeit im Board/Aufsichtsrat wahrnehmen.

⁶⁰⁹ Vgl. Wupperfeld (1994), S. 115 ff.

⁶¹⁰ Rosenstein et al. zeigen, dass die Performance eines PU durch die Unterstützung im Rahmen der Gremienarbeit nur von sehr erfahrenen VCG, verglichen mit anderen Gremienvertretern, positiv beeinflusst wird. Vgl. Rosenstein et al. (1993), S. 108 ff.

konflikte mit dem PU zu verhindern, und nehmen stattdessen eine „Beobachterposition“ im Board ein.⁶¹¹

Hieraus ergibt sich:

- H₃: Die Präsenz von VC-Gesellschaften im Beirat/Aufsichtsrat ihres PU ist signifikant größer als die Präsenz von CVC-Gesellschaften in diesen Gremien.

V. a. bei technologieorientierten Unternehmensgründungen fehlt den Gründern oftmals die notwendige unternehmerische und kaufmännische Erfahrung,⁶¹² weshalb in diesem Bereich ein starker Unterstützungsbedarf durch den Investor entstehen kann. Diese Defizite können im PU ggf. durch eine strategische oder gar operative Beratungsunterstützung⁶¹³ oder aber durch eine Unterstützung bei der Anwerbung neuer Schlüsselpersonen im Rahmen des Gründer- bzw. Unternehmerteams verringert werden.⁶¹⁴ Die Unterstützung bei der Identifikation und Anwerbung solcher wichtiger Mitarbeiter ist dabei eine wichtige Aufgabe des Investors, da hierdurch erkannte Defizite im Managementteam verringert oder bereinigt werden können. VC-Gesellschaften arbeiten bei dieser Aktivität teilweise im Rahmen von Allianzen mit Personalberatungsagenturen oder Headhuntern zusammen.⁶¹⁵ CVC-Gesellschaften haben jedoch ein breiteres unternehmensinternes Netzwerk aus potentiell geeigneten Kandidaten im MU. Oftmals liegt es jedoch sicherlich nicht im Interesse des MU, gute

⁶¹¹ Vgl. Cooper et al. (2001), S. 20. CVCG versuchen durch einen Verzicht auf eine aktive Boardteilnahme Interessenskonflikte, wie etwa die Angst des PU vor dem Zugang zu und v. a. dem „Herausnehmen“ von technologischen Ideen, zu vermindern

⁶¹² Vgl. Kulicke (1993), S. 32 ff. und Roberts (1991), S. 53 ff.

⁶¹³ Vgl. u. a. Wupperfeld (1994), S. 115 ff.

⁶¹⁴ Vgl. Maula/Murray (2001), o. S., Gorman/Sahlman (1989), S. 237 und Rosenstein et al. (1993), S. 105 f. Rosenstein et al. beschränkten sich in ihrer Studie bei der Untersuchung der Rekrutierung auf das Anwerben bzw. Ersetzen des CEO (Chief Executive Officer = Vorstandsvorsitzender).

Vgl. auch Gorman/Sahlman (1989), S. 240. Teilweise forcieren VCG auch eine Neubesetzung des Postens des Vorstandsvorsitzenden bzw. des Geschäftsführers durch einen externen Manager, falls sich die Geschäftsentwicklung nicht positiv entwickelt. Dann werden sie auch bei dessen Rekrutierung aktiv. Vgl. Rosenstein et al. (1993), S. 165 ff.

⁶¹⁵ Vgl. Maula/Murray (2001), o. S.

Eine Vermittlung von geeignetem Führungspersonal kann des Weiteren auch zu einer Verringerung des Unterstützungsbedarfs durch den Beteiligungskapitalgeber führen.

Mitarbeiter aus dem eigenen Unternehmen ziehen zu lassen.⁶¹⁶ Aufgrund der breiten externen Netzwerke der VCG und der möglicherweise bei CVCG und deren MU auftretenden Interessenskonflikte bei der internen Mitarbeiterrekrutierung ergibt sich:

- H₄: PU schätzen die Unterstützung durch eine VC-Gesellschaft beim Zugang zu Führungspersonal signifikant besser ein als PU von CVC-Gesellschaften.

Neben der Unterstützung des PU durch eine Mitarbeit im Board bzw. im Aufsichtsrat des Unternehmens oder bei der Rekrutierung von Führungskräften kann die investierende CVC- bzw. VC-Gesellschaft das PU auch mit weiteren strategisch orientierten Unterstützungsleistungen zur Seite stehen. Hierzu zählen die Unterstützung mit strategischem Know-how und die Vermittlung von Branchenkenntnissen.

Die Vermittlung von strategischem Wissen⁶¹⁷ kann dabei über eine Menge von Sektoren oder Quellen erfolgen. Hinsichtlich der Sektoren lassen sich z. B. betriebswirtschaftliche Bereiche und technische Bereiche unterscheiden. Bei den Quellen kann die Vermittlung strategischen Wissens direkt über die VC- bzw. CVC-Gesellschaften⁶¹⁸ erfolgen oder aber durch Mitarbeiter des MU der CVC-Gesellschaft bzw. durch externe, vom Kapitalgeber angeworbene Experten. VC-Gesellschaften verfügen dabei oftmals über ein breiteres unternehmensexternes Netzwerk als CVCG⁶¹⁹, wohingegen CVCG durch das Vorhandensein des MU eine breite Basis für die Vermittlung von strategischem Know-how verfügen⁶²⁰. Des Weiteren dürfte es vielen Managern von Großunternehmen schwer fallen, sich in die Situation eines jungen Unterneh-

⁶¹⁶ Hier muss sicherlich zwischen einer Ausgründung von Mitarbeitern aus dem MU und der Rekrutierung von Mitarbeitern des MU durch ein CVC-finanziertes PU unterschieden werden. Wohingegen es im Falle einer Ausgründung im Interesse des MU liegen kann, dass die Mitarbeiter nicht völlig den Einflussbereich des MU verlassen, liegt es im zweiten Falle wohl eher im Interesse des MU, den Mitarbeiter im eigenen Unternehmen zu behalten.

⁶¹⁷ Der Terminus „Vermittlung strategischen Wissens“ ist sehr breit angelegt. Darunter wird hauptsächlich die Weitergabe von Erfahrungswissen durch interne und externe Experten in allen für das PU relevanten Unternehmensfeldern verstanden. Es sollen also hierdurch gewisse Defizite im strategischen Bereich des PU verringert werden.

⁶¹⁸ Die Vermittlung strategischen Wissens werden häufig als wichtige Aktivitäten von VCG genannt. Vgl. u. a. Barney et al. (1996), S. 265 f. und Brinkrolf (2002), S. 141.

⁶¹⁹ Vgl. Maula/Murray (2001), o. S.

⁶²⁰ CVCG verfügen zwar potentiell über ein großes Netzwerk durch das Vorhandensein des MU. Das tatsächliche Vorhandensein dieser Kontakte und die Möglichkeit der Nutzung dieser Kontakte hängen allerdings sehr stark von den in der CVCG und im MU agierenden Personen ab. Vgl. BertelsmannValley (Hrsg.) (2001), S. 81 f.

Viele CVC-Programme zeichnen sich durch eine fehlende Institutionalisierung der Kontaktvermittlung zwischen Mitarbeitern im MU und dem PU aus.

mens zu versetzen. Hier bestehen sicherlich Vorteile im Rahmen einer Unterstützung der PU durch die VC- bzw. CVC-Gesellschaften selbst sowie durch externe Dienstleister, die sich ständig mit jungen Unternehmen beschäftigen und dadurch auch deren Situation und Probleme besser einschätzen können. Eine Art der Vermittlung strategischen Wissens ist bei VC- bzw. CVC-Finanzierungen die Mitarbeit in Grenzen, in denen VC-Gesellschaften stärker vertreten sind.⁶²¹ Hieraus folgt:

H₅: PU schätzen die Unterstützung durch eine VC-Gesellschaft beim Zugang zu strategischem Know-how signifikant besser ein als PU von CVC-Gesellschaften.

Neben der sehr breit angelegten Unterstützung im Rahmen der Vermittlung strategischen Wissens wurden in der vorliegenden Untersuchung drei wichtige Unterstützungsgebiete für die zukünftige Unternehmensentwicklung des PU betrachtet. Dies sind die Branchenexpertise, der Marktzugang und der Zugang zu Lieferanten.

Im Rahmen der Branchenexpertise können PU von ihrem VC-Partner durch die Versorgung mit Informationen aus dem Branchenumfeld profitieren. VC-Gesellschaften erarbeiten sich ein spezifisches Branchenwissen teilweise durch die Spezialisierung auf einen Bereich oder eine Branche⁶²², wie z. B. die Auflegung eines auf die Biotechnologie spezialisierten Fonds. CVC-Gesellschaften und deren MU, v. a. solche Gesellschaften mit strategischen Zielstellungen⁶²³, engagieren sich dagegen oftmals in der eigenen bzw. einer verwandten Branche⁶²⁴, um strategische Vorteile, wie etwa einen Einblick in neue Technologien, nutzen zu können. Dadurch können sie natürlich auch bei der Unterstützung der PU auf eine breite Erfahrung im Branchenumfeld, sowohl auf technischer als auch betriebswirtschaftlicher Ebene, zurückgreifen. Die häufige Kontaktaufnahme mit erfahrenen Mitarbeitern des MU kann sich durch die hohe Belastung dieses Mitarbeiters jedoch teilweise auch schwierig gestalten. Das Vorhandensein des MU und die oftmals als größer anzunehmende Branchenerfahrung des MU sprechen allerdings eher für eine bessere Unterstützung durch einen CVC-Investor als durch einen VC-Investor.

⁶²¹ Vgl. Maula/Murray (2001), o. S. und Rosenstein (1988), S. 167.

⁶²² Eine solche Fokussierung erfolgt allerdings auch bei CVC-Gesellschaften.

⁶²³ Vgl. Kap. 2.2.1.

⁶²⁴ Zu den Vorteilen und dem Erfolgszusammenhang von Investition von CVC-Gesellschaften in PU, bei denen eine strategische Beziehung besteht, vgl. Gompers/Lerner (1998), S. 3 ff. Eine solche strategische Beziehung kann z. B. durch eine strategische Allianz, bei dem das PU Zulieferer des MU ist, erfolgen. Diese Allianzen treten dabei oftmals zwischen Unternehmen auf, die sich in derselben bzw. einer nahegelegenen Branche befinden.

Daher ergibt sich:

- H₆: PU schätzen die Unterstützung durch eine CVC-Gesellschaft bei der Vermittlung von Branchenexpertise signifikant besser ein als PU von VC-Gesellschaften.

Betrachtet man die Wertschöpfungskette eines jungen Unternehmens, so ist das Unternehmen i. d. R. auf Lieferanten von Vorprodukten und v. a. auf Kunden bzw. den Absatzmarkt angewiesen. Speziell beim Zugang zu Kunden und Lieferanten spielen die Beziehung des MU der CVC-Gesellschaft oder -Einheit und die Reputation des MU eine wichtige Rolle.⁶²⁵ Während VC-Gesellschaften durch ihr breites Netzwerk in der Lage sind, Kontakte zu initiieren, können CVC-Gesellschaften und deren MU auf ihre meist internationale Reputation am Markt bauen und hierdurch Türen für die PU öffnen und mögliche Geschäftsbeziehungen anbahnen.⁶²⁶ Ganz besonders hilfreich kann der CVC-Investor für das PU sein, wenn er als Lead-Kunde auftritt. PU stehen teilweise vor dem Problem, dass kein Unternehmen als erster Nutzer einer neuen Technologie oder eines neuen Produktes auftreten möchte. Hierbei kann der CVC-Investor als Lead-Kunde dem Markt signalisieren, dass das Produkt oder die Technologie an einen großen Kunden „verkaufbar“ ist. Dem PU bringt dies einen deutlichen Reputationszugewinn und deutlich bessere Chancen beim Akquirieren weiterer Kunden oder Lieferanten.⁶²⁷ Neben dem Reputationseffekt hat der CVC-Geber auch durch seine eigenen Aktivitäten viele Lieferanten- und Kundenkontakte, die sich ggf. vom PU nutzen lassen.⁶²⁸ Hierzu zählen z. B. die Nutzung von Vertriebskanälen, da hierdurch beim PU hohe Kosten und große Risiken vermieden werden können.⁶²⁹

⁶²⁵ Vgl. u. a. McNally (1997), S. 114 ff.

⁶²⁶ Vgl. Maula/Murray (2001), o. S.

⁶²⁷ Vgl. Moore (1995), S. 35 ff.

Dieser Reputationseffekt kann sich im Rahmen der Einführung neuer Technologien noch verstärken, da der CVC-Investor als Insider, Informationsdefizite weniger gut informierter Unternehmen verringern kann und durch seine Investition signalisiert, dass in der vorliegenden Entwicklung ein Potential steckt.

⁶²⁸ Einschränkend muss hier jedoch angemerkt werden, dass der CVC-Investor, das MU, dem PU keine Kundenkontakte anbahnen wird, die seine eigene Marktsituation einschränken oder gar gefährden würden.

Bei der Unterstützung beim Zugang zu Lieferanten haben die PU ggf. die Möglichkeit, an Einkaufsgemeinschaften des MU teilzuhaben oder Vorprodukte von bereits vom MU geprüften Zulieferern zu kaufen. Dies kann oftmals zu Kostenvorteilen und zu einem geringeren organisatorischen Aufwand in diesem Bereich beitragen. Vgl. u. a. BertelsmannValley (Hrsg.) (2001), S. 84 f.

⁶²⁹ Betrachtet man z. B. die Biotechnologie-Branche: Dort entwickeln sehr viele junge Unternehmen bahnbrechende Verfahren oder Substanzen, können jedoch ihre Entwicklungen nicht entsprechend vermarkten. Hierbei unterstützen sie einige große Pharmaunternehmen, welche die entsprechenden Vertriebskanäle besitzen. Vgl. hierzu Duelli/van de Locht (2001); S. 21 ff.

Betrachtet man die Gesamtheit der direkten und indirekten Vorteile der Partnerschaft mit einem CVC-Investor in den beiden angesprochenen Bereichen, so lässt sich folgern:

- H₇: PU schätzen die Unterstützung durch eine CVC-Gesellschaft beim Marktzugang signifikant besser ein als PU von VC-Gesellschaften.
- H₈: PU schätzen die Unterstützung durch eine CVC-Gesellschaft beim Zugang zu Lieferanten signifikant besser ein als PU von VC-Gesellschaften.

Bisher wurden hauptsächlich strategisch orientierten Unterstützungsleistungen beleuchtet. Einige der dabei thematisierten strategisch orientierten Leistungen sind schon sehr nahe an der Umsetzung. Eine über die Wissensvermittlung und Beratung hinausgehende Unterstützung bei der tatsächlichen Umsetzung soll jedoch im Folgenden im Rahmen von operativen Unterstützungsleistungen beleuchtet werden.

In der vorliegenden Untersuchung wurde die operative Managementunterstützung in eine Unterstützung in den drei Unternehmensbereichen Marketing/Vertrieb, Produktion und Controlling sowie in eine Unterstützung im administrativen Bereich und im Rahmen der Bereitstellung von Unternehmensinfrastruktur untergliedert. Ein möglicher Erfolgsbeitrag der operativen Unterstützung von PU wird dabei aufgrund der (1) sehr ressourcenaufwendigen Form der Unterstützung und (2) der möglichen Abhängigkeit des PU von der operativen Unterstützung heftig diskutiert.⁶³⁰ Auf der anderen Seite bietet die Unterstützung im operativen Bereich, gerade bei PU in frühen Entwicklungsphasen, vielfältige Unterstützungspotentiale, welche die Unternehmensgründer entlasten könnten. Speziell CVC-Gesellschaften könnten sich im Rahmen der operativen Unterstützung von PU sehr stark von VC-Gesellschaften differenzieren und hierdurch einen großen Mehrwert für die PU schaffen.⁶³¹ Erfolgen könnten operative Unterstützungsleistungen entweder durch interne Mitarbeiter des Mutterunternehmens oder durch extern verpflichtete Experten. Die Anwerbung externer Experten wird aber aufgrund der hohen Kosten sicherlich nur in ausgewählten Unter-

⁶³⁰ Vgl. Barney et al. (1996), S. 260 ff., BertelsmannValley (Hrsg.) (2001), S. 77 f. und McNally (1996), S. 115.

Teilweise wird von verstärkter Unterstützung der PU im Rahmen von kurzfristigen Krisensituations ausgegangen.

⁶³¹ Vgl. BertelsmannValley (Hrsg.) (2001), S. 77 ff.

nehmenssituationen in Angriff genommen werden.⁶³² Die Nutzung interner Experten aus dem MU verursacht jedoch auch Kosten und kann daher nur in spezifischen Situationen, wie etwa bei erkannten Defiziten in einem Unternehmensbereich, durchgeführt werden.⁶³³ Trotz der hier genannten Einschränkungen kann die operative Unterstützung eines PU zu einer positiven Unternehmensentwicklung beitragen. Durch die operative Unterstützung können die Mitarbeiter des PU auf bereits etablierte Prozesse und Verfahren des MU zurückgreifen und hierdurch mehr Zeit für andere wichtige Aufgabengebiete einsparen. Das MU und die CVC-G haben hierbei auch den Vorteil, dass sie die Prozesse besser einschätzen und dadurch auch die Entwicklung des PU besser kontrollieren können.

Eine operative Unterstützung von PU ist dabei u. a. in den Bereichen Marketing/ Vertrieb, Produktion und Controlling vorstellbar. Im Marketing und Vertriebs-Bereich ist z. B. die Unterstützung bei der Erarbeitung einer Werbestrategie oder eines Vertriebsmodells denkbar. Im Produktions-Bereich kann das PU etwa beim Aufbau einer Fertigungsstrasse unterstützt werden. Die Unterstützung beim Aufbau eines Unternehmenscontrollingsystems wäre z. B. im Bereich Controlling denkbar. Aufgrund der einfacheren Zugriffsmöglichkeit der CVC-Gesellschaft auf im MU beschäftigte Experten wird vermutet:

- H₉: PU schätzen die Unterstützung durch eine CVC-Gesellschaft beim Zugang zu operativem Know-how im Marketing- und Vertriebsbereich signifikant besser ein als PU von VC-Gesellschaften.
- H₁₀: PU schätzen die Unterstützung durch eine CVC-Gesellschaft beim Zugang zu operativem Know-how im Produktionsbereich signifikant besser ein als PU von VC-Gesellschaften.
- H₁₁: PU schätzen die Unterstützung durch eine CVC-Gesellschaft beim Zugang zu operativem Know-how im Controllingbereich signifikant besser ein als PU von VC-Gesellschaften.

Neben der Unterstützung beim Aufbau von Systemen im PU kann auch ggf. auf vorhandene Systeme im MU zurückgegriffen werden. Hier kann z. B. eine administrative

⁶³² Zu diesen speziellen Situationen können z. B. kurzfristige Krisensituationen, die durch ein Defizit in einem spezifischen Unternehmensbereich aufgetreten sind, gehören. Vgl. u. a. McNally (1996), S. 115.

⁶³³ Die operative Unterstützung sollte sich auf jeden Fall auf spezifische Situationen beschränken, damit die Eigenständigkeit des PU nicht eingeschränkt wird.

Unterstützung durch die Nutzung etablierter Prozesse im MU erfolgen.⁶³⁴ Diese Form der operativen Unterstützung wird von VC-Gesellschaften durch das Fehlen eines Großunternehmens als MU wohl kaum in adäquater Form gewährleistet werden können, weshalb nicht verworfen wird:

- H₁₂: PU schätzen die Unterstützung durch eine CVC-Gesellschaft im administrativen Bereich signifikant besser ein als PU von VC-Gesellschaften.

Die Nutzung von Räumlichkeiten oder Ausstattungsgegenständen stellt einen weitere operative Unterstützungsmöglichkeit des PU dar. Speziell in forschungsintensiven Branchen kann die Bereitstellung eines Labors und der entsprechenden Einrichtung ein großer Beitrag zu einer positiven Unternehmensentwicklung sein.⁶³⁵ Befindet sich das MU eines PU in derselben oder einer ähnlichen Branche, so sind ggf. solche Räumlichkeiten bzw. Ausstattungsgegenstände vorhanden und können vom PU genutzt werden.⁶³⁶ Aber auch Unternehmen in weniger forschungsintensiven Branchen können durch die Bereitstellung von Infrastruktur unterstützt werden. Bei CVC-Gesellschaften ist dabei zu vermuten, dass Unterstützungsleistungen im Infrastruktur-Bereich durch die Ausstattung des MU leichter gewährleistet werden können als bei VC-Gesellschaften. Daraus folgt:

- H₁₃: PU schätzen die Unterstützung durch eine CVC-Gesellschaft beim Zugang zu Infrastruktur signifikant besser ein als PU von VC-Gesellschaften.

Im folgenden Kapitel soll nun auf die Erfolgswirkung der Managementunterstützungsleistungen eingegangen werden. Dazu werden zuerst die Möglichkeiten zur Erfolgsmessung bei CVC- bzw. VC-Finanzierungen erläutert.

⁶³⁴ Vgl. BertelsmannValley (Hrsg.) (2001), S. 80. Denkbar ist hierbei u. a. die Nutzung des internen Rechnungswesens des MU durch das PU.

⁶³⁵ Besonders für junge Unternehmen in frühen Entwicklungsphasen, die sich in forschungsintensiven Branchen befinden, ist der finanzielle Aufwand zur Anmietung und Ausstattung eines entsprechenden Labors oftmals viel zu hoch. Vgl. BertelsmannValley (Hrsg.) (2001), S. 79.

⁶³⁶ Bei der Nutzung einer gemeinsamen Laborfläche kann jedoch schnell das Problem der Offenlegung von geheimen Entwicklungsprojekten auftreten. Das Problem kann jedoch durch streng getrennte Laborbereiche vermieden werden.

4.2.3 Erfolgswirkung der Managementunterstützung im Rahmen von CVC- und VC-Investitionen

Im Rahmen des folgenden Kapitels wird die bisherige Unterscheidung zwischen CVC- und VC-Gesellschaften aufgehoben, um eine möglichst große Grundgesamtheit für die Erklärung von Erfolgszusammenhängen zu erhalten. Hierbei sollen bisher in Untersuchungen dargelegte und überprüfte Erfolgszusammenhänge, die sich auf die Unterstützungsleistungen durch den Beteiligungskapitalgeber⁶³⁷ beziehen, anhand des vorliegenden Samples überprüft werden. Liegen Erfolgszusammenhänge vor, so wird des Weiteren überprüft, ob diese Zusammenhänge auf dem Vorhandensein eines Investorentypes basieren. Bevor die Hypothesen zu möglichen Erfolgszusammenhängen aufgestellt werden, wird auf die Grundlagen der Erfolgsmessung im VC-Bereich eingegangen.

4.2.3.1 Grundlagen der Erfolgsmessung

Einige der in Kap. 4.1 dargelegten Studien haben sich u. a. mit der Erfolgsmessung im Venture Capital- bzw. Corporate Venture Capital-Bereich beschäftigt. Dabei können im VC-Bereich i. d. R. keine, bei etablierten Unternehmen, üblichen Erfolgsmaße, wie etwa auf Einzelperioden bezogene Bilanzkennzahlen, erhoben werden. Hier wird oftmals auf Markterfolgskennzahlen, Wachstumsmaße oder auch relative Einschätzungen der Beteiligten zurückgegriffen.⁶³⁸ Schefczyk hat in einer breit angelegten Literaturanalyse multivariat korrelativer Untersuchungen sieben Gruppen von Erfolgsmaßen identifiziert:⁶³⁹

- (1) Jahresabschlusskennzahlen (z. B. Gesamt- und Eigenkapitalrentabilität)
- (2) Markterfolgsindikatoren (z. B. Marktanteil)
- (3) Wachstumsmaße (z. B. Umsatzwachstum)
- (4) Beteiligungsrentabilitätsmaße (z. B. die Kapitalverzinsung aus Sicht der VCG, Internal Rate of Return)

⁶³⁷ Im folgenden wird der Begriff Beteiligungskapitalgeber verwendet, der sowohl die VCG als auch die CVCG und deren MU einschließt.

⁶³⁸ Vgl. Schefczyk (2004), S. 182.

⁶³⁹ Vgl. Schefczyk (2004), S. 182 f. und S. 187 ff. Schefczyk weist auch darauf hin, dass es sich bei diesen Erfolgsmaßen um Ex-Post-Maße, also sich primär auf den Zeitraum nach der Beteiligungsprüfung beziehende Erfolgsmaße, handelt, und die von ihm gebildeten Gruppen nicht vollständig überschneidungsfrei sind.

- (5) Hybridmaße (z. B. das Marktwert/Buchwert-Verhältnis)
- (6) Subjektive Erfolgskriterien (z. B. Einschätzung der Renditeentwicklung im Vergleich zum Businessplan)
- (7) Insolvenzvermeidung als absolutes Kriterium

Vergleicht man die im Rahmen dieses Abschnittes vorgestellten Arbeiten, so fällt auf, dass sich die Arbeiten, die sich mit einer Erfolgsmessung beschäftigen, oftmals qualitative Maße zur Erfolgsmessung einsetzen.⁶⁴⁰ Untersuchungen, die quantitative Erfolgsmaße verwenden, nutzen häufig die Internal Rate of Return (IRR), die sich für den Fall noch bestehender Investments als sehr gutes Instrument zur Messung bei VC-Finanzierungen erwiesen hat.⁶⁴¹ Im Falle von Investments, bei denen bereits ein Ausstieg, i. d. R. beim Exit über eine Börse, initiiert wurde, wird oftmals die Erstnotizrendite oder der Marktwert bei der Erstemission als Erfolgsmaß verwendet.⁶⁴²

Quantitative bzw. objektive Maße zur Erfolgsmessung sind dabei qualitativen bzw. subjektiven Maßen vorzuziehen. Sollten jedoch keine objektiven Maße zu erhalten sein, so können subjektive Maße als Ergänzung sinnvoll sein, da zum einen subjektive Erfolgsmaße, die durch eine Befragung von internen Quellen erhoben wurden, sehr gute Schätzungen abgeben können⁶⁴³ und diese subjektiven Maße zum anderen auch eine Kongruenz mit objektiven Maßen haben können⁶⁴⁴.

Im Rahmen der vorliegenden Arbeit wurden daher sowohl objektive als auch subjektive Erfolgsmaße abgefragt.⁶⁴⁵ Die objektiven Erfolgsmaße wurden allerdings von den befragten Unternehmen nicht in ausreichendem Maße angegeben, weshalb im Rahmen der Erfolgsmessung auf die subjektiven Maße zurückgegriffen werden muss.⁶⁴⁶ Zur Erhebung der subjektiven Erfolgsmaße wurde eine fünfstufige Skala verwendet. Diese erscheint im Rahmen dieser Untersuchung sinnvoller als eine Skala mit gerader Stufenzahl, da die erwartete Performance i. d. R. vorab zwischen VCG und PU im Rahmen des Businessplanes festgeschrieben wurde und da in der vorlie-

⁶⁴⁰ Vgl. u. a. Brinkrolf (2002) oder Gompers/Lerner (1998). Eine Ausnahme hiervon bildet u. a. Schefczyk, der neben einigen qualitativen Maßen auch das quantitative Maß Internal Rate of Return (IRR) berücksichtigte. Vgl. u. a. Schefczyk (2004), S. 358 ff.

⁶⁴¹ Vgl. u. a. die Untersuchungen von Keeley/Roure (1990) oder Schefczyk (2004).

⁶⁴² Vgl. u. a. Gompers (1996) oder Stuart et al. (1999).

⁶⁴³ Brush/Vanderwerf haben mehrere Informationsquellen für Erfolgsmaße verglichen und kamen zu dem Schluß, dass die PU-Manager und die involvierten VC-Gesellschaften die verlässlichsten Schätzungen abgeben können. Vgl. Brush/Vanderwerf (1992), S. 158 ff.

⁶⁴⁴ Chandler/Hanks konnten mit ihrer Untersuchung deutlich machen, dass subjektive Erfolgsseinschätzungen oftmals mit objektiven Kriterien kongruieren. Vgl. Chandler/Hanks (1993), S. 404 f.

⁶⁴⁵ Vgl. hierzu den Fragebogen in Anhang 1.

⁶⁴⁶ Vgl. hierzu die Ausführungen in Kap. 5.

genden Untersuchung keine insolventen Unternehmen aufgenommen wurden, die ggf. eine eigene Kategorie benötigt hätten.⁶⁴⁷

4.2.3.2 Potentielle Erfolgszusammenhänge mit Bezug zu den Managementunterstützungsleistungen

Im Folgenden werden Erfolgszusammenhänge mit einem Bezug zu Managementunterstützungsleistungen, die entweder innerhalb anderer Studien untersucht wurden oder durch die dort dargelegten Untersuchungsergebnisse nahe liegen, überprüft.

Durch die Verwendung von deskriptiven und im Rahmen von Korrelationsanalysen gewonnenen Erkenntnissen wird zwar die Generalisierbarkeit der eigenen Untersuchungsergebnisse eingeschränkt. Um diese Einschränkung jedoch abzumildern, werden bereits im Rahmen anderer Studien untersuchte Erfolgzzusammenhänge untersucht und ggf. mittels der vorliegenden Grundgesamtheit verifiziert.

4.2.3.2.1 Trägerschaft der Gesellschaft

Bevor jedoch auf potentielle Erfolgswirkungen von Managementunterstützungsleistungen eingegangen wird, soll zunächst auf die Abhängigkeit des Erfolges vom Trägertyp eingegangen werden. Hinsichtlich des Trägertyps kann in unabhängige VC-Gesellschaften und CVC-Gesellschaften unterschieden werden.⁶⁴⁸ Betrachtet man die potentiellen Zielstellungen von CVC-Programmen im Gegensatz zu VC-Programmen, so fällt auf, dass im Rahmen von CVC-Investments sowohl strategische als auch finanzielle Ziele bestehen können⁶⁴⁹, wohingegen bei VC-Finanzierungen hauptsächlich finanziell orientierte Zielstellungen vorherrschen⁶⁵⁰. Diese Ziele der Investoren können sich auch in der Entwicklung eines PU wiederspiegeln, wobei speziell strategische Zielstellungen des Investors die positive Entwicklung sowohl

⁶⁴⁷ Vgl. Schefczyk (2004), S. 197 f.

Zu einer Diskussion bzgl. der Verwendung von Skalen mit gerader bzw. ungerader Stufenzahl vgl. Brandstätter (1970), S. 82 f.

⁶⁴⁸ Bzgl. des Trägertyps wird i. d. R. in „independent“ und „captive“ unterschieden. Vgl. hierzu Kap. 2.3.1.

⁶⁴⁹ Vgl. hierzu die Ausführungen in Kap. 2.2.1.

⁶⁵⁰ Vgl. Ruda (1988), S. 95 ff. und Sullivan/Miller (1990), S. 302 ff.

fördern als auch hemmen können.⁶⁵¹ Schefczyk argumentierte in seiner Untersuchung, dass VCG typische Merkmale, wie z. B. die geschlossene Fondsstruktur oder die leistungsabhängige Vergütung, eine höhere Anreizwirkung ausstrahlen als CVCG-typische Merkmale. Hierdurch kam er zu dem Schluss, dass unabhängige VC-Gesellschaften einen höheren Beteiligungserfolg erzielen können als CVC-Gesellschaften. Diese Hypothese konnte er allerdings durch seine Untersuchung nicht verifizieren.⁶⁵² Gompers/Lerner konnten ebenfalls keinen höheren Beteiligungserfolg für CVC- oder für VC-Investments finden. Sie fanden jedoch heraus, dass CVC-Investitionen, bei denen eine strategische Überschneidung zwischen MU und PU besteht, mindestens so erfolgreich wie VC-Investitionen sind.⁶⁵³ Da in der vorliegenden Untersuchung jedoch nicht speziell PU von CVC-Gesellschaften mit einer strategischen Überschneidung zwischen MU und PU befragt wurden, kann die folgende Hypothese aufgestellt werden:

H₁₄: PU von VC-Gesellschaften haben keinen signifikant höheren Erfolg als PU von CVC-Gesellschaften.

4.2.3.2.2 Interaktionshäufigkeit zwischen dem Beteiligungskapitalgeber und dem PU

Die Untersuchung von MacMillan et al. beschäftigte sich sehr stark mit der Frage, ob das Interaktionsniveau einen positiven Einfluss auf den Erfolg der Partnerschaft zwischen VCG und PU hat.⁶⁵⁴ Innerhalb des Samples von MacMillan et al. konnten drei Gruppen unterschieden werden, die sich durch ein unterschiedliches Interaktionsniveau charakterisieren ließen. Zwar konnte bzgl. der einzelnen Gruppen kein signifikant unterschiedlicher Beitrag zum Beteiligungserfolg festgestellt werden, es ließ sich jedoch nachweisen, dass innerhalb jeder Gruppe unterschiedliche Inhalte der Unterstützungsleistungen erfolgsrelevant sind. Bei engen und moderaten VC-PU-Bezie-

⁶⁵¹ Verfolgt der CVC-Investor z. B. das Ziel der Technologiebeobachtung, so kann zum einen für das PU die Gefahr bestehen, dass der Investor Entwicklungen des PU langfristig für sein eigenes Unternehmen nutzen möchte. Zum anderen kann dieses Ziel jedoch auch die Förderung des PU im Rahmen von zusätzlich gewährten Unterstützungsleistungen zur Folge haben, wovon das PU ggf. profitieren kann.

⁶⁵² Vgl. Schefczyk (2004), S. 216 f. und S. 290.

In der vorliegenden Untersuchung kann nur ein bedingter Vergleich mit den bei Schefczyk dargelegten Erfolgzzusammenhängen erfolgen, da in der vorliegenden Untersuchung lediglich die Erfolgsentwicklung auf Seiten der PU, und nicht wie bei Schefczyk der Erfolg des Investments aus Sicht des Beteiligungskapitalgebers, betrachtet wurde.

⁶⁵³ Vgl. Gompers/Lerner (1998), S. 27 ff.

⁶⁵⁴ Vgl. MacMillan et al. (1988), S. 27 ff.

hungen wurde u. a. festgestellt, dass die Unterstützung der VCG bei der Führungs-personalauswahl negativ mit dem Erfolg zusammenhängt. Als Erklärung für diesen überraschenden Zusammenhang führten *MacMillan et al.* an, dass aufgrund der Ein-fügungsbereitschaft in das Geschäftsführungsteam die Identifikation neuer Füh-rungskräfte eher durch die Gründer selbst erfolgen sollte und dass die Unterstützung der VCG in diesem Bereich auf eine hinter den Erwartungen der VCG zurückblei-bende Entwicklung des PU beruht.⁶⁵⁵ Erfolgsversprechende Aspekte der Unterstüt-zung sind nach *MacMillan et al.* jedoch die Beteiligung an Verhandlungen mit Bezug zu Konditionen des Arbeitsvertrages bei engen VC-PU-Beziehungen. Für wenig in-volvierte VCG ergeben sich positive Erfolgswirkungen bei der Unterstützung des Aufbaus von Netzwerken zu Kunden, Lieferanten und anderen Partnern.⁶⁵⁶ Zu einem ähnlichen Ergebnis bzgl. eines Zusammenhangs zwischen Beteiligungserfolg und Interaktionshäufigkeit der VCG mit dem PU kam *Schefczyk* in seiner Untersuchung, was er damit erklärte, dass die Art der Zusammenarbeit erfolgskritisch ist und dass die Erfolgswirkung der Art der Zusammenarbeit lediglich durch die Zusammenar-beitshäufigkeit moderiert wird.⁶⁵⁷ Weitere Untersuchungen zu Erfolgswirkungen der Interaktionsintensität und -häufigkeit fanden jedoch, im Gegensatz zu *MacMillan et al.* und *Schefczyk*, einen positiven Zusammenhang zwischen Interaktionshäufigkeit und Erfolg.⁶⁵⁸ Dem von *Schefczyk* angesprochenen Problem der Unterscheidung zwischen Interaktionsintensität und -qualität,⁶⁵⁹ welches in den Studien von *MacMil-lan et al.* und *Sapienza* nicht differenziert betrachtet wurde, wird im Rahmen der ei-genen Untersuchung durch die Erfassung der Häufigkeit der Kontaktaufnahme auf der einen Seite und der Einschätzung der tatsächlichen Unterstützungsqualität⁶⁶⁰ auf der anderen Seite Rechnung getragen. Aufbauend auf die vorhergehenden Ausfüh-rungen zur Interaktionshäufigkeit wird folgende Hypothese aufgestellt:

H₁₅: Die Häufigkeit der Kontaktaufnahme des Beteiligungskapitalgebers⁶⁶¹ mit dem PU trägt positiv zum Erfolg bei.

⁶⁵⁵ Diesen Befund nahm auch *Schefczyk* als Ansatz, um den Zusammenhang zwischen der Perfor-mance des PU und der Managerfluktuation bzw. des Einflusses der VCG auf diese Fluktuation zu untersuchen. Er fand dabei einen Zusammenhang zwischen einem geringen Erfolg des Invest-ments und der Managerfluktuation. Ein Einfluss der VCG auf diesen geringen Erfolg konnte al-lerdings nur in seiner ersten von zwei Befragungen nachgewiesen werden. Vgl. *Schefczyk* (2004), S. 245 f. und S. 338 ff.

⁶⁵⁶ Vgl. *MacMillan et al.* (1988), S. 27 ff.

⁶⁵⁷ Vgl. *Schefczyk* (2004), S. 352.

⁶⁵⁸ Vgl. *Sapienza/Timmons* (1989), S. 252 f. und *Sapienza* (1992), S. 20 ff.

⁶⁵⁹ Vgl. *Schefczyk* (2004), S. 246.

⁶⁶⁰ Vgl. hierzu die Ausführungen auf den folgenden Seiten.

⁶⁶¹ Als Beteiligungskapitalgeber werden hier und im Rahmen der folgenden Hypothesen die VCG sowie die CVCV und deren MU betrachtet.

4.2.3.2.3 Interaktionsqualität zwischen dem Beteiligungskapitalgeber und dem PU

Neben der Häufigkeit der Kontaktaufnahme spielt v. a. die qualitative Ausprägung der Interaktion zwischen PU und Beteiligungskapitalgeber eine wichtige Rolle, die schon im vorherigen Absatz kurz angesprochen wurde. Aufbauend auf den Ansatz von *MacMillan et al.*⁶⁶² werden mittels einer vorgesetzten Clusteranalyse Gruppen mit unterschiedlichen qualitativen Ausprägungen der Unterstützungsleistungen gebildet. Darauf aufbauend soll der Zusammenhang zwischen den einzelnen Gruppen und dem Beteiligungserfolg geprüft werden. Interessant ist hierbei auch die Anzahl der auftretenden Cluster und die jeweilige Ausprägung der Unterstützung in diesen Gruppen.

Im Gegensatz zur Kontakthäufigkeit kann aufbauend auf die Ausführungen im Kapitel 4.2.3.2.2 nicht verworfen werden, dass sich diese Effekte bei der qualitativen Ausprägung der Interaktion⁶⁶³ zwischen PU und Beteiligungskapitalgeber mindestens so (stark) positiv auswirken. Dies ergibt sich aus der Hereinnahme einer qualitativen Einschätzung der Unterstützungsleistungen im Gegensatz zur rein quantitativen Anzahl der Kontakte zwischen PU und Beteiligungskapitalgeber.

Daher wird gefolgert:

- H₁₆: Die qualitative Ausprägung bzw. die Güte der Unterstützungsleistungen des Beteiligungskapitalgebers⁶⁶⁴ trägt positiv zum Erfolg des PU bei.

⁶⁶² Vgl. *MacMillan et al.* (1988), S. 27 ff. Im Unterschied zum Ansatz von *MacMillan et al.* wird jedoch keine Faktorenanalyse bzgl. der einzelnen Arten der Unterstützungsleistungen vorgenommen. Es werden allerdings die einzelnen Arten der Unterstützungsleistungen in Bezug zur gewählten Operationalisierungsebene (vgl. Abb. 4-1) untersucht.

⁶⁶³ Die qualitative Ausprägung der Unterstützungsleistungen des Beteiligungskapitalgebers für das PU soll im folgenden als Interaktionsqualität bezeichnet werden.

⁶⁶⁴ Die Güte bzw. die Ausprägung der Unterstützungsleistungen des Beteiligungskapitalgebers wurde von den PU auf einer fünfstufigen Skala bewertet.

4.2.4 Zusammenfassung der Hypothesen

Zusammenfassend wurden, aufbauend auf die Literaturanalyse, 14 Hypothesen zu erwarteten Zusammenhängen und 3 Hypothesen zu Erfolgswirkungen aufgestellt, die in den Tabellen 4-2, 4-3 und 4-4 dargestellt werden.

Hypothesen	VCG betreffende Variable	Erwarteter Zusammenhang	CVCG betreffende Variable
H _{1a}	Erwartungen an finanzielle Erwägungen von PU an VCG	>	Erwartungen an finanzielle Erwägungen von PU an CVCG
H _{1b}	Erwartungen an nicht-finanzielle Zusatzleistungen von PU an VCG	<	Erwartungen an nicht-finanzielle Zusatzleistungen von PU an CVCG

Tab. 4-2: Literaturgestützte Hypothesen zu Unterschieden in den Erwartungen von CVC- bzw. VC-finanzierten PU

Quelle: Eigene Darstellung:

Hypothesen	VCG betreffende Variable	Erwarteter Zusammenhang	CVCG betreffende Variable
H ₂	Unterstützung durch eine VCG beim Zugang zu weiteren Finanzierungsquellen	>	Unterstützung durch eine CVCG beim Zugang zu weiteren Finanzierungsquellen
H ₃	Präsenz von VCG im Beirat/Aufsichtsrat ihres PU	>	Präsenz von CVCG im Beirat/Aufsichtsrat ihres PU
H ₄	Unterstützung durch eine VCG beim Zugang zu Führungspersonal	>	Unterstützung durch eine CVCG beim Zugang zu Führungspersonal
H ₅	Unterstützung durch eine VCG beim Zugang zu strategischem Know-how	>	Unterstützung durch eine CVCG beim Zugang zu strategischem Know-how
H ₆	Unterstützung durch eine VCG bei der Vermittlung von Branchenexpertise	<	Unterstützung durch eine CVCG bei der Vermittlung von Branchen-expertise
H ₇	Unterstützung durch eine VCG beim Marktzugang	<	Unterstützung durch eine CVCG beim Marktzugang
H ₈	Unterstützung durch eine VCG beim Zugang zu Lieferanten	<	Unterstützung durch eine CVCG beim Zugang zu Lieferanten
H ₉	Unterstützung durch eine VCG beim Zugang zu operativem Know-how im Marketing- und Vertriebsbereich	<	Unterstützung durch eine CVCG beim Zugang zu operativem Know-how im Marketing- und Vertriebsbereich
H ₁₀	Unterstützung durch eine VCG beim Zugang zu operativem Know-how im Produktionsbereich	<	Unterstützung durch eine CVCG beim Zugang zu operativem Know-how im Produktionsbereich
H ₁₁	Unterstützung durch eine VCG beim Zugang zu operativem Know-how im Controllingbereich	<	Unterstützung durch eine CVCG beim Zugang zu operativem Know-how im Controllingbereich
H ₁₂	Unterstützung durch eine VCG im administrativen Bereich	<	Unterstützung durch eine CVCG im administrativen Bereich
H ₁₃	Unterstützung durch eine VCG beim Zugang zu Infrastruktur	<	Unterstützung durch eine CVCG beim Zugang zu Infrastruktur

Tab. 4-3: Literaturgestützte Hypothesen zu Unterschieden in den tatsächlichen Ausprägungen der Unterstützungsleistungen von CVC- bzw. VC-finanzierten PU

Quelle: Eigene Darstellung:

Für die Hypothesen zu Zusammenhängen wurde die in Tab. 4-2 und 4-3 gewählte Darstellungsform gewählt, um die erwarteten Unterschiede in den Erwartungen zu sowie den tatsächlichen Ausprägungen der Unterstützungsleistungen bzgl. der beiden Investorentypen CVCG und VCG darzustellen. Dabei stellt der Investorentyp die unabhängige Variable und die verschiedenen Erwartungen bzw. Arten der Unterstützungsleistungen die abhängige Variable dar.

Zusätzlich zur Analyse der Zusammenhänge sind in Tab. 4-4 drei Hypothesen zur erwarteten Erfolgswirkung von Unterstützungsleistungen dargestellt. Eine positive erwartete Erfolgswirkung bedeutet dabei, dass eine höhere Ausprägung der entspre-

chenden Variablen mit einer höher eingeschätzten Entwicklung im Vergleich zur Planung im Businessplan einhergeht.

Hypothese	Unabhängige Variable	Erwartete Erfolgswirkung
H ₁₄	Typ der Beteiligungskapitalgesellschaft (VCG oder CVCG)	=
H ₁₅	Häufigkeit der Kontaktaufnahme des Beteiligungskapitalgeber	+
H ₁₆	Qualitative Ausprägung der Unterstützungsleistungen des Beteiligungskapitalgeber	+

Tab. 4-4: Literaturgestützte Hypothesen zur Erfolgswirkung

Quelle: Eigene Darstellung:

5 Empirische Untersuchung

5.1 Datenerhebung und Stichprobe der eigenen Untersuchung

Im Folgenden wird auf die Datenerhebung der eigenen Stichprobe eingegangen. Dabei werden das Erhebungsdesign, das Erhebungsinstrument, das Untersuchungsobjekt, der Aufbau des Fragebogens, das Vorgehen bei der Datenerhebung und die Charakteristika der Stichprobe beleuchtet.

5.1.1 Erhebungsdesign und -instrument

Zur Untersuchung der Erwartungen und Ausprägungen von nicht-finanziellen Unterstützungsleistungen von CVC- bzw. VC-Gesellschaften kommen verschiedene methodische Ansätze in Betracht. Zum einen kann bzgl. des Untersuchungsobjektes entweder eine Befragung der Beteiligungskapitalgeber, der CVC- bzw. VC-Gesellschaften, oder eine Befragung der Beteiligungskapitalnehmer, der PU, erfolgen. Die Befragung beider Gruppen kann gewisse Vor- und Nachteile mit sich bringen. So kann bei der Befragung von Beteiligungskapitalgebern eine zu positive Einschätzung der eigenen Managementunterstützungsleistungen erfolgen. Dieses Problem der subjektiven Wahrnehmung kann ebenfalls bei den PU auftreten. Nach der Analyse der bisherigen Untersuchungen in diesem Forschungsbereich sowie der Abwägung von Vor- und Nachteilen der Befragung der einen oder der anderen Gruppe wurde entschieden, die Untersuchung mit den Beteiligungskapitalnehmern durchzuführen.

Als Untersuchungsmethode wurde eine schriftliche Befragung der PU von CVCG und VCG mit Hilfe eines standardisierten Fragebogens gewählt. Die Gründe für die Wahl dieser Untersuchungsmethode⁶⁶⁵ sind dabei, dass (1) diese Methode im Bereich der multivariat korrelativen Forschung zu VC-Finanzierungen in vielen Untersuchungen angewandt wird, dass (2) zu den hier abgefragten Variablen kaum veröffentlichte

⁶⁶⁵ Vgl. Schefczyk (2004), S. 249 f.

Informationen vorliegen⁶⁶⁶ und dass (3) die abgefragten Informationen ggf. beim Be-arbeiter des Bogens nicht ad-hoc vorhanden sind, sondern erst nachgeschaut werden müssen. Die Fragen wurden dabei beinahe ausschließlich in einer geschlosse-nen Form gestellt, damit eine sinnvolle empirische Auswertbarkeit gewährleistet wer-den konnte. Dafür wurden die Antwortmöglichkeiten sehr genau an den vorhandenen Literaturquellen ausgerichtet, was auch durch die Ausführungen in Kap. 2 und Kap. 4 deutlich gemacht wurde.

Des Weiteren war die Zusicherung einer vertraulichen Behandlung der Daten und die Anonymisierung der Daten eine wichtige Voraussetzung für die Befragten, da hier teilweise unternehmenskritische Daten abgefragt wurden. Daher wurde den Befrag-ten die Rücksendung des Fragebogens in anonymisierter Form ermöglicht und es wurde auf die ausschließliche Nutzung der Daten für das vorliegende Forschungs-projekt an der Technischen Universität Dresden verwiesen.

5.1.2 Eingrenzung des Untersuchungsobjektes

Nach der Auswahl der PU von CVC- und VC-Gesellschaften als Untersuchungsob-jekt wurde deutlich, dass sich der Umfang und die Qualität der Unterstützungsleis-tungen der Beteiligungskapitalgeber je nach der Ausprägung bestimmter Einflussfak-toren unterscheiden. Daneben mussten forschungsspezifische Restriktionen, wie etwa die Gefahr des zu geringen Rücklaufes, um statistische Verfahren sinnvoll an-wenden zu können, oder die Begrenzung der Anzahl der versandten Fragebogen, beachtet werden. Daneben muss auch darauf hingewiesen werden, dass nicht jeder mögliche Einflussfaktor empirisch untersucht werden kann, da dies zu einem Frage-bogen führen könnte, der von den Befragten aufgrund des Umfanges nicht mehr ausgefüllt werden würde. Daher wurden vor der Durchführung der Untersuchung die Untersuchungsobjekte eingegrenzt. Diese Einschränkungen führen zwar auf der ei-nen Seite zu einer Einschränkung der Verallgemeinerbarkeit der gefundenen Er-kenntnisse auf den gesamten Beteiligungskapitalmarkt. Sie tragen allerdings auf der

⁶⁶⁶ Eine Analyse von Sekundärdaten ist in diesem Forschungsbereich sehr schwierig möglich, da für Deutschland kaum Sekundärdaten für diesen Bereich vorliegen und die Fokussierung auf nicht-finanzielle Unterstützungsleistungen dieses Manko noch verstärkt. Selbst in den USA konnte im Rahmen der Forschung zu Managementunterstützungsleistungen bisher kaum auf Sekundärda-ten zurückgegriffen werden, obwohl hier mehrere Datenbanken im VC-Bereich existieren. Vgl. hierzu u. a. die Datenbanken Venture Economics, VentureXpert, PWC MoneyTree mit Bezug zum VC-Markt.

anderen Seite zu einer genaueren Aussagemöglichkeit für die untersuchte Zielgruppe im Rahmen dieser Untersuchung bei.

Die in dieser Untersuchung gewählten Einschränkungen bzw. Eingrenzungen sind:

(1) *Art des Beteiligungskapitalgebers des PU*

Die Beteiligungskapitalgeber wurden, wie schon in den vorherigen Ausführungen dargelegt, zum einen in *Corporate Venture Capital-Gesellschaften* und zum anderen in *Venture Capital-Gesellschaften*, unterteilt. Dabei wurde nicht ausgeschlossen, dass sich auch eine oder mehrere VCG an einer Investition in ein PU neben einer CVCG beteiligt haben. Durch die Wahl der Fragen wurde in diesem Fall versucht, die Antworten der befragten Personen in den PU auf die Qualität und Ausprägung der Unterstützungsleistungen auf den Beitrag der beteiligten CVCG zu fokussieren.⁶⁶⁷ Daneben sollte festgehalten werden, dass bei 80% der befragten CVC-finanzierten bzw. mitfinanzierten PU die CVCG der Leadinvestor⁶⁶⁸ war.⁶⁶⁹

(2) *Finanzierungs- und Lebenszyklusphase des PU*

Junge, innovative Unternehmen werden in unterschiedlichen Entwicklungsphasen mit Beteiligungskapital finanziert.⁶⁷⁰ Mit Bezug auf die Managementunterstützung werden v. a. PU, die sich in einer früheren Entwicklungsphase befinden, stärker unterstützt bzw. haben einen größeren Unterstützungsbedarf als PU in späteren Entwicklungsphasen.⁶⁷¹ Für die hier vorliegende Untersuchung wurde daher auf die Managementunterstützung von PU in frühen Phasen abgezielt. Daher wurden lediglich PU untersucht, die sich zum Zeitpunkt des Erstinvestments in der *Seed-, Startup- oder Expansionsphase* befunden haben. Daneben wurden auch lediglich Unternehmen für die Befragung berücksichtigt, die zwischen *Januar 1998 und Januar 2002 ihre erste Finanzierungsrunde* hatten. Die Eingrenzung auf Januar 1998 wurde vorgenommen, da sich ab dem Jahre 1996 die Anzahl der Markteintritt von CVC-

⁶⁶⁷ Vgl. hierzu Teil C des Fragebogens in Anhang 1.

⁶⁶⁸ Als Leadinvestor wird bei der Investition von zwei oder mehr Beteiligungskapitalgesellschaften in ein PU diejenige Gesellschaft bezeichnet, die das Konsortium bei der Beteiligungsprüfung und im Beteiligungsprozess führt.

⁶⁶⁹ Der Leadinvestor ist hauptsächlich für die Betreuung verantwortlich. Vgl. Sapienza/Amason (1993), S. 44. Im Rahmen einer Syndizierung zwischen einer VCG und einer CVCG, in der die VCG Leadinvestor ist, kann allerdings auch vermutet werden, dass die CVCG aufgrund ihres einfacheren Zugangs zu Ressourcen im MU in die Betreuung mit einbezogen wird. Diese Annahme sollte besonders bei PU zutreffen, die in einem ähnlichen Bereich bzw. einer ähnlichen Branche agieren.

⁶⁷⁰ Vgl. hierzu die Ausführungen in Kap. 2.3.1.

⁶⁷¹ Vgl. Gorman/Sahlman (1989), S. 235 f., Sapienza (1992), S. 18 ff. und Wupperfeld (1994), S. 115 ff.

Gesellschaften stark erhöhte und diese hierdurch ab 1998 ggf. über eine gewisse Erfahrung mit dem Instrument Venture Capital verfügten und der Aufbau von Netzwerken mit dem MU bei einigen Gesellschaften bereits institutionalisiert werden konnte. Die Eingrenzung auf Januar 2002 als Endzeitpunkt für die erste Finanzierungsrounde der PU wurde gewählt, um sicherzustellen, dass bereits einige Erfahrungen im Umgang mit dem oder den Beteiligungskapitalgebern zum Untersuchungszeitpunkt im Mai/Juni 2002 bei den befragten PU vorhanden waren.

(3) Standort des Unternehmens

Schließlich wurden lediglich Unternehmen in der Untersuchung befragt, die ihren *Sitz in Deutschland* haben. Zum einen weist Deutschland einen großen Beteiligungskapitalmarkt, speziell in den frühen Phasen, im europäischen Vergleich auf.⁶⁷² Zum anderen haben andere Länder oftmals unterschiedliche Rahmenbedingungen, was möglicherweise zu einer Verzerrung der Ergebnisse beitragen könnte.

Eine weitere mögliche Einschränkung könnte in der unterschiedlichen Branchenzugehörigkeit der PU liegen, da die Unternehmen je nach Branche verschiedene Bedürfnisse in Bezug auf die Betreuungs- und Unterstützungsleistungen haben. Die Branchenzugehörigkeit wurde allerdings im Rahmen der vorliegenden Untersuchung nicht explizit eingeschränkt. Allerdings wird im weiteren Verlauf der Untersuchung, insbesonders in Kap. 5.1.5, auf die Branchenzugehörigkeit der befragten Unternehmen eingegangen.

5.1.3 Aufbau des Fragebogens

Der in der Untersuchung verwendete Fragebogen besteht aus acht Seiten im Format A4. Diese Seiten wurden auf zwei hellgrüne A3-Bogen vorne und hinten gedruckt, der schließlich in der Mitte gefalzt wurde. Zu jedem Fragebogen wurde ein weißer Anleitungsbummel im Format A3, der aus drei A4-Seiten besteht, beigelegt. Der Anleitungsbummel wurde als Cover für den Fragebogen verwendet. Zusätzlich war ein A4-Blatt mit der Möglichkeit zur Anforderung einer Ergebniszusammenfassung und ein freigemachtes A4-Kuvert zur kostenfreien Rücksendung des Fragebogens beigelegt. Dem gesamten Dokument wurde ein Anschreiben, das sich an den Vorstandsvorsitzenden bzw. den Geschäftsführer des jeweiligen Unternehmens richtete, vorange-

⁶⁷² Vgl. hierzu Kap. 2.3.1.

stellt. Der achtseitige Fragebogen, das Anschreiben sowie der dreiseitige Anleitungsbogen sind dieser Arbeit im Anhang 1 beigefügt.

Die erste Seite des Anleitungsbogens zierten das Logo der Technischen Universität Dresden sowie der Schriftzug des SAP-Stiftungslehrstuhls für technologieorientierte Existenzgründung und Innovationsmanagement.⁶⁷³ Darunter folgte der Titel der Untersuchung. Des Weiteren wurden hier die Ziele, die mit dieser Untersuchung verfolgt werden, sowie die Notwendigkeit der Befragung von PU in diesem Bereich kurz dargelegt. Schließlich wurden die verwendeten Abkürzungen CVCG, VCG und PU mit Hilfe von Beispielen erläutert. Um die Rücklaufquote zu erhöhen, wurden den Befragten eine vertrauliche Behandlung der Daten, die Möglichkeit der anonymen Rücksendung des Fragebogens sowie der Erhalt einer Ergebniszusammenfassung⁶⁷⁴ als Dankeschön für die Mitarbeit zugesichert.

Auf der zweiten Seite des Anleitungsbogens befanden sich allgemeine Bearbeitungshinweise zum Umgang mit dem Fragebogen sowie zur beispielhaften Ausprägung der verwendeten fünfstufigen Antwortskala. Auf der dritten Seite des Anleitungsbogens wurde schließlich auf die Berechnung des Discounted Cash-flow-Maßes (DCF) eingegangen. Eine Tabelle zur Angabe des Free Cash-flows, die bei fehlenden DCF-Werten ausgefüllt werden sollte, schloss sich am Ende des Anleitungsbogens an.

Der Fragebogen wurde in neun Teilbereiche, die mit den Buchstaben A bis I gekennzeichnet wurden, aufgeteilt. Von diesen neun Teilbereichen sollten die Befragten acht Teile beantworten. Teil C sollte lediglich von CVC-finanzierten bzw. CVC-mitfinanzierten Unternehmen ausgefüllt werden, Teil D lediglich von VC-finanzierten Unternehmen. Die einzelnen Teilbereiche beinhalten Fragen zu:

- A Angaben zum Unternehmen
- B Angaben zur Gründungsfinanzierung
- C Angaben zur Unterstützung durch eine CVC-Gesellschaft bzw. deren MU
- D Angaben zur Unterstützung durch eine VC-Gesellschaft
- E Angaben zur Beteiligungsprüfung (Due Diligence)

⁶⁷³ Der Lehrstuhl trägt nach einer Umwidmung im Wintersemester 2002/03 die Bezeichnung SAP-Stiftungslehrstuhl für Entrepreneurship und Innovation.

⁶⁷⁴ Die Ergebniszusammenfassung konnte sowohl per Brief als auch per Email angefordert werden. Des weiteren konnte die schriftliche Anforderung sowohl der Fragebogenrücksendung beigefügt als auch separat per Brief getätigter werden.

- F Angaben zum Erfahrungshintergrund des Gründerteams bzw. der jetzigen Geschäftsführung
- G Angaben zur Unternehmensentwicklung
- H Angaben zur Rentabilität des Unternehmens
- I Angaben zur weiteren Planung

Die Teile C bzw. D bildeten den Hauptteil der Befragung, da in ihnen die Erwartungen und tatsächlichen Ausprägungen der nicht-finanziellen Unterstützungsleistungen des PU an den Beteiligungskapitalgeber dargelegt wurden. Mit den Teilen G und H wurden die Erfolgsmaße erhoben, wobei leider der Teilbereich H nur von einer Minderheit der Befragten ausgefüllt wurde, was allerdings im weiteren Verlauf dieses Kapitels noch thematisiert werden soll. Auf die einzelnen Variablen wird ebenfalls bei deren Verwendung im Rahmen des Kap. 5.2 eingegangen.

Der Fragebogen wurde auf der Basis vorliegender Untersuchungen⁶⁷⁵ gestaltet und den eigenen Forschungszielen angepasst. Dabei wurde neben den wissenschaftlichen Erfordernissen auch auf eine praxisgerechte Ausgestaltung des Erhebungsinstrumentes geachtet, da es sich bei den befragten Personen um Unternehmensgründer und Geschäftsführer von jungen Unternehmen handelt. Diese praxisgerechte Ausgestaltung zeigt sich u. a. durch die Einschränkung der Fragenanzahl und der Beantwortungszeit auf einen praxistauglichen Umfang sowie durch die geringe Verwendung von Fachbegriffen, die bei einigen Befragten ggf. Unklarheiten hätten auferufen können. Hierdurch wurde angestrebt, die Teilnahmebereitschaft der befragten Unternehmen zu erhöhen.

Vor der Versendung des Fragebogens wurde das Erhebungsinstrument einem Pretest unterzogen, bei dem der Fragebogen auf Verständlichkeit und Vollständigkeit in Bezug auf die Zielstellung der Arbeit überprüft wurde. An diesem Pretest nahmen vier Vertreter von Unternehmen teil. Zwei davon waren Geschäftsführer von Portfoliounternehmen einer CVC- bzw. VC-Gesellschaft, zwei waren Geschäftsführer von VC-Gesellschaften. Neben kleinen Anmerkungen wurde der Fragebogen von diesem Personenkreis als für die Untersuchung sehr gut geeignet eingestuft. Die hauptsächlich formalen Anmerkungen wurden vor der endgültigen Versendung des Fragebogens eingearbeitet.

⁶⁷⁵ Vgl. hierzu die Untersuchungen in Tab. 4-1.

5.1.4 Vorgehen bei der Datenerhebung

Bevor der Fragebogen versendet werden konnte, mussten zuerst die zum Untersuchungsbereich gehörenden Portfoliounternehmen von CVC- und VC-Gesellschaften ausgemacht werden. Hierzu wurden (1) die Internetseiten der deutschen CVC-Gesellschaften, (2) die Datenbank VentureXpert von Thomson Financial⁶⁷⁶ sowie (3) weitere Internetquellen⁶⁷⁷ nach PU durchsucht. Bei der Suche der PU fand eine Konzentration auf die CVC-finanzierten PU statt, da Informationen über VC-finanzierte Unternehmen deutlich einfacher zu erhalten waren.⁶⁷⁸ Nach einer zwei Monate andauernden Analyse zu Beginn des Jahres 2002 konnten schließlich 245 PU mit Sitz in Deutschland, die von mindestens einer CVC-Gesellschaft finanziert wurden, aufgefunden werden. Diese Anzahl stellt nach Ansicht des Verfassers einen sehr hohen Anteil an der Gesamtheit der insgesamt vorhandenen CVC-finanzierten PU in Deutschland dar.⁶⁷⁹ Als Vergleichssample wurden aus der VentureXpert-Datenbank mittels zufälliger Auswahl 267 PU in Deutschland, die von mindestens einer VC-Gesellschaft und keiner CVC-Gesellschaft finanziert wurden, ausgewählt. Alle befragten Unternehmungen sind in Anhang 2 alphabetisch geordnet aufgeführt.

Der Fragebogen wurde schließlich im Mai 2002 an die 512 ausgewählten PU von CVC- und VC-Gesellschaften in Deutschland versendet. Er wurde jeweils an einen Geschäftsführer bzw. Vorstand des Unternehmens, in den meisten Fällen dem Vorsitzenden der Geschäftsführung bzw. dem Vorstandsvorsitzenden zugesandt. Aus acht telefonischen Rückmeldungen von Unternehmen, die den Fragebogen ausgefüllt haben, kann abgeleitet werden, dass der Fragebogen tatsächlich von dem ange-

⁶⁷⁶ Für die Datenbank VentureXpert bestand ein von Thomson Financial gesponsorter Zugang für die Dauer eines halben Jahres. Für den deutschen Raum fanden sich hier jedoch nur rund 80 PU von CVC-Gesellschaften, obwohl Schätzungen zufolge von 200 bis 300 PU, die durch CVCG finanziert wurden, ausgegangen werden konnte.

Die VentureXpert-Datenbank ist über das Internet unter www.venturexpert.com (Login erforderlich) erreichbar. Der Schwerpunkt, d. h. die größte Datensetze, liegt bei dieser Datenbank auf dem US-amerikanischen Markt, wobei seit dem Jahre 1997 auch viele Daten zu VC-Investments (VC-, CVC-Gesellschaften, PU) für den europäischen Raum gesammelt wurden.

⁶⁷⁷ Zu den weiteren verwendeten Quellen zählen z. B. Internetseiten wie etwa Tornado-insider.com oder Informationen aus einschlägigen Magazinen, wie z. B. Venture Capital.

⁶⁷⁸ Die Daten der VC-finanzierten PU stammen zu 100% aus der Datenbank von Thomson Financial. Sie wurden jedoch vor deren Verwendung durch Recherche auf den Firmenseiten im Internet sowie über weitere Quellen (u. a. Hoppenstedt-Datenbank) auf ihre Richtigkeit überprüft.

⁶⁷⁹ Vgl. hierzu u. a. die Anzahl der aktiven CVC-Gesellschaften in Deutschland in Abb. 2-6 sowie die historische Entwicklung der CVC-Finanzierung in Deutschland im Kap. 2.1.2.2. In der Datenbank von Thomson Financial, die als umfangreichste Sammlung in diesem Bereich gelten kann, waren für den deutschen Raum zu diesem Zeitpunkt weniger als 100 CVC-finanzierte PU abgespeichert.

schriebenen Personenkreis direkt ausgefüllt wurde. In sieben dieser acht Fälle erkundigte sich der direkt angeschriebene Vorstand bzw. Geschäftsführer zum Fragebogen bzw. zur Möglichkeit des Erhaltes einer Ergebniszusammenfassung. Hierbei wurde jeweils die Frage, ob der entsprechende Gründer bzw. Geschäftsführer den Fragebogen persönlich bearbeitet hat, bejaht. Daraus kann geschlossen werden, dass die zurückgesandten Fragebogen in den meisten Fällen von dem angeschriebenen Personenkreis persönlich ausgefüllt wurden, was die Qualität der erhobenen Daten bestätigt.

Als Rücksendefrist wurde der 25.06.2002 auf dem zum Fragebogen gehörenden Anschreiben angegeben. Diese rund sechswöchige Frist zur Bearbeitung wurde zum einen gewählt, um den Befragten eine genügende Zeitdauer für das Beantworten des Fragebogens zu gewähren. Zum anderen sollte die Frist auch nicht zu lange gewählt sein, um die Zurückstellung der Bearbeitung dadurch möglichst nicht zu fördern. Vier Wochen nach dem Versand des Fragebogens wurden die angeschriebenen Unternehmensvertreter, die bis dahin nicht geantwortet hatten⁶⁸⁰, mittels einer Email nochmals auf die Untersuchung hingewiesen und um eine Beantwortung gebeten.⁶⁸¹ Dieser Email waren der Anleitungsbogen sowie der Fragebogen als elektronisches Formular-Dokument im Adobe Acrobat-Format beigefügt. Nach Ablauf der Rücksendefrist waren bereits 70 beantwortete Fragebogen⁶⁸² eingetroffen. Zusätzlich kamen zu fünf befragten Unternehmen Antwortschreiben von deren Insolvenzverwaltern, mit dem Hinweis auf eine bestehende Insolvenz des jeweiligen Unternehmens. Da vor allem der Rücklauf der CVC-finanzierten Unternehmen zu wünschen übrig ließ, wurde dieser Teil der Grundgesamtheit in der Nachfassaktion besonders angesprochen. Im Rahmen dieser Nachfassaktion wurden die Geschäftsführer bzw. Vorstände der CVC-finanzierten Unternehmen, die bis dahin nicht reagiert hatten, Anfang Juli 2002 angerufen und nochmals auf das laufende Forschungsprojekt aufmerksam gemacht. Dabei erklärten sich acht Personen bereit an der Untersuchung teilzunehmen, wovon schließlich sechs einen ausgefüllten Fragebogen zurücksendeten. Dadurch ergab sich ein Rücklauf von insgesamt 76 PU, die sich auf 30 CVC-finanzierte und 46 VC-

⁶⁸⁰ Die firmenbezogene Beantwortung des Fragebogens konnte durch die Einsendung der Anforderung einer Ergebniszusammenfassung nachvollzogen werden. 85% der PU, die geantwortet haben, haben eine Ergebniszusammenfassung angefordert.

⁶⁸¹ Die Email-Adressen der befragten Personen wurde ebenfalls zu den Anschriftdaten der PU erhoben. Für rund 80% der Befragten war dabei eine persönliche Email-Adresse vorhanden.

⁶⁸² Diese 70 Fragebogen setzten sich aus 46 beantworteten Bogen von VC-finanzierten und 24 Bogen von CVC-finanzierten Unternehmen zusammen.

finanzierte Unternehmen verteilte. Dies entspricht einer Rücklaufquote von 14,84%.⁶⁸³

Von den 76 zurückgesendeten konnten 75 Fragebogen für die empirische Untersuchung verwendet werden. Ein PU befand sich nach eigener Aussage in der Turnaround-Phase, es fand also eine Neuausrichtung des Unternehmens statt. Da dieses Unternehmen zusätzlich noch über einen mehr als zehnmal so hohen Umsatz im Jahre 2001 als das Unternehmen mit dem zweitgrößten Umsatz verfügte, wurde dieses Unternehmen nicht in die weitere empirische Untersuchung einbezogen. Daher verblieben für die empirische Auswertung des Datenmaterials 75 PU, wovon 30 CVC-finanziert und 45 VC-finanziert sind.

	Gesamtanzahl	Anzahl CVC-finanzierte PU	Anzahl VC-finanzierte PU
Versendete Fragebogen	512 (100%)	245 (100%)	267 (100%)
Ausgefüllte Fragebogen (Rücklauf)	76 (14,8%)	30 (12,2%)	46 (17,2%)
Für empirische Untersuchung verwendete Fragebogen (Stichprobengröße)	75 (14,6%)	30 (12,2%)	45 (16,9%)

Tab. 5-1: Überblick zum Rücklauf im Rahmen der eigenen Erhebung

Quelle: Eigene Darstellung.

Vergleicht man diese Stichprobengröße mit anderen europäischen und amerikanischen Untersuchungen⁶⁸⁴, so wird deutlich, dass die Anzahl der PU in einer vergleichbaren Größenordnung zu den bisherigen Untersuchungen in diesem Bereich liegt. Speziell im deutschsprachigen Raum wurde bisher keine Untersuchung mit einer ähnlichen Anzahl an CVC-finanzierten PU erreicht.

⁶⁸³ Diese Rücklaufquote von rund 15% kann als dem Forschungsdesign und der Art der Befragung gerecht werdende Größe bezeichnet werden. Im Vergleich hierzu haben z. B. bei Schefczyk 19% der befragten VC-Gesellschaften (Studie 2002/03) geantwortet. Vgl. Schefczyk (2004), S.262.

⁶⁸⁴ Vgl. Tab. 4-1.

5.1.5 Charakteristika der eigenen Stichprobe

Die Frage, inwieweit der Datensatz der eigenen Stichprobe die Grundgesamtheit zum Zeitpunkt der Untersuchung abbildet, kann nur sehr schwer beantwortet werden. Da es sich bei der vorliegenden Untersuchung um eine Querschnittsanalyse handelt, kann diese nicht als intertemporal generalisierbar gelten. Ein Vergleich der Stichprobe mit der Verbandsstatistik des Bundesverbandes deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften e. V.⁶⁸⁵ kann zwar vorgenommen werden, die Ergebnisse müssen allerdings aufgrund der Befragung der PU der Beteiligungskapitalgeber⁶⁸⁶ und einer fehlenden Unterscheidung in die Segmente des Beteiligungskapitalmarktes nach CVCG und VCG⁶⁸⁷ sehr vorsichtig interpretiert werden.

Finanzierungsphase	Gesamtanzahl			
	Beobachtet	Erwartet ^a	CVC-finanzierte PU	VC-finanzierte PU
Seed	35 (46,7%)	7 (9,8%)	12 (40%)	23 (51,2%)
Startup	23 (30,7%)	31 (41,5%)	12 (40%)	11 (24,4%)
Expansion	17 (22,7%)	37 (48,7%)	6 (20%)	11 (24,4%)
Summe	75 (100%)	75 (100%)	30 (100%)	45 (100%)

Tab. 5-2: Finanzierungsphasen der PU der eigenen Stichprobe

Quelle: Eigene Darstellung bzw. BVK e. V. (Hrsg.) (2002), S. 62.

Anm.: a) Um Schwankungen über die Jahre auszugleichen, wurde die Anzahl der PU laut BVK-Statistik für die Jahre 1998 bis 2001 und die drei betrachteten Finanzierungsphasen aggregiert.

Der Vergleich der eigenen Stichprobe zur nach der BVK-Statistik erwarteten Verteilung der PU auf die verschiedenen Finanzierungsphasen macht deutlich, dass sich

⁶⁸⁵ Vgl. BVK e. V. (Hrsg.) (2002), S. 63 f.

⁶⁸⁶ Im Gegensatz zur BVK-Statistik, in der die Daten von den Beteiligungskapitalgebern erhoben wurden.

⁶⁸⁷ Eine gesonderte Erfassung für CVC-finanzierte PU wurde erstmals im Jahre 2001 vom BVK vorgenommen. Für die Jahre vor 2001 steht jedoch keine gesonderte Erfassung zur Verfügung. Vgl. BVK e. V. (Hrsg.) (2002), S. 50 ff.

die befragten PU in einer im Vergleich zur BVK-Statistik mehrheitlich früheren Finanzierungs- und Entwicklungsphase befanden.⁶⁸⁸ Als Hauptgründe für die dem vorliegenden Datensatz zugrundeliegende Verteilung im Vergleich zur Verteilung im Rahmen der BVK-Statistik kann die unterschiedliche Einschätzung der PU zu ihrer tatsächlichen Entwicklungsphase⁶⁸⁹ sowie die verwendete Operationalisierung für die einzelnen Entwicklungsphasen im Fragebogen⁶⁹⁰ als wahrscheinlich angesehen werden. Ein weiterer Grund für die hier vorliegende Verteilung kann in der Ausrichtung der Frage B2 auf die erste Finanzierungsrunde liegen, da in der BVK-Statistik neben Erstinvestments auch Folgeinvestments erfasst werden, wodurch sich die Anzahl und der Prozentsatz der Investments in späteren Entwicklungs- und Finanzierungsphasen tendenziell erhöht.

Betrachtet man jedoch die Verteilung der Entwicklungsphasen in Bezug auf den Typ des Beteiligungskapitalgebers, so fällt auf, dass eine Übereinstimmung der Anteile an den Finanzierungsphasen zwischen CVC- und VC-finanzierten PU auftritt. Dies ist besonders für die Vergleichbarkeit der beiden Teile der Grundgesamtheit innerhalb der vorliegenden Untersuchung wichtig, da die Intensität der Managementunterstützung in späteren Entwicklungsphasen abnimmt.⁶⁹¹

Die Verteilung der Branchen kann aufgrund der hier verwendeten Operationalisierung nicht direkt mit der BVK-Statistik verglichen werden, da in der BVK-Statistik teilweise eine andere Kategorisierung vorgenommen wird.⁶⁹² Im Rahmen der Klassifizierung von PU im Rahmen der VC-Finanzierung hat sich bisher international keine einheitliche Systematisierung⁶⁹³ ergeben, weshalb ein direkter Vergleich der hier erhobenen Daten mit der BVK-Statistik nicht vorgenommen wird. Das Klassifizierungsproblem drückt sich dabei u. a. durch die zum einen branchenabhängige Erfassung

⁶⁸⁸ Vgl. hierzu Tab. 5-2.

⁶⁸⁹ Die BVK-Statistik wird durch Informationen der Beteiligungskapitalnehmer erhoben, wohingegen im Rahmen der eigenen Untersuchung die Beteiligungskapitalnehmer befragt wurden.

⁶⁹⁰ Vgl. Frage B2 im Fragebogen in Anhang 1. Hier wurde die Entwicklungsphase aus Sicht der Entwicklung des PU dargestellt. So werden i. d. R. PU, die ihr Produkt zur Marktreife entwickelt haben und es an den Markt bringen möchten, in die Startup-Phase eingeordnet.

⁶⁹¹ Vgl. Gorman/Sahlman (1989), S. 235 f., Sapienza (1992), S. 18 ff. und Wupperfeld (1994), S. 115 ff.

Einschränkend sollte hier jedoch erwähnt werden, dass lediglich Unternehmen befragt wurden, die sich in den früheren Entwicklungsphasen (Seed, Startup und Expansion) befinden. PU, die sich in späteren Phasen (u. a. Bridge oder Turnaround) befinden, waren nicht Teil der Untersuchung.

⁶⁹² Vgl. u. a. BVK e. V. (Hrsg.) (2002), S. 16.

⁶⁹³ Vgl. hierzu z. B. die unterschiedliche Kategorisierung in Bezug auf die Branche des PU beim BVK und der NVCA. Vgl. BVK e. V. (Hrsg.) (2002) und NVCA (Hrsg.) (2002).

der Unternehmen und der zum anderen branchenunabhängigen Erfassung in Internet- und E-Commerce-Unternehmen aus. Betrachtet man jedoch die prozentuale Verteilung der PU im Rahmen der eigenen Erhebung, so ist anzunehmen, dass sowohl PU, die in die Kategorie Biotechnologie, als auch PU, die in die Kategorie Kommunikation, Telekommunikation eingeordnet werden, im Vergleich zur Verteilung im Rahmen der BVK-Statistik überrepräsentiert sind.⁶⁹⁴

Branchencluster	Gesamtanzahl	CVC-finanzierte PU	VC-finanzierte PU
Kommunikation, Telekommunikation (inkl. Internet und Medien)	34 (45,3%)	15 (50,0%)	19 (42,2%)
Computer (Hardware/Software)	19 (25,3%)	10 (33,3%)	9 (20,0%)
Biotechnologie	15 (20,0%)	3 (10,0%)	12 (26,7%)
Industrielle Produkte und Dienstleistungen	2 (2,7%)	0	2 (4,4%)
Finanzielle Dienstleistungen	2 (2,7%)	1 (3,3%)	1 (2,2%)
Sonstige	3 (4,0%)	1 (3,3%)	2 (4,4%)
Summe	75 (100%)	30 (100%)	45 (100%)

Tab. 5-3: Branchencluster der PU der eigenen Stichprobe
Quelle: Eigene Darstellung.

Vergleicht man die Branchenverteilung zwischen den beiden Teilbereichen CVC- und VC-finanzierte PU der eigenen Erhebung, so fällt zum einen die deutliche Überrepräsentierung von VC-finanzierten PU im Vergleich zu CVC-finanzierten PU in der Biotechnologie-Branche auf. Bei nicht eindeutigen Ergebnissen im Verlauf der weiteren Untersuchung sollte dabei vor allem der Einfluss der PU in der Biotechnologie-Branche genauer betrachtet werden, da diese PU einige Besonderheiten aufwei-

⁶⁹⁴ Vgl. Tab. 5-3 und BVK e. V. (Hrsg.) (2002), S. 54 und S. 64. Im Rahmen der erstmals für 2001 zur Verfügung stehenden Teilstatistik für CVC-finanzierte PU kann die Verteilung im Rahmen der eigenen Untersuchung als tendenziell ähnlich bezeichnet werden.

sen.⁶⁹⁵ Zum anderen sind die CVC-finanzierten PU der Branche Computer (Hardware/Software) im Vergleich zu den VC-finanzierten PU überrepräsentiert. Diese unterschiedliche Verteilung sollte jedoch keine große Auswirkung auf die Ergebnisse im weiteren Untersuchungsverlauf haben.

Zusammenfassend kann festgehalten werden, dass sich die Daten der eigenen Stichprobe in Bezug auf die Verteilung der Finanzierungsphasen vom Gesamtmarkt unterscheiden. Bezüglich der Branchenverteilung der eigenen Stichprobe konnte aufgrund einer nicht eindeutig zu vergleichenden Kategorisierung kein hinreichender Vergleich zum Gesamtmarkt vorgenommen werden. Allerdings ergeben sich in Bezug zum Gesamtmarkt und hinsichtlich der Vergleichbarkeit der CVC- und der VC-finanzierten PU nach Ansicht des Verfassers keine Gründe für generelle Zweifel an der Ähnlichkeit der eigenen Datengrundlage im Vergleich zum Gesamtmarkt für CVC- und VC-Finanzierungen in den Phasen Seed, Startup und Expansion.

⁶⁹⁵ Diese Besonderheiten sind u. a. dem oftmals hohen zeitlichen und finanziellen Entwicklungsaufwand geschuldet. (Vgl. Schoemaker/Sharpio (2000), S. 308 ff.) Obwohl bei Biotechnologie-Unternehmen die Tätigkeitsschwerpunkte oftmals stärker im Bereich der Entwicklung als bei PU anderer Branchen liegen, ist trotzdem anzunehmen, dass auch diese Unternehmen einen gewissen Bedarf an Managementunterstützungsleistungen haben. Vgl. auch Maula/Murray (2001), o. S.

5.2 Ergebnisse der eigenen Untersuchung

Im folgenden Kapitel werden die in Kap. 4 aufgestellten Forschungsfragen und Hypothesen mittels deskriptiver Statistiken und bi- und multivariat korrelativer Verfahren überprüft und die Ergebnisse dieser Analysen dargelegt. Dabei wurden neben der Analyse der Häufigkeitsverteilungen und Mittelwerte, Kreuztabellen, nichtparametrische Tests, Korrelationsanalysen und eine Clusteranalyse durchgeführt.⁶⁹⁶

Zuvor soll jedoch auf allgemeine Merkmale der eigenen Stichprobe, die keinen direkten Einfluss auf die aufgestellten Forschungsfragen und Hypothesen haben, eingegangen werden.

Die Auswertung aller Daten erfolgte hierbei mithilfe des statistischen Softwareprogramms SPSS, Version 10.0.⁶⁹⁷

5.2.1 Allgemeine Merkmale der eigenen Stichprobe

Neben den die eigene Stichprobe charakterisierenden Merkmalen, die in Kap. 5.1.5 dargelegt wurden, sind weitere Merkmale der eigenen Stichprobe interessant. Diese werden im Rahmen dieses Abschnittes aufgezeigt und analysiert. Des Weiteren lassen sich hierdurch auch Gemeinsamkeiten bzw. Unterschiede zwischen den in der Untersuchung betrachteten Teilstichproben, den CVC-finanzierten und den VC-finanzierten PU, aufzeigen.

Die hier angesprochenen Eigenschaften der in der Untersuchung befragten PU werden in diesem Kapitel in unternehmens-, unternehmer- und finanzierungsspezifische Merkmale unterschieden.

⁶⁹⁶ Zu multivariaten Analyseverfahren vgl. u. a. Backhaus et al. (2000).

⁶⁹⁷ Zur Datenanalyse mittels des Programms SPSS vgl. Brosius (1998) und Bühl/Zöfel (2000).

5.2.1.1 Unternehmensspezifische Merkmale

Die eigene Stichprobe umfasst entsprechend der in Kapitel 5.1.2 vorgenommenen Eingrenzung des Untersuchungsgebietes nur Unternehmen, die zwischen Januar 1998 und Januar 2002 durch mindestens eine VC- bzw. CVC-Gesellschaft finanziert wurden. Das Gründungsdatum der Unternehmen wurde hierbei nicht betrachtet. Das Gründungsdatum stellt jedoch besonders bei der Betrachtung und Analyse der beiden Teile der Stichprobe, der CVC- und VC-finanzierten PU, eine wichtige Vergleichsgröße dar.

<i>Jahr der Unternehmensgründung</i>	Gesamtstichprobe	CVC-finanzierte PU	VC-finanzierte PU
1990-1995 ^{a)}	8 (10,7%)	3 (10,0%)	5 (9,0%)
1996	5 (6,7%)	1 (3,3%)	4 (8,9%)
1997	9 (12,0%)	5 (16,7%)	4 (8,9%)
1998	11 (14,7%)	3 (10,0%)	8 (17,8%)
1999	17 (22,7%)	10 (33,3%)	7 (15,6%)
2000	22 (29,3%)	7 (23,3%)	15 (33,3%)
2001	3 (4,0%)	1 (3,3%)	2 (4,4%)
Summe (Fallanzahl N)	75 (100%)	30 (100%)	45 (100%)
Mittelwert	1998	1998	1998

Tab. 5-4: Jahr der Unternehmensgründung der PU

Quelle: Eigene Erhebung.

- a) Die in diese Kategorie eingeordneten PU wurden 1990 (1 PU), 1991 (3 PU), 1992 (1 PU), 1993 (2 PU) und 1995 (1 PU) gegründet.

Im Rahmen der eigenen Stichprobe ist dabei die Verteilung der einzelnen Jahre der Unternehmensgründung sowohl im Vergleich zur Marktentwicklung als auch beim Vergleich der beiden Teilstichproben als homogen zu bezeichnen. Mit einem Anteil von 2/3 an der Gesamtstichprobe liegt der Schwerpunkt der Jahre der Unternehmensgründung auf den Jahren von 1998 bis 2000.⁶⁹⁸ Betrachtet man die Marktent-

⁶⁹⁸ Vgl. Tab. 5-4.

wicklung, so wird deutlich, dass in diesen Jahren sowohl der deutsche VC-Markt als auch die allgemeine Gründungsentwicklung in Deutschland sehr stark zunahm.⁶⁹⁹

In Bezug auf die abgedeckte Wertschöpfungsstufe handelt es sich bei 33% der befragten PU um Dienstleistungs- bzw. Handelsunternehmen und bei 67% der PU um Unternehmen, welche die Wertschöpfungsstufen Entwicklung, Produktion, Distribution, Service und Entsorgung teilweise oder ganz abdecken.⁷⁰⁰ Bei den Unternehmen des produzierenden Gewerbes fällt dabei, analog zu Schefczyk, auf, dass sehr wenige PU die zur Realisierung eines geschlossenen Wertschöpfungskreislaufes notwendige Entsorgung durchführen.⁷⁰¹

<i>Abgedeckte Wertschöpfungsstufe (Mehrfachnennungen möglich)</i>	Gesamtstichprobe (N=73)	CVC-finanzierte PU (N=30)	VC-finanzierte PU (N=43)
Dienstleistung/Handel	24 (32,9%)	11 (36,7%)	13 (30,2%)
Entwicklung	49 (67,1%)	19 (63,3%)	30 (69,8%)
Produktion	33 (45,2%)	14 (46,7%)	19 (44,2%)
Distribution	29 (39,7%)	16 (53,3%)	13 (30,2%)
After Sales Service	31 (42,5%)	17 (56,7%)	14 (32,6%)
Entsorgung	2 (2,7%)	1 (3,3%)	1 (2,3%)

Tab. 5-5: Abgedeckte Wertschöpfungsstufen der PU

Quelle: Eigene Erhebung.

Vergleicht man die beiden Teilstichproben der Untersuchung, so fällt auf, dass CVC-finanzierten PU im Rahmen der Abdeckung der Wertschöpfungsstufen Distribution und After Sales Service einen deutlich höheren Prozentsatz als bei VC-finanzierten PU aufweisen. Dies könnte auf eine stärkere Unterstützung der PU beim Zugang zum Absatzmarkt durch die CVC-Gesellschaft und das MU hindeuten.⁷⁰² Betrachtet man die Dienstleistungs-/Handelsunternehmen sowie die Unternehmen des produzierenden Gewerbes zusammen, so haben bei den CVC-finanzierten PU 90% einen

⁶⁹⁹ Vgl. hierzu Kap. 2.1.1.2

⁷⁰⁰ Vgl. Tab. 5-5.

⁷⁰¹ Vgl. Schefczyk (2004), S. 314 f.

⁷⁰² Vgl. hierzu die Ausführungen in Kap. 5.2.3.

Zugang zum Absatzmarkt, wohingegen bei den VC-finanzierten PU nur 58% einen solchen Zugang besitzen.⁷⁰³

5.2.1.2 Unternehmerspezifische Merkmale

Neben den unternehmensspezifischen Merkmalen wurden auch die für die Gründer des PU spezifischen Merkmale erfasst. Dabei handelt es sich zum einen um den Erfahrungshintergrund des Gründers bzw. des Gründerteams in den fünf Bereichen Forschung und Entwicklung, Produktion/Logistik, Marketing/Vertrieb, Planung/Strategie und Controlling/Finanzen sowie zum anderen um die durchschnittliche Berufserfahrung der Gründer vor dem Zeitpunkt der Unternehmensgründung.

Auffallend ist beim von den Gründern selbst eingeschätzten Erfahrungshintergrund in den unterschiedlichen Bereichen, dass im Durchschnitt lediglich ein mittleres Erfahrungsniveau in den einzelnen Bereichen angegeben wurde.⁷⁰⁴ Vergleicht man die durchschnittlichen Erfahrungsniveaus der VC- und der CVC-finanzierten PU, so fällt auf, dass VC-finanzierte PU ein leicht höheres Erfahrungsniveau, abgesehen vom Bereich Produktion/Logistik, aufweisen. Ein signifikanter Unterschied zwischen den beiden Teilgruppen besteht dabei in den Bereichen Forschung und Entwicklung zugunsten der VC-finanzierten PU sowie im Marketing/Vertrieb zugunsten der CVC-finanzierten PU.⁷⁰⁵

Aufgrund der im Durchschnitt nur mittleren Erfahrungsniveaus der Gründer der PU besteht für die Unterstützung der PU durch ihren bzw. ihre Beteiligungskapitalgeber ein gewisses Potenzial. Zur Verbesserung des Erfahrungsniveaus kann dabei der Beteiligungskapitalgeber das PU durch Unterstützungsleistungen in speziellen Bereichen des Unternehmens, in denen gewisse Erfahrungsdefizite bestehen, fördern. Dies kann entweder durch eine direkte, eher operativ orientierte Unterstützung in

⁷⁰³ In der vorliegenden Untersuchung wurde zwischen Dienstleistungs-/Handelsunternehmen sowie Unternehmen des produzierenden Gewerbes unterschieden, daher gab es keine Überschneidungen zwischen diesen beiden Gruppen. Als „Zugang zum Absatzmarkt“ wurde daher an dieser Stelle die Zugehörigkeit zu den Dienstleistungs-/Handelsunternehmen bzw. die Zugehörigkeit zu den produzierenden Unternehmen, welche die Wertschöpfungsstufe Distribution abdecken, definiert.

⁷⁰⁴ Vgl. Tab. 5-6.

Beim Erfahrungshintergrund im Bereich Controlling/Finanzen ist die Tendenz zu einem hohen Erfahrungsniveau auszumachen.

⁷⁰⁵ Vgl. hierzu Tab. A3-1 in Anhang 3.

einzelnen Unternehmensbereichen oder durch die indirekte, eher strategisch orientierte Unterstützung, z. B. durch die Rekrutierung neuer Führungskräfte, erfolgen.

Erfahrungshintergrund des Gründers bzw. des Gründeteams		Gesamtstichprobe	CVC-finanzierte PU	VC-finanzierte PU
Forschung und Entwicklung ^b	M ^a	2,84	2,93	2,78
	S ^a	1,05	0,94	1,13
	N ^a	69	28	41
Produktion/Logistik ^b	M	3,17	3,00	3,28
	S	0,79	0,73	0,81
	N	52	20	32
Marketing/Vertrieb ^b	M	3,25	3,39	3,16
	S	1,02	1,07	1,0
	N	73	28	45
Planung/Strategie ^b	M	2,64	2,71	2,59
	S	0,84	0,60	0,97
	N	72	28	44
Controlling/ Finanzen ^b	M	2,53	2,82	2,36
	S	1,04	0,94	1,0
	N	73	28	45
Durchschnittliche Anzahl der Berufserfahrung eines Gründers vor dem Gründungszeitpunkt (in Jahren) ^c	M	8,49	8,66	8,38
	S	6,92	5,58	7,78
	N	71	29	42
	Max ^a	30	20	30
	Min ^a	0	0	0

Tab. 5-6: Einschätzung des Erfahrungshintergrundes des Gründerteams der PU sowie durchschnittliche Anzahl der Berufserfahrung des Gründerteams
Quelle: Eigene Erhebung.

- a) Verwendete Abkürzungen: M=Mittelwert; S=Standardabweichung; N=Anzahl der Fälle; Max=Maximalwert; Min=Minimalwert.
- b) Bei der Einschätzung des Erfahrungshintergrundes des Gründerteams wurde eine fünfstufige Skala von 1 (sehr hohe Erfahrung) bis 5 (sehr geringe Erfahrung) verwendet.
- c) Die durchschnittliche Anzahl der Berufserfahrung eines Gründers vor dem Gründungszeitpunkt wurde in Jahren gemessen.

Betrachtet man neben der relativen Einschätzung des Erfahrungshintergrundes die tatsächliche Berufserfahrung der Gründer, so wird ebenfalls deutlich, dass sich auch hierbei die in der vorliegenden Untersuchung betrachteten CVC- und VC-finanzierten PU nur in sehr geringem Maß unterscheiden.⁷⁰⁶ Hier wurde allerdings nicht spezifisch nach Berufserfahrung in der Branche, in der das PU agiert, gefragt. Sehr inte-

⁷⁰⁶ Vgl. Tab. 5-6.

ressant ist auch die bei durchschnittlich rund 8,5 Jahren liegende Zeit zur Sammlung von Erfahrungen der Unternehmensgründer, bevor die VC- bzw. CVC-finanzierte Gründung angegangen wurde. Dieser Erfahrungshintergrund deutet darauf hin, dass ein Großteil der befragten Unternehmer schon weitreichende Erfahrungen vor der Gründung ihres Unternehmens gemacht haben. Dieser Erfahrungsschatz kann den Unternehmensgründern auch helfen, ihre Stärken und Schwächen besser einschätzen und darauf aufbauend, Unterstützungs potentielle in geringerem Umfang zu benötigen bzw. mögliche Unterstützungs potentielle durch die VCG bzw. CVCG erkennen und ggf. zielgerichteter einfordern zu können.

5.2.1.3 Finanzierungsspezifische Merkmale

Gerade in den Boomjahren 1998 bis 2000 bzw. 2001 des VC-Marktes⁷⁰⁷ wurden eine Vielzahl von Unternehmen mit Beteiligungskapital finanziert, die lediglich über ein Geschäftskonzept und noch über keine funktionierende Produkt- oder Dienstleistungsidee verfügten. Diese Unternehmen sind im Gegensatz zu Unternehmen mit einer bereits funktionierenden Produkt- oder Dienstleistungsidee stärker risikobehaftet. Aufgrund der guten Marktsituation und der v. a. guten Exit-Optionen⁷⁰⁸ für die Beteiligungskapitalgesellschaften, wurden jedoch in den Boomjahren deutlich mehr Unternehmen in einem sehr frühen Stadium finanziert als noch einige Jahre zuvor.⁷⁰⁹ Neben dem Lebenszyklus, in dem sich das PU bei der ersten Finanzierung befand, kann auch der Zeitraum zwischen Gründung und erster Finanzierungsrunde einen Hinweis auf den Reifegrad des Geschäftskonzeptes des PU geben.

Vor dem Hintergrund dieser Marktentwicklung ist es nicht verwunderlich, dass rund 50% der befragten Unternehmen bereits im ersten Jahr ihres Bestehens finanziert wurden.⁷¹⁰ Vergleicht man hierbei VC- und CVC-finanzierte Unternehmen, so sind zwischen diesen beiden Teilbereichen keine deutlichen Unterschiede auszumachen.

⁷⁰⁷ Vgl. hierzu die Ausführungen in Kap. 2.1.1.2.

⁷⁰⁸ Besonders durch die Einführung des Börsensegmentes „Neuer Markt“ im Jahre 1997 öffnete sich für viele Beteiligungskapitalgesellschaften eine Exit-Option, die für wachstumsorientierte Unternehmen in den früheren Jahren deutlich weniger attraktiv war. Vgl. u. a. die Zahlen des BVK e. V. (Hrsg.) (2002), S. 68.

⁷⁰⁹ Vgl. u. a. Brinkrolf (2002), S. 136 f.

⁷¹⁰ Vgl. Tab. 5-7.

Zeitdauer zwischen Gründung und erster Finanzierungsrounde	Gesamtstichprobe (N=73)	CVC-finanzierte PU (N=29)	VC-finanzierte PU (N=44)
0 Monate	11 (15,1%)	3 (10,3%)	8 (18,2%)
1 bis 6 Monate	16 (21,9%)	6 (20,7%)	10 (22,7%)
7 bis 12 Monate	10 (13,7%)	6 (20,7%)	4 (9,1%)
13 bis 24 Monate	14 (19,2%)	6 (20,7%)	8 (18,2%)
Mehr als 24 Monate	22 (30,1%)	8 (27,6%)	14 (31,8%)
Mittelwert (Monate)	21,9	20,0	23,1
Standardabweichung	26,6	23,7	28,6

Tab. 5-7: Zeitdauer zwischen Gründung und erster Finanzierungsrounde des PU
Quelle: Eigene Erhebung.

Neben der Verkürzung des Zeitraumes zwischen Gründung und Erstinvestition hat sich in den Boomjahren des VC-Marktes auch das Verhältnis zwischen Erst- und Folgeinvestitionen verändert. Dabei nahmen die Folgeinvestitionen im Vergleich zu den Erstinvestitionen überproportional zu⁷¹¹, da die Schnelligkeit des Unternehmensaufbaus als sehr wichtig angesehen wurde und hierdurch ein hoher Ressourcen- und Finanzbedarf bestand.⁷¹² Im Rahmen der eigenen Stichprobe gaben 45% der PU an, erst eine Finanzierungsrounde abgeschlossen zu haben.⁷¹³ 41% der PU gaben an, schon zwei Finanzierungsrounden hinter sich zu haben. Bzgl. der Anzahl der von den PU durchlaufenen Finanzierungsrounden kann zwischen den CVC- und den VC-finanzierten PU in der eigenen Untersuchung ebenfalls keine deutlich unterschiedliche Verteilung ausgemacht werden.

⁷¹¹ Vgl. BVK e. V. (2002), S. 60.

⁷¹² Vgl. Brinkrolf (2002), S. 136 f.

⁷¹³ Vgl. Tab. 5-8.

Anzahl der bisher durchlaufenden Finanzierungsrunden	Gesamtstichprobe (N=75)	CVC-finanzierte PU (N=30)	VC-finanzierte PU (N=45)
Eine	34 (45,3%)	14 (46,7%)	20 (44,4%)
Zwei	31 (41,3%)	13 (43,3%)	18 (40,0%)
Mehr als zwei	10 (13,3%)	3 (10,0%)	7 (15,6%)

Tab. 5-8: Anzahl bisher durchlaufener Finanzierungsrunden der PU

Quelle: Eigene Erhebung.

Als weiteres finanzierungsspezifisches Merkmal wurde die Anzahl der im jeweiligen PU durchschnittlich involvierten Eigenkapitalinvestoren betrachtet.⁷¹⁴ In die PU der Stichprobe haben dabei 3,2 Eigenkapitalinvestoren investiert, wobei die hohe Standardabweichung auf eine gewisse Streuung hindeutet. Betrachtet man die Gruppe der Eigenkapitalinvestoren ohne die investierten Business Angels (BA)⁷¹⁵, so haben durchschnittlich 2,4 Investoren ihr Kapital in ein PU investiert.

Beim Vergleich der beiden Teilbereiche CVC- und VC-finanzierte Unternehmen fällt auf, dass ein höherer Prozentsatz der VC-finanzierten PU lediglich durch eine einzige VCG finanziert und betreut wird. Dies könnte durch an einem gewissen Erfahrungsvorsprung einiger VCG im Beteiligungskapitalmarkt liegen, den diese Unternehmen gegenüber den meisten CVCG aufweisen.⁷¹⁶ Ein Alleininvestment erhöht allerdings auf der anderen Seite auch das Risiko einer Fehlinvestition, da durch die Syndikation mit anderen Beteiligungskapitalgesellschaften dieses Risiko vermindert werden kann.⁷¹⁷

⁷¹⁴ Vgl. Tab. 5-9. Im Rahmen des ersten Teils dieser Tabelle wurden die Eigenkapitalinvestorengruppen VCG, CVCG, Direktinvestments, Business Angels und Investorengruppe/Börse betrachtet. Im zweiten Teil wurden die Business Angel aus obiger Gruppe herausgerechnet, da in einigen Fällen eine größere Anzahl an Einzelinvestoren (> 4 Business Angels) die Ergebnisse beeinflusst haben. Anteilsinhaber im Gründer- oder Mitarbeiterkreis wurden hier nicht mit einbezogen.

⁷¹⁵ Insgesamt haben in 19 PU ein oder mehrere Business Angels investiert.

⁷¹⁶ Vgl. hierzu die Ausführungen in Kap. 2.1.1.2 und 2.1.2.2.

⁷¹⁷ Vgl. Kap. 2.4 sowie die Ausführungen zur Principal-Agent-Theorie in Kap. 3.3.

Dieser Effekt wird jedoch durch eine gewisse Erfahrung im Beteiligungskapitalmarkt verminder.

Anzahl der Eigenkapitalinvestoren (ohne Business Angels, Gründer und Mitarbeiter)	Gesamtstichprobe (N=69)	CVC-finanzierte PU (N=28)	VC-finanzierte PU (N=41)
1	25 (36,2%)	7 (25,0%)	18 (43,9%)
2	19 (27,5%)	7 (25,0%)	12 (29,3%)
3	14 (20,3%)	9 (32,1%)	5 (12,2%)
Mehr als 3	11 (15,9%)	5 (17,9%)	6 (14,6%)
Mittelwert	2,4	2,5	2,3
Standardabweichung	2,9	1,8	3,4
Mittelwert (mit Investorengruppe Business Angels)	3,2	3,6	2,9
Standardabweichung (mit BA)	3,7	4,0	3,6

Tab. 5-9: Anzahl der Eigenkapitalinvestoren

Quelle: Eigene Erhebung.

Zusammenfassend kann festgehalten werden, dass sich die befragten VC- und CVC-finanzierten PU in Bezug auf die in diesem Abschnitt betrachteten unternehmens-, unternehmer- und finanzierungsspezifischen Merkmale nur in einem geringen Maße unterscheiden. Daher kann aufbauend auf die in diesem Abschnitt und die in Kap. 5.1.5 betrachteten Merkmale und Charakteristika konstatiert werden, dass einem Vergleich der beiden Teilbereiche der eigenen Stichprobe im Rahmen der weiteren Ausführungen keine starken Einflusseffekte aufgrund allgemeiner Merkmale und Charakteristika des eigenen Datensatzes entgegenstehen sollten.

5.2.2 Erwartungen an nicht-finanzielle Unterstützungsleistungen

In diesem Abschnitt werden die Erwartungshaltung der PU gegenüber ihrem Investor sowie mögliche Unterschiede in der Erwartungshaltung zwischen CVC- und VC-finanzierten PU analysiert.⁷¹⁸ Die der entsprechenden Forschungsfrage und den Hypothesen zugrundeliegenden Variablen wurden in der Frage C3 (Teil C, für CVC-finanzierte PU) und in Frage D2 (Teil D, für VC-finanzierte PU) des Fragebogens erhoben.⁷¹⁹ Die den Hypothesen 1_a und 1_b zugrundeliegende Einordnung der PU in VC- oder CVC-finanzierte Unternehmen konnte zum einen mithilfe der Frage B1 und

⁷¹⁸ Vgl. hierzu Forschungsfrage F₁ sowie die Hypothesen 1_a und 1_b in Kap. 4.2.1.

⁷¹⁹ Teile C und D des Fragebogens siehe Anhang A1.

zum anderen aufgrund der ausgefüllten Teile C oder D des Fragebogens vorgenommen werden.⁷²⁰

Zur Beantwortung der Forschungsfrage F₁, welche Erwartungen die CVC- und VC-finanzierten PU an ihren Beteiligungskapitalgeber haben, wurden die Mittelwerte⁷²¹ und die Standardabweichung der jeweiligen Ausprägung errechnet.⁷²² Zur Beantwortung der Hypothesen H_{1a} und H_{1b} wurden mithilfe einer bivariaten Korrelationsanalyse durchgeführt. Hierbei wurde aufgrund des ordinalskalierten Datenmaterials der Rangkorrelationskoeffizient nach Kendall (Kendall-Tau)⁷²³ berechnet.⁷²⁴

⁷²⁰ Wie in der Anleitung zum Fragebogens (vgl. Anhang A1) dargelegt, sollten die befragten PU entweder den Teil C (falls das PU von mind. einer CVCG finanziert bzw. mitfinanziert wurde) oder den Teil D (falls das PU nur von einer oder mehreren unabhängigen VCG finanziert wurden) ausfüllen. Dieser Ausfüllhinweis wurde auch von allen Unternehmen im Datensatz beachtet.

⁷²¹ Bei der Verwendung der Einschätzung der Wichtigkeit der jeweiligen Erwartungen an den Finanzierungspartner wird von gleichen Distanzen zwischen den einzelnen Stufen der Skala ausgegangen.

Sollte jedoch das Datenmaterial ordinalskaliert sein, d. h. keine gleichen Distanzen zwischen den einzelnen Stufen der Skala aufweisen, so kann mathematisch gesehen ein Mittelwert nicht genau errechnet werden, da nicht sichergestellt ist, dass die Stufen der verwendeten Skalierung jeweils gleiche Abstände haben. Dennoch kann durch die Berechnung des Mittelwertes eine Aussage erzielt werden, die in der Forschung in diesem Bereich durchaus akzeptiert wird.

⁷²² Vgl. hierzu Tab. 5-10.

⁷²³ Da mindestens eine der beiden Variablen zwischen denen eine Korrelation untersucht werden soll, ordinalskaliert bzw. nicht normalverteilt ist, wird die Korrelation nach Kendall-Tau berechnet. Der Korrelationskoeffizient, der mit r gekennzeichnet wird, kann dabei Werte zwischen -1 und +1 annehmen und zeigt mit dem positiven bzw. negativen Vorzeichen die Richtung des Zusammenhangs an. Man spricht dabei bei Werten bis 0,2 von einer sehr geringen Korrelation, bei Werten bis 0,5 von einer geringen Korrelation, bei Werten bis 0,7 von einer mittleren Korrelation, bei Werten bis 0,9 von einer hohen Korrelation und bei Werten über 0,9 von einer sehr hohen Korrelation. Vgl. Bühl/Zöfel (2000), S. 320.

⁷²⁴ Vgl. u. a. Bühl/Zöfel (2000), S. 322 f. sowie die Auswertungen in Tab. 5-11 und 5-12.

Erwartungen an den Finanzierungspartner in Bezug auf die Managementunterstützung	Gesamtstichprobe (68 ≤ N ≤ 74)		CVC-finanzierte PU (26 ≤ N ≤ 29)	VC-finanzierte PU (41 ≤ N ≤ 45)
	M ^a	S ^b		
a) Finanzielle Erwägungen ^b	M ^a	1,73	2,38	1,31
	S ^b	1,00	1,18	0,56
b) Nutzen des Markennamens/der Reputation	M	2,80	2,37	3,07
	S	1,29	1,08	1,35
c) Technische Expertise	M	3,59	3,46	3,67
	S	1,22	1,10	1,30
d) Unterstützung beim Marktzugang	M	2,83	2,21	3,26
	S	1,30	1,08	1,27
e) Unterstützung beim Zugang zu Lieferanten	M	4,35	4,30	4,38
	S	0,85	0,87	0,85
f) Unterstützung beim Aufbau der Produktion	M	4,38	4,33	4,41
	S	1,01	1,04	1,00
g) Unterstützung bei der Rekrutierung zusätzlichen Führungspersonals	M	3,45	3,75	3,26
	S	1,14	1,17	1,09
h) Generierung zusätzlichen Wachstums	M	2,80	2,71	2,86
	S	1,33	1,08	1,47

Tab. 5-10: Erwartungen der PU an ihren Finanzierungspartner

Quelle: Eigene Erhebung.

- a) Verwendete Abkürzungen: M=Mittelwert; S=Standardabweichung.
- b) Bei der Einschätzung der Erwartungen des PU an den Finanzierungspartner wurde eine fünfstufige Skala von 1 (sehr wichtig) bis 5 (nicht wichtig) verwendet.

In Bezug auf die Erwartungen der PU wurden die finanziellen Erwägungen von den VC- und CVC-finanzierten PU als sehr wichtig bzw. wichtig eingestuft. Dieses Ergebnis war aufgrund des Finanzierungsinteresses der PU als Hauptmotiv der Partnerschaft mit einer Beteiligungskapitalgesellschaft, zumindest bei den VC-finanzierten PU, zu erwarten. Hierin unterscheiden sich auch die VC-finanzierten in einem großen Maße von den CVC-finanzierten PU.⁷²⁵ Während die VC-finanzierten PU die finanziellen Erwägungen der Partnerschaft als sehr wichtig einstufen, stufen die CVC-finanzierten PU dieses Motiv zwar noch als wichtig ein, sehen aber auch den Nutzen des Markennamens sowie die Erwartung bzgl. einer Unterstützung beim Marktzugang als mindestens ebenso wichtig an. Die höchst signifikante Korrelation zwischen den VC- und CVC-finanzierten PU in Bezug auf die finanziellen Erwartungen an die Partnerschaft spiegelt diesen Unterschied nochmals deutlich wieder und führt dazu,

⁷²⁵ Vgl. Tab. 5-11.

dass die Hypothese H_{1a} im Rahmen dieser Untersuchung nicht verworfen werden kann.

In Bezug auf die Erwartungen der PU an die nicht-finanziellen Zusatzleistungen wird deutlich, dass CVC-finanzierte PU die Nutzung des Markennamens bzw. der Reputation des Investors und die Unterstützung beim Marktzugang als wichtig einschätzen, wohingegen VC-finanzierte PU die Unterstützung in diesen Bereichen nur mit einer mittleren Wichtigkeit einstufen. Aufgrund der vorliegenden signifikanten Unterschiede in diesen beiden Bereichen können die beiden Teilbereiche „b“ und „d“ der Hypothese H_{1b} ebenfalls im Rahmen dieser Untersuchung nicht verworfen werden.⁷²⁶

Bei den Erwartungen der PU in Bezug auf eine technische Expertise, die Unterstützung beim Zugang zu Lieferanten, der Unterstützung beim Aufbau der Produktion, der Unterstützung bei der Rekrutierung zusätzlichen Führungspersonals sowie der Generierung zusätzlichen Wachstums kann hingegen die Hypothese H_{1b} (Teile c, e, f, g und h) nicht angenommen werden. Zwar haben die CVC-finanzierten PU in diesen Bereichen, mit Ausnahme der Unterstützung bei der Rekrutierung zusätzlichen Führungspersonals, etwas höhere Erwartungen an die entsprechenden Unterstützungsleistungen, ein signifikanter Unterschied kann jedoch nicht nachgewiesen werden.⁷²⁷ Betrachtet man die Erwartungen der PU in den hier genannten Bereichen, so fällt auf, dass sowohl CVC- als auch VC-finanzierte PU ihre Erwartungshaltung in diesen Bereichen, mit Ausnahme der Erwartungen zur Generierung zusätzlichen Wachstums, als eher unwichtig beurteilen. In der als durchschnittlich eingeschätzten Erwartungshaltung zur Generierung zusätzlichen Wachstums durch den Finanzierungspartner spielen möglicherweise die Erwartungen der VC-finanzierten PU an die Fähigkeit der investierenden VCG zum Aufbau von Netzwerken mit anderen Unternehmen eine Rolle, wohingegen CVC-finanzierte PU möglicherweise die Erwartungen in diesem Bereich aufgrund der engeren Bindung an das MU und dadurch den ggf. schwierigeren Zugang zu anderen Unternehmen in diesem Bereich, als schwieriger zu verwirklichen einschätzen.

Im Gegensatz zum im Rahmen der Hypothese H_{1b} (Teil g) aufgestellten Hypothese zur Erwartung der PU an die Unterstützung bei der Rekrutierung zusätzlichen Führungspersonals muss hier festgestellt werden, dass im Gegensatz zum erwarteten Zusammenhang die VC-finanzierten PU eine signifikant höhere Erwartung an ihre Beteiligungskapitalgeber in diesem Bereich als die CVC-finanzierten PU haben.⁷²⁸

⁷²⁶ Vgl. Tab. 5-12.

⁷²⁷ Vgl. Tab. 5-12.

⁷²⁸ Vgl. Teil g in Tab. 5-12.

Diese höhere Erwartungshaltung der VC-finanzierten PU in diesem Bereich ist möglicherweise auf das stärkere Netzwerk einiger VCG, im Gegensatz zu den CVCG, im Personalbereich zurückzuführen. Des Weiteren haben CVCG und deren MU i. d. R. nur ein geringes Interesse gute Mitarbeiter des eigenen Unternehmens, auf die sie direkten Zugriff haben, zu verlieren.

<i>Erwartungen an den Finanzierungspartner in Bezug auf</i>	<i>Kendall's Tau</i>
<i>Typ der Beteiligungsgesellschaft (CVC=1, VC=2)</i>	
a) Finanzielle Erwägungen	-0,52 ***

Tab. 5-11: Zusammenhänge zwischen finanziellen Erwartungen an Finanzierungspartner und dem Typ der Beteiligungsgesellschaft

Quelle: Eigene Erhebung.

Erl. zur Signifikanz: + p<0,10 * p<0,05 ** p<0,01 *** p<0,001 (zweiseitiger Test)⁷²⁹

<i>Erwartungen an den Finanzierungspartner in Bezug auf</i>	<i>Kendall's Tau</i>
<i>Typ der Beteiligungsgesellschaft (CVC=1, VC=2)</i>	
b) Nutzen des Markennamens/der Reputation	0,265 *
c) Technische Expertise	--
d) Unterstützung beim Marktzugang	0,402 **
e) Unterstützung beim Zugang zu Lieferanten	--
f) Unterstützung beim Aufbau der Produktion	--
g) Unterstützung bei der Rekrutierung zusätzlichen Führungspersonals	-0,213 +
h) Generierung zusätzlichen Wachstums	--

Tab. 5-12: Zusammenhänge zwischen nicht-finanziellen Erwartungen an Finanzierungspartner und dem Typ der Beteiligungsgesellschaft

Quelle: Eigene Erhebung.

Erl. zur Signifikanz: + p<0,10 * p<0,05 ** p<0,01 *** p<0,001 (zweiseitiger Test)
Zusammenhänge mit p > 0,15 werden nicht aufgezeigt.

⁷²⁹ Die Irrtumswahrscheinlichkeit p stellt jene Wahrscheinlichkeit dar, dass die Hypothese H₀ zu Unrecht abgelehnt wird. In Bezug auf das Signifikanzniveau spricht man bei Werten von p > 0,05 (vgl. Bühl/Zöfel (2000), S. 109 f.) und p > 0,1 (vgl. Bamberg/Baur (1993), S. 109) von nicht signifikanten Ergebnissen. Daher wurde im Rahmen der vorliegende Studie folgender Sprachgebrauch verwendet: p >= 0,1: nicht signifikant; p < 0,1: signifikant; p < 0,05: signifikant (zu p<0,05); p < 0,01: sehr signifikant; p < 0,001: höchst signifikant.

Zusammenfassend kann festgehalten werden, dass sich CVC- und VC-finanzierte PU in Bezug auf die Erwartungen an ihren Finanzierungspartner unterscheiden. CVC-finanzierte Unternehmen sehen neben den finanziellen Erwägungen auch (absatz-)marktorientierte Erwartungen als Hauptmotive für das Eingehen einer Partnerschaft mit einer CVCG an. VC-finanzierte PU sehen dagegen lediglich finanzielle Erwägungen als Hauptmotiv für die Partnerschaft mit einer VCG an.

5.2.3 Ausprägung der nicht-finanziellen Unterstützungsleistungen

In diesem Abschnitt werden die tatsächliche Ausprägung der nicht-finanziellen Unterstützungsleistungen der PU durch ihren Investor sowie mögliche Unterschiede in den Ausprägungen zwischen CVC- und VC-finanzierten PU analysiert.⁷³⁰ Die den Hypothesen zugrundeliegenden Variablen dieses Abschnittes wurden in der Frage C6 (Teil C, für CVC-finanzierte PU), in Frage D4 (Teil D, für VC-finanzierte PU) sowie in der Frage B5 des Fragebogens erhoben.⁷³¹ Die den Hypothesen H₂ bis H₁₃ zugrundeliegende Einordnung der PU in VC- oder CVC-finanzierte Unternehmen konnte zum einen mithilfe der Frage B1 und zum anderen aufgrund der ausgefüllten Teile C oder D des Fragebogens vorgenommen werden.⁷³²

Die Auswertungen zur Beantwortung der Hypothesen H₂ bis H₁₃ wurden mithilfe einer bivariaten Korrelationsanalyse durchgeführt. Hierbei wurde aufgrund der ordinalskalierten Variablen zu den einzelnen Ausprägungen der nicht-finanziellen Zusatzleistungen der Korrelationskoeffizient nach Kendall (Kendall-Tau) berechnet.⁷³³ Daneben wurden zusätzlich die Mittelwerte, die Mediane und Standardabweichungen der einzelnen Unterstützungsleistungen berechnet, um darzulegen, mit welcher qualitativen Ausprägung die einzelnen Unterstützungsleistungen durch die PU bewertet wurden. Die Auswertung wird dabei analog der Reihenfolge der aufgestellten Hypothesen aus Kap. 4.2.2 vorgenommen.

⁷³⁰ Vgl. hierzu die Hypothesen H₂ bis H₁₃ in Kap. 4.2.2.

⁷³¹ Teile B, C und D des Fragebogens siehe Anhang A1.

Bei der Einschätzung der tatsächlichen Unterstützung des PU durch den Finanzierungspartner wurde eine fünfstufige Skala von 1 (sehr gute Unterstützung) bis 5 (gar keine Unterstützung) verwendet.

⁷³² Wie in der Anleitung zum Fragebogens (vgl. Anhang A1) dargelegt, sollten die befragten PU entweder den Teil C (falls das PU von mind. einer CVCG finanziert bzw. mitfinanziert wurde) oder den Teil D (falls das PU nur von einer oder mehreren unabhängigen VCG finanziert wurden) ausfüllen. Dieser Ausfüllhinweis wurde auch von allen Unternehmen im Datensatz beachtet.

⁷³³ Zur Rangkorrelation nach Kendall vgl. Bühl/Zöfel (2000), S. 322 f. sowie die Auswertungen in den Tabellen 5-13 bis 5-21.

Die Unterstützungsleistungen werden dabei im Mittel als befriedigend oder ausreichend, d. h. mit Werten zwischen 3,2 und 4,4 auf einer Skala von 1 bis 5 für die Gesamtstichprobe von den befragten Unternehmen bewertet.⁷³⁴ Die Höhe der Standardabweichungen deutet jedoch bei einigen Unterstützungsleistungen darauf hin, dass einige PU die Managementunterstützung durch ihren Finanzierungspartner als gut oder sogar sehr gut eingeschätzt haben. Insgesamt deutet dies jedoch darauf hin, dass die Aktivitäten im Rahmen der Unterstützungsleistungen ein relativ niedrig ausgeprägtes Niveau aufweisen. Um Aussagen zu den einzelnen Gebieten der Unterstützungsleistungen treffen zu können, werden im Folgenden die einzelnen Bereiche der Unterstützungsleistungen analysiert.

Bei der Unterstützung zum Zugang zu weiteren Finanzierungsquellen fällt zum einen die als nur mit Werten zwischen 2,9 und 3,7 im Durchschnitt auf der verwendeten fünfstufigen Skala bewertete Unterstützung durch die Finanzierungspartner auf. Zum anderen fällt der deutliche Unterschied zwischen der Unterstützung der PU durch VCG oder durch CVCV auf.⁷³⁵ Dieser Unterschied in den Unterstützungsleistungen beim Zugang zu weiteren Finanzierungspartnern in Abhängigkeit vom Typ des Beteiligungskapitalgebers wurde auch in Tab. 5-14 dargelegt, wobei eine signifikant besser bewertete Unterstützung von VC-finanzierten PU als von CVCV-finanzierten PU festgestellt werden konnte. Daher kann auch die Hypothese H₂ als nicht zu verwerfen angesehen werden, wonach die VCG ihre PU in diesem Bereich besser als CVCV unterstützt haben. Als Gründe für diesen Unterschied zwischen den beiden untersuchten Typen von Beteiligungskapitalgesellschaften in diesem Bereich können die bereits in Kap. 4.2.2 thematisierten größeren Erfahrungen der VCG in diesem Bereich sowie die bessere Vernetzung im Finanzbereich angenommen werden.

⁷³⁴ Vgl. Tab. 5-13, 5-16, 5-18 und 5-20.

⁷³⁵ Vgl. Tab. 5-13.

Unterstützung durch den Finanzierungspartner in Bezug auf	Gesamtstichprobe		CVC-finanzierte PU	VC-finanzierte PU
	N = 74		N = 29	N = 45
Zugang zu weiteren Finanzierungsquellen	M ^a	3,24	3,76	2,91
	S ^a	1,33	1,02	1,41
	Median	3	4	3

Tab. 5-13: Unterstützung der PU durch den Finanzierungspartner beim Zugang zu weiteren Finanzierungsquellen

Quelle: Eigene Erhebung.

- a) Verwendete Abkürzungen: M=Mittelwert; S=Standardabweichung.
- b) Bei der Einschätzung der Ausprägung der tatsächlichen Unterstützungsleistungen des PU durch den Finanzierungspartner wurde eine fünfstufige Skala von 1 (sehr gut) bis 5 (gar nicht) verwendet.

		Kendall's Tau
Unterstützung durch den Finanzierungspartner in Bezug auf	Typ der Beteiligungsgesellschaft (CVC=1, VC=2)	
Zugang zu weiteren Finanzierungsquellen		-0,269 **

Tab. 5-14: Zusammenhänge zwischen der Unterstützung beim Zugang zu weiteren Finanzierungsquellen und dem Typ der Beteiligungsgesellschaft

Quelle: Eigene Erhebung.

Erl. zur Signifikanz: + p<0,10 * p<0,05 ** p<0,01 *** p<0,001 (zweiseitiger Test)

Auch im Rahmen der oftmals als Kontroll- und Unterstützungsfunction bezeichneten Tätigkeit der Beteiligungsgesellschaft im Aufsichtsrat oder Beirat des PU konnte die aufgestellte Hypothese H₃, dass VCG ihre Unterstützungs- und Kontrollfunktion häufiger als CVCG durch die Präsenz im Aufsichtsrat/Beirat wahrnehmen, nicht verworfen werden.⁷³⁶ Eine Unterscheidung zwischen der Wahrnehmung einer Kontroll- oder einer Unterstützungsfunction durch die Mitarbeit im Aufsichtsrat wurde jedoch hier nicht abgefragt. Es wird allerdings von einigen Autoren früherer Studien vermutet, dass Beteiligungskapitalgesellschaften bei ihrer Mitarbeit im Beirat bzw. Aufsichtsrat neben der Kontrollfunktion schwerpunktmäßig eine Unterstützung im strategischen

⁷³⁶ Vgl. Tab. 5-15 und Tab. A3-2 im Anhang 3. Da beide Variablen dichotom sind, sollte die punktbiserialen Korrelation berechnet werden, die allerdings nicht in SPSS berechnet werden kann. Statt dessen kann auch eine Rangkorrelation (Kendall-Tau) berechnet werden. Hierbei ergibt sich ein höchst signifikanter Zusammenhang (p<0,001) mit einem Korrelationskoeffizient von r = 0,498.

Bereich ausführen.⁷³⁷ Daher kann die Auswertung der Hypothese zur Unterstützung im Rahmen der Vermittlung von strategischem Know-how⁷³⁸ weiteren Aufschluss geben, ob die höhere Präsenz der VCG im Beirat/Aufsichtsrat im Vergleich zu CVCG auch zu einer besseren Unterstützung der PU in diesem Bereich beiträgt.

		Kreuztabelle N=69	
		Typ der Beteiligungsgesellschaft	
		VCG	CVCG
Unterstützung durch den Finanzierungspartner in Bezug auf	Ja	41 (100%)	18 (64,3%)
	Nein	0	10 (35,7%)

Tab. 5-15: Zusammenhänge zwischen der Präsenz der Beteiligungskapitalgesellschaft im Beirat/Aufsichtsrat des PU und dem Typ der Beteiligungsgesellschaft

Quelle: Eigene Erhebung.

Die im Rahmen der Unterstützung beim Zugang zu weiteren Finanzierungspartnern angesprochene bessere Vernetzung der VCG kann auch im Personalbereich nach Meinung einiger Autoren anderer Studien als Grund für eine bessere Unterstützung der PU in diesem Bereich angesehen werden.⁷³⁹ Diese Annahme konnte jedoch im Rahmen der eigenen Studie nicht bestätigt werden, weshalb die Hypothese H₄ verworfen werden muss.⁷⁴⁰ Zwar deutet der etwas niedrigere Mittelwert und Median der befragten VC-finanzierten PU im Gegensatz zu den CVC-finanzierten PU darauf hin,⁷⁴¹ dass eine Unterstützung in diesem Bereich durch VCG besser bewertet wurde, ein signifikanter Zusammenhang konnte jedoch nicht belegt werden. Als Gründe für dieses Ergebnis kann zum einen die insgesamt eher gering eingeschätzte Unterstützung in diesem Bereich⁷⁴² angenommen werden, wodurch sich die möglicherwei-

⁷³⁷ Für einen Vergleich zwischen CVCG- und VCG-finanzierten PU in diesem Bereich vgl. Mauila/Murray (2001), o. S.

⁷³⁸ Vgl. hierzu die Ausführungen zu Hypothese H₅ im Verlauf dieses Abschnittes.

⁷³⁹ Vgl. hierzu die Ausführungen in Kap. 4.2.2.

⁷⁴⁰ Vgl. Tab. 5-17.

⁷⁴¹ Vgl. Tab. 5-16.

⁷⁴² Als Mittelwerte wurden lediglich 3,77 und 3,4 auf der fünfstufigen Skala von 1 (sehr gute Unterstützung) bis 5 (gar keine Unterstützung) durch die PU angegeben. Vgl. Tab. 5-16.

se bessere Unterstützung einiger VCG nur unterproportional auswirkt.⁷⁴³ Des Weiteren besteht auch die Möglichkeit, dass die CVCG sich inzwischen ein breiteres Netzwerk in diesem Bereich aufgebaut haben⁷⁴⁴ bzw. ggf. auf andere Finanzierungspartner, im Falle einer Syndikation, zurückgreifen.

Unterstützung durch den Finanzierungspartner in Bezug auf	Gesamtstichprobe		CVC-finanzierte PU	VC-finanzierte PU
	N = 72	N = 30	N = 42	N = 42
Zugang zu Führungspersonal	M ^a	3,56	3,77	3,40
	S ^a	1,24	1,25	1,23
	Median	4	4	3,5

Tab. 5-16: Unterstützung der PU durch den Finanzierungspartner beim Zugang zu Führungspersonal

Quelle: Eigene Erhebung.

a) Verwendete Abkürzungen: M=Mittelwert; S=Standardabweichung.

Unterstützung durch den Finanzierungspartner in Bezug auf	Kendall's Tau	
	Typ der Beteiligungsgesellschaft (CVC=1, VC=2)	
Zugang zu Führungspersonal	--	

Tab. 5-17: Zusammenhänge zwischen der Unterstützung des PU beim Zugang zu (zusätzlichem) Führungspersonal und dem Typ der Beteiligungsgesellschaft

Quelle: Eigene Erhebung.

Erl. zur Signifikanz: + p<0,10 * p<0,05 ** p<0,01 *** p<0,001 (zweiseitiger Test)
Zusammenhänge mit p > 0,15 werden nicht aufgezeigt.

Die Unterstützung im strategisch orientierten Bereich wurde von den befragten PU insgesamt, mit Ausnahme des Zugangs zu Lieferanten, als zufriedenstellend bewer-

⁷⁴³ Hierfür könnte auch sprechen, dass in VC-finanzierten PU prozentual mehr Geschäftsführer nach dem Eingehen der ersten Finanzierungsrunde ausgetauscht wurden, als bei CVC-finanzierten PU. Einschränkend muss jedoch angemerkt werden, dass der am häufigsten genannte Grund für den vorgenommenen Austausch das freiwillige Ausscheiden eines Geschäftsführers war. Vgl. Tab. A3-3 im Anhang 3.

⁷⁴⁴ Die als Vergleichsmaßstab heranzuziehende Untersuchung von Maula/Murray wurde bereits im Jahre 2000, also zwei Jahre vor der hier vorliegenden Untersuchung durchgeführt. Vgl. Maula/Murray (2001), o. S.

tet, was die Mittelwerte um 3,3 andeuten.⁷⁴⁵ Die Unterstützung beim Zugang zu Lieferanten wurde hingegen insgesamt als gering ausgeprägt bis gar nicht vorhanden, bewertet. Spiegelt man hierzu jedoch die Erwartungen zur Unterstützung beim Zugang zu Lieferanten durch die PU, so liegt nahe, dass eine Unterstützung durch die Beteiligungskapitalgesellschaft nur in wenigen Fällen als wichtig erachtet wird.⁷⁴⁶ Das jedoch gerade diese wenigen PU, vorwiegend durch mindestens eine CVCG finanziert, die Unterstützung beim Zugang zu potentiellen Lieferanten besser bewertet haben, stützt die Hypothese H₈, die damit im Rahmen dieser Untersuchung nicht verworfen werden kann.

Dagegen wurde die Unterstützung im Rahmen der Vermittlung von strategischem Know-how durch VC-finanzierte PU nicht signifikant besser eingeschätzt als die Unterstützung durch CVC-finanzierte PU. Daher kann die entsprechende Hypothese H₅ nicht angenommen werden. Einen Grund für dieses Ergebnis könnte in der sehr breiten Ausrichtung dieser Antwortmöglichkeit („Zugang zu strategischem Know-how“) liegen, da sich hierin eine Reihe von strategisch orientierten Unterstützungsleistungen einordnen lassen⁷⁴⁷, die möglicherweise durch die VCG im Rahmen ihrer Beirats- bzw. Aufsichtsratstätigkeit wahrgenommen werden. Vergleicht man dabei dieses hier vorliegende Ergebnis mit dem Ergebnis zur Präsenz des jeweiligen Typs des Beteiligungskapitalgebers im Board/Aufsichtsrat des PU, so kann vermutet werden, dass VCG ihre stärkere Präsenz im Board bzw. Aufsichtsrat neben einer Unterstützung im strategischen Bereich auch in einem größeren Umfang zur Ausübung ihrer Kontrollfunktion nutzen.

Die Unterstützung der PU im Rahmen der Branchenexpertise und beim Zugang zum (Absatz-)Markt wird ebenfalls von den CVC-finanzierten PU signifikant besser eingeschätzt als von VC-finanzierten PU. Daher können die beiden Hypothesen H₆ und H₇ im Rahmen dieser Untersuchung nicht verworfen werden. Bei der Vermittlung von Branchenexpertise kann daneben auch ein Zusammenhang zwischen der Einschätzung dieser Unterstützungsleistung und der Branchenzugehörigkeit des MU im Vergleich zum PU aufgezeigt werden. Demnach schätzen PU, die sich in der gleichen bzw. einer ähnlichen Branche wie das MU befinden, auch die Unterstützung im Rahmen der Branchenexpertise durch die CVCG bzw. das MU besser ein.⁷⁴⁸ Dieses

⁷⁴⁵ Vgl. Tab. 5-18.

⁷⁴⁶ Vgl. hierzu Tab. 5-10 in Kap. 5.2.2.

⁷⁴⁷ Durch die sehr breite Ausrichtung dieser Antwortmöglichkeit haben die befragten PU möglicherweise Unterstützungsleistungen aus unterschiedlichen Unternehmensbereichen hierunter subsummiert, weshalb dieses Ergebnis in der vorliegenden Form zustande kam.

⁷⁴⁸ Vgl. Tab. A3-5 in Anhang 3.

Ergebnis liegt nahe, da angenommen werden kann, dass sich das MU und ggf. auch die CVCG in der eigenen Branche bzw. einem ähnlichen Branchenumfeld besser auskennen als dies in einem fremden Branchenumfeld der Fall wäre.

Im Rahmen der Unterstützung beim Marktzugang fallen neben der signifikant besser eingeschätzten Managementunterstützung besonders die deutlichen Unterschiede in den Mittelwerten und den Medianen im Vergleich zwischen CVC- und VC-finanzierten PU auf. Demnach schätzen mehr als 50% der befragten CVC-finanzierten PU die Unterstützung beim Marktzugang als gut (Wert des Medians von 2) ein, wohingegen mehr als 50% der VC-finanzierten PU diese Unterstützung mit nicht besonders gut oder gar nicht vorhanden (Wert des Medians von 4) einschätzen. In der auf den (Absatz-)Markt bezogenen Unterstützung scheint sich demnach der größte Wettbewerbsvorteil von CVCG im Vergleich zu VCG nach der Einschätzung der finanzierten PU abzuzeichnen, da hierbei auch die größte Korrelation festgestellt werden konnte.

<i>Unterstützung durch den Finanzierungspartner in Bezug auf</i>		Gesamtstichprobe (72 ≤ N ≤ 74)	CVC-finanzierte PU (29 ≤ N ≤ 30)	VC-finanzierte PU (43 ≤ N ≤ 44)
Zugang zu strategischem Know-how	M ^a	3,30	3,21	3,36
	S ^a	1,22	1,15	1,28
	Median	3	3	3
Branchenexpertise	M	3,36	3,03	3,58
	S	1,27	1,15	1,31
	Median	3	3	4
Marktzugang	M	3,34	2,67	3,80
	S	1,21	1,18	1,00
	Median	3	2	4
Zugang zu Lieferanten	M	4,45	4,28	4,57
	S	0,73	0,80	0,66
	Median	5	4	5

Tab. 5-18: Unterstützung der PU durch den Finanzierungspartner im Rahmen nicht-monetärer, strategisch orientierter Zusatzleistungen

Quelle: Eigene Erhebung.

a) Verwendete Abkürzungen: M=Mittelwert; S=Standardabweichung.

<i>Unterstützung durch den Finanzierungspartner in Bezug auf</i>	<i>Typ der Beteiligungsgesellschaft (CVC=1, VC=2)</i>
Zugang zu strategischem Know-how	--
Branchenexpertise	0,195 *
Marktzugang	0,412 ***
Zugang zu Lieferanten	0,195 *

Tab. 5-19: Zusammenhänge zwischen der Unterstützung mit nicht-monetären, strategisch orientierten Zusatzleistungen des PU und dem Typ der Beteiligungsgesellschaft

Quelle: Eigene Erhebung.

Erl. zur Signifikanz: + p<0,10 * p<0,05 ** p<0,01 *** p<0,001 (zweiseitiger Test)
Zusammenhänge mit p > 0,15 werden nicht aufgezeigt.

Diese hier festgestellte besser eingeschätzte Unterstützung im strategisch orientierten Bereich der CVC-finanzierten PU im Vergleich zu den VC-finanzierten PU⁷⁴⁹ führt auch zu einer höheren Kontakthäufigkeit der Beteiligungskapitalgesellschaft mit dem PU.⁷⁵⁰ Dadurch ist anzunehmen, dass auch die Kosten für die Unterstützung eines einzelnen PU durch eine CVCG höher sind als bei einer Unterstützung durch eine VCG. Daher sollte im Rahmen weiterer Untersuchungen diese Komponente ebenfalls mit in die Betrachtung einbezogen werden.⁷⁵¹

⁷⁴⁹ Für eine Unterstützung beim Zugang zu strategischem Know-how konnte die bessere Unterstützung durch eine CVCG nicht signifikant nachgewiesen werden.

⁷⁵⁰ Vgl. Tab. A3-4 in Anhang 3.

⁷⁵¹ Im Rahmen der hier vorliegenden Untersuchung konnte die kostenorientierte Betrachtung auf Seiten des Beteiligungskapitalgebers nicht mit in die empirische Untersuchung einbezogen werden, da die Beteiligungskapitalnehmer befragt wurden, die i. d. R. keinen Einblick in die Kostenstruktur und -verteilung der sie finanziierenden CVCG bzw. VCG haben.

Die operativ orientierten Unterstützungsleistungen werden von den befragten PU insgesamt als nicht besonders ausgeprägt bewertet.⁷⁵² Betrachtet man die Häufigkeiten der einzelnen Bewertungen durch die PU, so fällt die geringe Anzahl der als sehr gut bzw. gut bewerteten Unterstützungsleistungen im operativ orientierten Bereich auf.⁷⁵³ Eine nur als punktuell zu bezeichnende Unterstützung wird dabei von den Beteiligungskapitalgesellschaften in der operativen Unterstützung im Produktionsbereich, bei der administrativen Unterstützung sowie bei der Unterstützung im Infrastrukturbereich geleistet. Besonders bei der operativen Unterstützung im Produktionsbereich sowie bei der Infrastruktur haben mehr als die Hälfte der befragten PU angegeben, gar nicht unterstützt worden zu sein. Dieses Ergebnis sollte man allerdings aufgrund des lediglich 45% großen Anteils der betrachteten Unternehmen, welche die Produktion als Wertschöpfungsstufe angaben, nicht überschätzen. Im Rahmen der operativen Unterstützung im Marketing- und Vertriebsbereich sowie im Controllingbereich werden dagegen die PU in 17% bzw. 23% der Fälle sehr gut oder gut unterstützt. Des Weiteren werden in diesen beiden Bereich auch nur 28% bzw. 23% der befragten PU gar nicht unterstützt.⁷⁵⁴ Daher kann angenommen werden, dass die operative Unterstützung im Marketing und Vertrieb sowie im Controlling in einigen Fällen über die Unterstützung, um kurzfristigen Krisensituationen zu begegnen, hinausgeht.

Vergleicht man die CVC-finanzierten PU mit den VC-finanzierten PU im Rahmen der operativ orientierten Unterstützungsleistungen, so fallen die, mit Ausnahme des Controllingbereiches, etwas höheren Mittelwerte der CVC-finanzierten PU auf. Diese Unterschiede in den Mittelwerten führen allerdings nicht zum angenommenen signifikanten Unterschied zwischen den CVC-finanzierten und den VC-finanzierten PU.⁷⁵⁵ Daher müssen die auf die Unterstützung im operativen Bereich bezogenen Hypothesen H₉ bis H₁₃ abgelehnt werden. Als Gründe für die Ablehnung der vorliegenden Hypothesen kann zum einen der insgesamt geringe Umfang der Unterstützungsleistungen im operativen Bereich durch die Beteiligungskapitalgesellschaften genannt werden. Dabei ist zu vermuten, dass sowohl CVCG als auch VCG ihre PU hauptsächlich während des Auftretens von kurzfristigen Krisen in einem Unternehmensbereich bei der Umsetzung von geplanten Aktivitäten unterstützen. Zum anderen trägt die Unterstützung bei der operativen Umsetzung aufgrund des hohen zeitlichen Aufwandes und der in den Beteiligungsgesellschaften oftmals fehlenden Erfahrungen zu einer deutlichen Erhöhung der neben der Investitionssumme aufzubringenden Kos-

⁷⁵² Vgl. Tab. 5-20.

⁷⁵³ Vgl. hierzu Tab. A3-6 in Anhang 3.

⁷⁵⁴ Vgl. Tab. A3-6.

⁷⁵⁵ Vgl. Tab. 5-21.

ten, die den Ertrag der VCG bzw. CVCG verringern, bei. Der Aspekt, dass sich PU durch die operative Unterstützung möglicherweise langfristig besser entwickeln als ohne diese Unterstützung und dadurch die Beteiligungskapitalgeber im Rahmen des Ausstiegs aus dem Investment, einen höheren Wert generieren können, spielt allerdings ebenfalls eine Rolle, die jedoch im Rahmen dieser Untersuchung nur indirekt im folgenden Kapitel beantwortet werden kann.⁷⁵⁶

Unterstützung durch den Finanzierungspartner in Bezug auf	Gesamtstichprobe (73 ≤ N ≤ 74)		CVC-finanzierte PU (29 ≤ N ≤ 30)	VC-finanzierte PU (44 ≤ N ≤ 45)
	M ^a	S ^a		
Zugang zu operativem Know-how im Marketing/Vertrieb	M	3,53	3,37	3,64
	S	1,16	1,10	1,20
	Median	3	3	3,5
Zugang zu operativem Know-how in der Produktion	M	4,34	4,14	4,48
	S	0,90	1,06	0,76
	Median	5	4	5
Zugang zu operativem Know-how im Controlling	M	3,47	3,50	3,45
	S	1,18	1,20	1,19
	Median	4	4	3,5
Unterstützung im administrativen Bereich	M	3,96	3,79	4,07
	S	1,10	1,11	1,10
	Median	4	4	4
Infrastruktur (Räumlichkeiten, etc.)	M	4,48	4,38	4,55
	S	0,85	0,98	0,76
	Median	5	5	5

Tab. 5-20: Unterstützung der PU durch den Finanzierungspartner im Rahmen nicht-monetärer, operativ orientierter Zusatzleistungen

Quelle: Eigene Erhebung.

a) Verwendete Abkürzungen: M=Mittelwert; S=Standardabweichung.

⁷⁵⁶ Vgl. hierzu die Ausführungen in Kap. 5.2.4.

<i>Unterstützung durch den Finanzierungspartner in Bezug auf</i>	Typ der Beteiligungskapitalgesellschaft (CVC=1, VC=2)
Zugang zu operativem Know-how im Marketing/Vertrieb	--
Zugang zu operativem Know-how in der Produktion	--
Zugang zu operativem Know-how im Controlling	--
Unterstützung im administrativen Bereich	--
Infrastruktur (Räumlichkeiten, etc.)	--

Tab. 5-21: Zusammenhänge zwischen der Unterstützung mit nicht-monetären, operativ orientierten Zusatzleistungen des PU und dem Typ der Beteiligungsellschaft

Quelle: Eigene Erhebung.

Erl. zur Signifikanz: * p<0,10 * p<0,05 ** p<0,01 *** p<0,001 (zweiseitiger Test)
Zusammenhänge mit p > 0,15 werden nicht aufgezeigt.

Insgesamt kann also festgehalten werden, dass zwar eine Unterstützung der PU im operativ orientierten Bereich stattfindet. Diese Unterstützung wird allerdings nur bei einem Teil der befragten PU tatsächlich durchgeführt. Dies könnte zum einen darauf hindeuten, dass die VCG bzw. CVCG eine Unterstützung der PU in diesem Bereich aufgrund des hohen Kosten- und Zeitaufwandes scheuen. Zum anderen könnte dies auch darauf hindeuten, dass die Beteiligungskapitalgesellschaften lediglich im operativen Bereich die PU punktuell unterstützen wollen, falls in den entsprechenden Bereichen der PU kurzfristige Krisensituationen auftreten. Um einen Bezug zwischen dem Erfolg auf Seiten der PU und der Ausprägung der Managementunterstützung ziehen zu können, sei auf das folgende Kapitel verwiesen.⁷⁵⁷

⁷⁵⁷ Eine Aussage zum Kostenaufwand für die Unterstützungsleistungen und deren Erfolgsbezug kann allerdings für die Beteiligungskapitalgeber nicht erfolgen, da lediglich Aussagen von den beteiligungskapitalfinanzierten PU erhoben wurden.

5.2.4 Erfolgswirkung im Rahmen der eigenen Stichprobe

Im Rahmen dieses Abschnittes werden die Erfolgszusammenhänge der nicht-finanziellen Zusatzleistungen durch die Beteiligungskapitalgeber analysiert und aufgezeigt. Zunächst wird jedoch erläutert, wie der Beteiligungserfolg in der vorliegenden Untersuchung gemessen wurde und welche Schwierigkeiten bei der Messung des Erfolges auftraten.

5.2.4.1 Messung des Beteiligungserfolges in der eigenen Stichprobe

Die in Kap. 4.2.3.1 dargelegten Überlegungen zur Operationalisierung von Erfolgsmaßen wurden in die Gestaltung des Erhebungsinstrumentes einbezogen. Dabei wurden neben der subjektiven Einschätzung der Unternehmensentwicklung in fünf zentralen Unternehmensbereichen (in der Frage G1) sowohl Plan- und Istwerte sowie Entwicklungstendenzen der Eigenkapital- und Gesamtkapitalrentabilität (in Frage H1) als auch der Unternehmenswert zum (ersten) Finanzierungszeitpunkt sowie zum letzten Bilanzstichtag (in den Fragen H2 und H3) abgefragt. Aus den beiden Unternehmenswerten sollte eine in Prozent zu erfassende Unternehmenswertveränderung seit dem Einstieg des ersten Beteiligungskapitalgebers errechnet werden.⁷⁵⁸ Durch den simultanen Einsatz der verschiedenen Erfolgsmaße sollte eine genauere Messung des Beteiligungserfolges ermöglicht werden, da jedes einzelne Erfolgsmaß, besonders bei jungen Unternehmen, die über keine lange Unternehmenshistorie verfügen, gewisse Probleme mit sich bringt. Bei der Erfassung der Unternehmenswertveränderung hätte sich besonders durch den, bei vielen befragten PU, kurzen Zeitraum zwischen erster Finanzierungsrunde und letztem Bilanzierungszeitpunkt das Problem ergeben können, ob in dieser kurzen Zeitperiode überhaupt schon eine Auswirkung der Unterstützungsleistungen auf die Wertentwicklung des PU hätte festgestellt werden können.⁷⁵⁹ Im Rahmen der Ermittlung der Eigen- bzw. Gesamtkapitalrentabilität kann diese ebenfalls aufgrund der kurzen Unternehmenshistorie in einigen Fällen nicht sinnvoll errechnet werden, da einige Unternehmen noch nicht

⁷⁵⁸ Hierdurch sollte ein „potentieller“ Return on Investment (ROI) errechnet werden, der zumindest eine Entwicklungstendenz des PU aufzeigen konnte. Durch die Erfassung von zwei Unternehmenswerten zu unterschiedlichen Zeitpunkten konnte auch das Problem der unterschiedlichen Berechnung des Unternehmenswertes bei verschiedenen Unternehmen aus unterschiedlichen Branchen minimiert werden, da nicht der Unternehmenswert an sich verglichen werden sollte, sondern lediglich die prozentuale Differenz zwischen diesen beiden Werten.

⁷⁵⁹ Vgl. hierzu die Tab. 5-4 und 5-8.

über die Gewinnschwelle gekommen sind und daher eine negative Eigen- und Gesamtkapitalrentabilität ausweisen würden.

Obwohl in der Anleitung zum Fragebogen deutlich darauf hingewiesen wurde, dass ein Ausfüllen der Angaben zur Rentabilität in Frageblock H des Fragebogens notwendig ist, haben leider rund 65% der befragten Unternehmen keine Angaben zur Rentabilität ihres Unternehmens gemacht. Aufgrund der geringen Zahl der Antworten in diesem Bereich konnten daher die hier abgefragten Erfolgsmaße nicht mit in die Untersuchung aufgenommen werden. Als Gründe für diese mangelnde Ausfüllbereitschaft in diesem Frageblock könnten zum einen ein gewisses Misstrauen der befragten Unternehmen gegenüber der Herausgabe von für das Unternehmen kritischen Zahlen und Daten sprechen.⁷⁶⁰ Zum anderen könnten die möglicherweise nicht erhobenen bzw. beim Ausfüllen nicht ad-hoc vorhandenen Unternehmenswerte, besonders zum letzten Bilanzierungszeitpunkt, für die hier vorliegende mangelnde Ausfüllbereitschaft mitverantwortlich sein.⁷⁶¹

Die Einschätzung der Unternehmensentwicklung im Vergleich zur Planung im Businessplan in fünf zentralen Unternehmensbereichen wurde jedoch von nahezu allen befragten Unternehmen ausgefüllt, weshalb diese Werte für die Ermittlung des Beteiligungserfolges herangezogen werden können. Kritisch muss allerdings angemerkt werden, dass dieses Maß durch die subjektive Einschätzung der befragten Unternehmensvertreter eine gewisse Fehlerquote beinhaltet, weshalb die auftretenden Ergebnisse vorsichtig interpretiert werden müssen. Auf der anderen Seiten können allerdings subjektive Maße, besonders wenn sie durch die Befragung von internen Quellen erhoben wurden, sehr gute Schätzungen abgeben⁷⁶² und durchaus eine Kongruenz zu objektiven Maßen aufweisen⁷⁶³.

⁷⁶⁰ Den Unternehmen wurde im Anschreiben zur Befragung eine Möglichkeit zur anonymen Rücksendung der Daten gegeben. Des weiteren wurde den Unternehmen auch versichert, dass die Daten vertraulich behandelt werden. Möglicherweise wurde aber vom Autor unterschätzt, dass gerade der Unternehmenswert von den beteiligungskapitalfinanzierten PU als sehr kritisch eingeschätzt wird, da dieser Wert bei der Beteiligungsverhandlung einen zentralen Eckpunkt darstellt.

⁷⁶¹ Gegen dieses Argument sprechen allerdings die Angaben der Unternehmen, die diesen Teil ausgefüllt haben. Diese Unternehmen haben mit einer Ausnahme sowohl den Unternehmenswert zum Finanzierungszeitpunkt als auch zum letzten Bilanzierungstichtag angegeben.

⁷⁶² *Brush/Vanderwerf* haben mehrere Informationsquellen für Erfolgsmaße verglichen und kamen zu dem Schluß, dass die PU-Manager und die involvierten VC-Gesellschaften die verlässlichsten Schätzungen abgeben können. Vgl. *Brush/Vanderwerf* (1992), S. 158 ff.

⁷⁶³ *Chandler/Hanks* konnten mit ihrer Untersuchung deutlich machen, dass subjektive Erfolgseinschätzungen oftmals mit objektiven Kriterien zu einem Großteil übereinstimmen. Vgl. *Chandler/Hanks* (1993), S. 404 f.

Die Entwicklung der einzelnen Unternehmen im Vergleich zur Planung im Businessplan in den fünf betrachteten Unternehmensbereichen Forschung und Entwicklung, Produktion, Marketing/Vertrieb, Planung/Strategie und Finanzen/Controlling wurde dabei mittels einer fünfstufigen Skala in Frage G1 erfasst.⁷⁶⁴ Zur Beantwortung dieser Frage wurde die Skala wie folgt gewählt:

1 bedeutet bessere Entwicklung als im Businessplan geplant, 3 bedeutet Entwicklung gleich der Planung im Businessplan, 5 bedeutet schlechtere Entwicklung als im Businessplan prognostiziert. Die Werte 2 und 4 wurden als Zwischenwerte zwischen einer der Planung entsprechenden Entwicklung und einer besseren Entwicklung auf der einen Seite sowie zwischen einer der Planung entsprechenden Entwicklung und einer schlechteren Entwicklung im Vergleich zum Businessplan auf der anderen Seite verwendet.

Die fünf betrachteten Unternehmensbereiche wurden gewählt, da die vier Unternehmensfunktionen Forschung und Entwicklung, Produktion, Marketing/Vertrieb und Finanzen/Controlling sowie die Querschnittsfunktion Planung/Strategie wichtige Unternehmensbereiche darstellen und da diese Unternehmensbereiche normalerweise auch in einem Businessplan eines jungen Unternehmen abgebildet werden. Dadurch kann die Einschätzung zur Entwicklung des Unternehmens spezifischer vorgenommen werden, als wenn nur eine Einschätzung zur Entwicklung des Unternehmens im Vergleich zum Businessplan getätigter wäre. Ein Vergleich zur Planung im Businessplan wurde abgefragt, da der Businessplan die Grundlage der Zusammenarbeit zwischen dem Beteiligungskapitalgeber und dem PU darstellt.⁷⁶⁵

Zur Schaffung eines einheitlichen Wertes, wie sich das PU im Vergleich zur Planung im Businessplan entwickelt hat, soll nun ein Index aus den von den PU angegebenen Variablen gebildet werden. Hierzu soll ein gleichgewichteter Erfolgsindex aus allen angegebenen Werten erzeugt werden. Dieser Index wird aus der Summe der einzelnen Variablen geteilt durch die Anzahl der Nennungen errechnet.⁷⁶⁶ Um zu überprüfen, ob die einzelnen Variablen miteinander zusammenhängen, was die Schaffung des Indexes unterstützen könnte, wurde die Korrelation zwischen den einzelnen Variablen in Tab. 5.22 dargestellt.

⁷⁶⁴ Vgl. Frage G1 des Fragebogens in Anhang 1.

⁷⁶⁵ Der Businessplan stellt ein wichtiges Instrument zur Kapitalbeschaffung dar. Vgl. hierzu auch Kap. 2.1.3.3.

⁷⁶⁶ Einige PU sind nicht im produzierenden Gewerbe tätig und engagieren sich daher nicht in der Forschung und Entwicklung sowie der Produktion (vgl. Tab. 5.5). Diese Unternehmen haben folgerichtig auch die Variable ‚Entwicklung im Vergleich zum Businessplan im Forschungs- und Entwicklungsbereich‘ sowie ‚im Produktionsbereich‘ nicht angegeben. Daher finden bei diesen Unternehmen lediglich drei bzw. vier Variablen Eingang in den Erfolgsindex.

Einschätzung der Unternehmensentwicklung im Vergleich zum Businessplan bezogen auf die Funktion/den Bereich	Kendall's Tau				
	1)	2)	3)	4)	5)
1) Forschung und Entwicklung	1	0,333 **	0,189 *	0,376 ***	0,175 *
2) Produktion		1	--	--	--
3) Marketing/Vertrieb			1	0,344 **	0,206 *
4) Planung/Strategie				1	0,362 ***
5) Finanzen/Controlling					1

Tab. 5-22: Zusammenhänge zwischen den Variablen zur Erfolgsmessung
Quelle: Eigene Erhebung.

Erl. zur Signifikanz: * p<0,10 * p<0,05 ** p<0,01 *** p<0,001 (zweiseitiger Test)
Zusammenhänge mit p > 0,15 werden nicht aufgezeigt.

Hierbei wurde festgestellt, dass alle Variablen, mit Ausnahme der Einschätzung der Unternehmensentwicklung im Produktionsbereich miteinander positiv zusammenhängen. Da die Einschätzung der Unternehmensentwicklung im Produktionsbereich mit der Einschätzung im Forschungs- und Entwicklungsbereich korreliert, kann des Weiteren vermutet werden, dass sich erfolgreiche oder weniger erfolgreiche Entwicklungen in diesem Bereich erst nach einem längeren Zeitraum auswirken, weshalb keine signifikante Korrelation mit der Einschätzung der Unternehmensentwicklung in den Bereichen Marketing/Vertrieb, Planung/Strategie und Finanzen/Controlling nachgewiesen werden konnte. Es kann jedoch trotz der hier fehlenden Korrelation angenommen werden, dass die Unternehmensentwicklung im Produktionsbereich, zumindest bei den Unternehmen des produzierenden Gewerbes, zum Gesamterfolg beiträgt. Daher wird für die folgenden Untersuchungen zur Erfolgswirkung der nicht-finanziellen Unterstützungsleistungen der hier dargelegte Erfolgsindex aus den Einschätzungen der Unternehmensentwicklung in den einzelnen Bereichen verwendet.

5.2.4.2 Erfolgswirkung der nicht-finanziellen Unterstützungsleistungen

Nachdem in den vorherigen Abschnitten aufgezeigt wurde, welche Erwartungen VC- und CVC-finanzierte PU an ihre Beteiligungskapitalgeber haben und wie die tatsächliche Ausprägung dieser Unterstützungsleistungen von den PU eingeschätzt wird, soll in diesem Abschnitt versucht werden, Erfolgszusammenhänge der nicht-finanziellen Zusatzleistungen aufzuzeigen.

5.2.4.2.1 Trägerschaft der Gesellschaft

In den bisher dargelegten Ergebnissen der eigenen Studie wurde deutlich, dass sich CVCG nach Einschätzung ihrer PU tendenziell besser, in Bezug auf einen Großteil der strategisch orientierten, nicht-finanziellen Unterstützungsleistungen, um ihre PU kümmern, als dies VCG tun. Um zu überprüfen, ob bzw. inwieweit sich diese Einschätzung auf den Unternehmenserfolg des PU auswirkt, werden im Folgenden der gebildete Erfolgsindex sowie die Einschätzungen der PU zu ihrer bereichsspezifischen Entwicklung im Vergleich zur Planung im Businessplan auf ihre Korrelation mit der Erfolgeinschätzung der PU überprüft. Dabei konnte zwischen dem Erfolgsindex und dem Typ der Beteiligungskapitalgesellschaft kein signifikanter Zusammenhang festgestellt werden.⁷⁶⁷ Bei der Einschätzung der PU zur Entwicklung im Bereich Produktion konnte jedoch ein signifikanter Erfolgzzusammenhang mit dem Vorhandensein eines CVC-Investors gefunden werden. Dies deutet darauf hin, dass möglicherweise die Kompetenz der CVCG bzw. von deren MU bei der Unterstützung ihrer PU im Produktionsbereich besser eingeschätzt wird und dadurch zu einem höheren Unternehmenserfolg in diesem Bereich bei den PU beitragen kann. Dagegen konnte im Bereich Finanzen/Controlling eine signifikant bessere Einschätzung des Unternehmenserfolges bei der Investition durch einen VC-Investor festgestellt werden. Als Gründe für dieses Ergebnis kommen dabei die oftmals höheren Erfahrung der VCG im Finanzierungsbereich, im Vergleich zu CVCG, sowie die besser eingeschätzte Unterstützung im finanziellen Bereich⁷⁶⁸ in Betracht. Die bessere Einschätzung der Unternehmensentwicklung in den beiden dargelegten Bereichen könnte jedoch auch auf einer höheren Erfahrung des Gründerteams bzw. der Geschäftsführung des Unternehmens in dem entsprechenden Unternehmensbereich beruhen. Hierfür konnte jedoch kein entsprechender signifikanter Beleg bei der Überprüfung des Erfahrungs-

⁷⁶⁷ Vgl. Tab. 5-23.

⁷⁶⁸ Vgl. Tab. 5.14.

hintergrundes in den beiden Bereichen zwischen VC- und CVC-finanzierten PU gefunden werden.⁷⁶⁹

Kendall's Tau	
Typ der Beteiligungskapitalgesellschaft (CVC=1, VC=2)	
Erfolgsindex der Entwicklungen der PU im Vergleich zur Planung im Businessplan	--
Einschätzung der Unternehmensentwicklung im Vergleich zum Businessplan bezogen auf den Bereich Produktion	0,22 *
Einschätzung der Unternehmensentwicklung im Vergleich zum Businessplan bezogen auf den Bereich Finanzen/Controlling	-0,24 *

Tab. 5-23: Zusammenhänge zwischen dem Typ der Beteiligungsgesellschaft und dem Erfolg des PU

Quelle: Eigene Erhebung.

Erl. zur Signifikanz: * p<0,10 * p<0,05 ** p<0,01 *** p<0,001 (zweiseitiger Test)
Zusammenhänge mit p > 0,15 werden nicht aufgezeigt.

Durch das hier vorliegende Ergebnis zum Erfolgsbeitrag des Typs der Beteiligungsgesellschaft deutet sich auch an, dass CVCG und VCG Stärken in unterschiedlichen Bereichen, die für die PU nützlich sein können, haben. Daher kann auch der in Hypothese H₁₄ vermutete Zusammenhang, dass sich VCG und CVCG in Bezug auf den Erfolgsbeitrag nicht signifikant unterscheiden als zutreffend im Rahmen der vorliegenden Untersuchung bezeichnet werden. Daher kann die Hypothese H₁₄ nicht verworfen werden.

Im Rahmen der nun folgenden Auswertungen werden lediglich Zusammenhänge zwischen Variablen der Gesamtstichprobe und dem Unternehmenserfolg betrachtet. Eine getrennte Betrachtung der CVC- bzw. VC-finanzierten PU erfolgt dabei nicht mehr.

⁷⁶⁹ Der eingeschätzte Erfahrungshintergrund der Geschäftsführung des PU zum Erhebungszeitpunkt wurde hierfür mittels eines nichtparametrischen Tests (Mann-Whitney-Test) auf einen möglicherweise vorhandenen signifikanten Unterschied zwischen VC- und CVC-finanzierten PU untersucht. Hierbei wurde jedoch kein signifikanter Unterschied ($p>0,15$) in den Erfahrungshintergründen der fünf erhobenen Unternehmensbereiche festgestellt. Die Einschätzung des Erfahrungshintergrundes wurde mithilfe der Fragen F1 und F2 des Fragebogens erhoben. Vgl. hierzu Anhang 1.

5.2.4.2.2 Interaktionshäufigkeit zwischen dem Beteiligungskapitalgeber und dem PU

Bevor im nächsten Abschnitt auf die Erfolgswirkung der Interaktionsqualität der nicht-finanziellen Unterstützungsleistungen des Beteiligungskapitalgebers eingegangen wird, soll zuerst untersucht werden, ob die Häufigkeit der Interaktion zwischen dem Beteiligungskapitalgeber und dem PU zu einer positiven Unternehmensentwicklung beiträgt.

Kendall's Tau	
Interaktionshäufigkeit des Beteiligungskapitalgebers mit dem PU	
Erfolgsindex der Entwicklungen der PU im Vergleich zur Planung im Businessplan	--
Einschätzung der Unternehmensentwicklung im Vergleich zum Businessplan bezogen auf den Bereich Marketing/Vertrieb	0,25 **

Tab. 5-24: Zusammenhang zwischen der Interaktionshäufigkeit der Beteiligungssellschaft mit dem PU und dem Erfolg des PU

Quelle: Eigene Erhebung.

Erl. zur Signifikanz: * p<0,10 * p<0,05 ** p<0,01 *** p<0,001 (zweiseitiger Test)
Zusammenhänge mit p > 0,15 werden nicht aufgezeigt.

Die der Hypothese H₁₅ zugrundeliegende Vermutung, dass eine höhere Kontakthäufigkeit zwischen Beteiligungskapitalgeber und PU zu einer besseren Entwicklung des Unternehmens beiträgt, konnte allerdings nicht bestätigt werden. Daher ist die Hypothese H₁₅ zu verwerfen.

Lediglich bei der Entwicklung des Unternehmens im Bereich Marketing/Vertrieb konnte ein signifikanter Zusammenhang mit der Kontakthäufigkeit festgestellt werden. Danach trägt eine höhere Kontakthäufigkeit zwischen Beteiligungskapitalgeber und PU zu einer besseren Unternehmensentwicklung im Bereich Marketing/Vertrieb bei. Die geringe Korrelation deutet allerdings auf einen schwachen Zusammenhang hin.

Das Ergebnis, dass zwischen der Interaktionshäufigkeit und der Entwicklung des Unternehmenserfolges kein signifikanter Zusammenhang besteht, trägt auch dem von Schefczyk dargestellten Problem Rechnung, dass zwischen Interaktionsintensität und Interaktionsqualität Unterschieden werden sollte.⁷⁷⁰ So trägt die Häufigkeit der

⁷⁷⁰ Vgl. Schefczyk (2004), S. 246.

Interaktion in der vorliegenden Untersuchung nicht bzw. nur im Bereich Marketing/Vertrieb zu einer positiven Unternehmensentwicklung bei. Daher wird im Folgenden der Zusammenhang zwischen der Interaktionsqualität des Beteiligungskapitalgebers mit dem PU und dem Unternehmenserfolg betrachtet.

5.2.4.2.3 Interaktionsqualität zwischen dem Beteiligungskapitalgeber und dem PU

Betrachtet man die Vielfältigkeit der in der eigenen Untersuchung betrachteten Beteiligungskapitalgesellschaften und die Vielfältigkeit der verschiedenen Ausprägungen im Rahmen der nicht-finanziellen Unterstützungsleistungen in den untersuchten Bereichen, so liegt nahe, die untersuchten PU in Abhängigkeit von den qualitativen Ausprägungen der nicht-finanziellen Unterstützungsleistungen mithilfe einer Clusteranalyse in verschiedene Gruppen einzuteilen. Darauf aufbauend soll versucht werden, vorhandene Unterschiede im Erfolgsbeitrag zwischen den auftretenden Gruppen aufzuzeigen.

Um die Anzahl der in die Clusteranalyse einzubeziehenden Variablen möglichst klein zu halten, werden lediglich jene Unterstützungsbereiche mit einbezogen, die einen Median kleiner als 4 aufweisen.⁷⁷¹ Als Ausnahme soll lediglich die Unterstützung bei der Rekrutierung von Führungspersonal mit in die Clusteranalyse einbezogen werden, da sich diese Variable möglicherweise auf die Clusterbildung auswirken könnte, wie andere Untersuchungen zeigen.⁷⁷² Es werden also jene Variablen mit in die Clusteranalyse einbezogen, die eine Auswirkung auf die Interaktionsqualität vermuten lassen.

Hierzu wurde mithilfe der hierarchischen Clusteranalyse⁷⁷³ eine Lösung mit vier Clustern⁷⁷⁴ ausgewählt. Die Ergebnisse der Clusteranalyse sind in Tab. 5.25 darge-

⁷⁷¹ Dies sind die Variablen "Unterstützung beim Zugang zu weiteren Finanzierungspartnern", „Unterstützung beim Zugang zu strategischem Know-how“, „Unterstützung mit Branchenexpertise“, „Unterstützung beim Marktzugang“ und „Unterstützung beim Zugang zu operativem Know-how im Marketing/Vertrieb“.

⁷⁷² Vgl. MacMillan et al. (1989), S. 38.

⁷⁷³ Als Distanz- bzw. Ähnlichkeitsmaß wurde der quadrierte euklidische Abstand verwendet. Der Verwendung dieses Maßes liegt die Annahme zugrunde, dass die verwendeten Variablen intervallskaliert sind, d. h. sich die Einschätzungen der Ausprägung auf der verwendeten fünfstufigen Skala in jeweils gleichem Ausmaß voneinander unterscheiden bzw. die gleiche Distanz zueinander aufweisen.

⁷⁷⁴ Die Anzahl der Cluster wurde durch das Vorhandensein eines deutlichen Überschrittes im viertletzten Fusionierungsschritt (dargestellt in der Zuordnungsübersicht) auf vier festgelegt.

stellt. Die vier Cluster unterscheiden sich dabei in Bezug auf die Interaktionsqualität, gemessen in der Ausprägung der nicht-finanziellen Unterstützungsleistungen in den verschiedenen Bereichen, deutlich voneinander.⁷⁷⁵

Die erste Gruppe (Cluster 1) zeichnet sich durch eine als gut bis befriedigend eingeschätzte Interaktionsqualität in vielen untersuchten Bereichen aus. Besonders in den strategisch orientierten Unterstützungsleistungen⁷⁷⁶, mit Ausnahme der Branchenexpertise, unterscheidet sich diese Gruppe signifikant⁷⁷⁷ von den anderen Gruppen. Aufgrund der in vielen Bereichen besser eingeschätzten Interaktionsqualität im Vergleich zu den anderen Gruppen, wird dieses Cluster als *Gruppe mit hoher Interaktionsqualität* zwischen dem Beteiligungskapitalgeber und dem PU bezeichnet.

Die zweite Gruppe zeichnet sich durch eine im Vergleich zu Cluster 3 und 4 signifikant besser eingeschätzte Unterstützung im Rahmen der Branchenexpertise und beim Marktzugang aus. Daneben wird die Unterstützung in einigen weiteren Bereichen signifikant besser, darunter u. a. der Zugang zu strategischem Know-how, als von den PU in Cluster 4 eingeschätzt.⁷⁷⁸ Aufgrund der besser eingeschätzten Interaktionsqualität in den beiden strategisch orientierten Bereichen Branchenexpertise und Marktzugang wird das Cluster 2 als *markt- und branchenorientierte Gruppe mit mittlerer Interaktionsqualität* bezeichnet.

Die dritte Gruppe zeichnet sich durch eine als gut bis befriedigend eingeschätzte Interaktionsqualität in den Bereichen Zugang zu Führungspersonal sowie Zugang zu weiteren Finanzierungspartnern aus. Bei der Unterstützung im Rahmen des Zugangs zu Führungspersonals unterscheidet sich diese Gruppe signifikant von den Clustern 2 und 4.⁷⁷⁹ Des Weiteren unterscheidet sich dieses Cluster auch in Bezug auf die Unterstützung beim Zugang zu weiteren Finanzierungsquellen signifikant von Cluster 2. Aufgrund der hier aufgezeigten signifikanten Unterschiede wird Cluster 3 als *führungspersonal- und finanziierungsorientierte Gruppe mit mittlerer Interaktionsqualität* bezeichnet.

⁷⁷⁵ Vgl. hierzu Tab. 5-25.

⁷⁷⁶ Hierzu zählen die Unterstützung beim Zugang zu strategischem Know-how, die Branchenexpertise, der Marktzugang sowie der Zugang zu Lieferanten.

⁷⁷⁷ Um zu untersuchen, ob sich die Mittelwerte von jeweils zwei Clustern voneinander unterscheiden, wurde aufgrund der zugrunde liegenden ordinalskalierten Variablen ein nichtparametrisches Testverfahren (Mann-Whitney-Test) verwendet. Die Ergebnisse sind in Tabelle 5-25 bzw. 5-26 dargestellt.

⁷⁷⁸ Vgl. Tab. 5-25.

⁷⁷⁹ Vgl. Tab. hierzu 5-25.

Die vierte Gruppe zeichnet sich schließlich durch eine als sehr gering zu bezeichnende Interaktionsqualität aus. In einem Großteil der untersuchten Unterstützungs bereiche deuten die Mittelwerte sowie die hier nicht aufgezeigten Mediane darauf hin, dass die PU dieser Gruppe vielfach nicht, im Rahmen der nicht-finanziellen Zusatzleistungen, unterstützt werden.⁷⁸⁰ Lediglich bei der Unterstützung zum Zugang zu weiteren Finanzierungspartnern deutet der Mittelwert von 3,45, allerdings mit nur befriedigender Ausprägung, auf eine gewisse Unterstützungs tätigkeit der Beteiligungskapitalgeber hin. Aufgrund der als sehr gering bis nicht vorhanden eingeschätzten Unterstützungsleistungen der Finanzierungspartner für die finanzierten PU wird Cluster 4 als *Gruppe mit niedriger Interaktionsqualität* bezeichnet.

Um herauszufinden, ob sich Gründe für die unterschiedliche Interaktionsqualität zwischen den einzelnen Clustern durch allgemeine Merkmale des Investments, des PU bzw. des Managements des PU erklären lassen, wurden die Zeitdauer zwischen Gründung und erster Finanzierungsrunde, die Berufserfahrung je Gründer sowie der eingeschätzte Erfahrungshintergrund des Managements des PU in den fünf abgefragten Unternehmensbereichen untersucht.⁷⁸¹ Dabei wurde lediglich ein signifikanter Unterschied im Erfahrungshintergrund der Geschäftsführung des PU im Bereich Planung/Strategie zwischen Cluster 2 und Cluster 3 gefunden. Weitere signifikante Unterschiede zwischen den Mittelwerten der jeweiligen Merkmale in den einzelnen Clustern konnten nicht festgestellt werden.

Im nächsten Schritt wurden die Mittelwerte des Erfolgsindexes sowie der Einschätzung der Unternehmensentwicklung im Vergleich zum Businessplan in den fünf Unternehmensbereichen für jedes Cluster ermittelt. Anschließend wurde untersucht, ob sich die Mittelwerte zwischen je zwei Clustern voneinander signifikant unterscheiden.⁷⁸² Hierbei konnte festgestellt werden, dass sich die Mittelwerte des Erfolgsindex sowie der Einschätzung der Unternehmensentwicklung im Vergleich zum Businessplan in den Bereichen Planung/Strategie und Finanzen/Controlling zwischen Cluster 1 und den Clustern 2 und 4 signifikant unterscheiden. Dies deutet darauf hin, dass die Gruppe mit hoher Interaktionsintensität (Cluster 1) eine signifikant bessere, von den PU eingeschätzte Unternehmensentwicklung im Vergleich zum Businessplan als die markt- und branchenorientierte Gruppe mit mittlerer Interaktionsqualität (Cluster 2) sowie die Gruppe mit niedriger Interaktionsqualität (Cluster 4) aufweist. Einen signifikanten Unterschied in der Einschätzung der Unternehmensentwicklung zwischen

⁷⁸⁰ Vgl. Tab. 5-25.

⁷⁸¹ Vgl. Tab. A3-8 und A3-9 in Anhang 3.

⁷⁸² Hierzu wurde ein nichtparametrisches Testverfahren (Mann-Whitney-Test) verwendet. Die entsprechenden Ergebnisse sind in Tabelle 5-25 bzw. 5-26 dargestellt.

der Gruppe mit hoher Interaktionsqualität (Cluster 1) und der führungspersonal- und finanziierungsorientierte Gruppe mit mittlerer Interaktionsqualität (Cluster 3) konnte dagegen nicht nachgewiesen werden. Ebenfalls kein signifikanter Unterschied konnte zwischen den Clustern 2, 3 und 4 nachgewiesen werden.

Aufgrund der signifikant besser eingeschätzten Unternehmensentwicklung der Gruppe mit hoher Interaktionsqualität im Vergleich zu der Gruppe mit niedriger Interaktionsqualität sowie der markt- und branchenorientierten Gruppe mit mittlerer Interaktionsqualität (Cluster 2) kann die Hypothese H₁₆ als tendenziell nicht zu verwerfen bezeichnet werden. Gegen eine Annahme spricht jedoch, dass sich die beiden Gruppen mit mittlerer Interaktionsqualität (Cluster 2 und 3) nicht signifikant von der Gruppe mit niedriger Interaktionsqualität unterscheiden und dass sich Cluster 1 nicht signifikant von der führungspersonal- und finanziierungsorientierten Gruppe mit mittlerer Interaktionsqualität (Cluster 3) unterscheidet. Aufgrund der hier dargelegten Einschränkung kann die Hypothese H₁₆, dass die qualitative Ausprägung die Güte der Unterstützungsleistungen des Beteiligungskapitalgeber bzw. die Interaktionsqualität positiv zum Erfolg des PU beträgt, lediglich für die Gruppe mit hoher Interaktionsqualität im Vergleich zur Gruppe mit niedriger Interaktionsqualität sowie zur markt- und branchenorientierten Gruppe mit mittlerer Interaktionsqualität nicht verworfen werden.

	Cluster 1 N = 13			Cluster 2 N = 28			Cluster 3 N = 7			Cluster 4 N = 22		
	M ^a	N	S ^a	M	N	S	M	N	S	M	N	S
Zugang zu Führungspersonal	2,00 ^{1***; 3)***}	0,58		4,04 ^{3)*}		0,79	2,14 ^{1)***; 3)***}		0,69	4,41		0,85
Zugang zu operativem Know-how im Marketing/Ventrieb	2,85 ^{3)***}	0,90		3,36 ^{3)**}		0,99	3,14 ^{3)**}		1,07	4,55		0,74
Zugang zu strategischem Know-how	2,00 ^{1)*; 2)*;} ^{3)***}	0,58		2,96 ^{3)***}		0,84	3,00 ^{3)***}		0,82	4,59		0,67
Branchenexpertise	2,69 ^{2)*; 3)***}	0,95		2,46 ^{2)***; 3)***}		0,88	4,29		0,76	4,64		0,58
Markzugang	2,38 ^{1)*; 2)*;} ^{3)***}	0,65		2,86 ^{2)*; 3)***}		0,97	3,57 ^{3)**}		0,79	4,64		0,58
Zugang zu weiteren Finanzierungspartnern	2,77 ^{1)*}	1,17		3,57		1,20	2,71 ^{1)*}		1,50	3,45		1,47

Tab. 5-25: Ergebnis der Clusteranalyse (Teil 1)

Quelle: Eigene Erhebung.

a) Verwendete Abkürzungen: M=Mittelwert; S=Standardabweichung.

1) Mittelwerte unterscheiden sich signifikant von Cluster 2.

2) Mittelwerte unterscheiden sich signifikant von Cluster 3.

3) Mittelwerte unterscheiden sich signifikant von Cluster 4.

Erl. zur Signifikanz: * p<0,10 ** p<0,05 *** p<0,01 **** p<0,001.

	Cluster 1 N = 13		Cluster 2 N = 28		Cluster 3 N = 7		Cluster 4 N = 22	
	M ^a	S ^a	M	S	M	S	M	S
Erfolgsindex der Entwicklungen der PU im Vergleich zur Planung im Businessplan	2,37 ^{1),2)}	0,51	2,95	0,46	2,55	0,71	3,10	0,86
Einschätzung der Unternehmensentwicklung im Vergleich zum Businessplan bezogen auf den Bereich Forschung und Entwicklung	2,42	1,00	2,81	0,68	2,67	1,03	3,00	1,45
Einschätzung der Unternehmensentwicklung im Vergleich zum Businessplan bezogen auf den Bereich Produktion	3,13	0,64	3,20	0,62	2,80	0,45	3,20	1,08
Einschätzung der Unternehmensentwicklung im Vergleich zum Businessplan bezogen auf den Bereich Marketing/Vertrieb	2,91	1,22	3,36	0,87	3,00	1,15	3,45	1,10
Einschätzung der Unternehmensentwicklung im Vergleich zum Businessplan bezogen auf den Bereich Planung/Strategie	1,91 ^{1),2)}	0,70	2,75	0,59	2,43	0,98	2,81	0,98
Einschätzung der Unternehmensentwicklung im Vergleich zum Businessplan bezogen auf den Bereich Finanzen/Controlling	1,82 ^{1),2)}	0,87	2,71	0,81	2,29	0,76	2,91	1,27

Tab. 5-26: Ergebnis der Clusteranalyse (Teil 2)

Quelle: Eigene Erhebung.

- a) Verwendete Abkürzungen: M=Mittelwert; S=Standardabweichung.
 1) Mittelwerte unterscheiden sich signifikant von Cluster 2 ($p<0,05$).
 2) Mittelwerte unterscheiden sich signifikant von Cluster 4 ($p<0,05$).

Betrachtet man die Anzahl und den Prozentsatz der CVC- und VC-finanzierten PU in den einzelnen Clustern, so fällt auf, dass sich das in den einzelnen Abschnitten des Kapitels 5.2 dargelegte Ergebnis in dieser Tabelle⁷⁸³ wiederspiegelt. Demnach befinden sich in der Gruppe mit hoher Interaktionsqualität (Cluster 1) prozentual etwa gleich viele VC-finanzierte PU wie CVC-finanzierte PU. Zählt man die beiden Cluster 2 und 4, die sich in Bezug auf eine erfolgreiche Unternehmensentwicklung signifikant von Cluster 1 unterscheiden, zusammen, so befinden sich prozentual etwa wieder gleich viele VC-finanzierte und CVC-finanzierte PU in diesen beiden Clustern. Daher verwundert das Ergebnis auch nicht, dass sich CVC- und VC-finanzierte Unternehmen in ihrer Erfolgswirkung nicht signifikant unterscheiden.⁷⁸⁴

5.3 Zusammenfassung der Ergebnisse der eigenen Stichprobe

Von den in der Untersuchung aufgestellten Hypothesen zu Unterschieden in den Erwartungen der VC- bzw. CVC-finanzierten PU an ihren Finanzierungspartner konnte eine Hypothese gesamthaft und eine Hypothese nur in Teilbereichen nicht verworfen werden.⁷⁸⁵ Die Hypothese H_{1b} konnte lediglich für die Erwartungen in Bezug auf einen Nutzen des Markennamens bzw. der Reputation des Investors sowie hinsichtlich einer Unterstützung beim Marktzugang im Rahmen dieser Untersuchung nicht verworfen werden. Für die Erwartungen in Bezug auf eine Unterstützung bei der Rekrutierung von Führungspersonal ergab sich ein gegenüber der Hypothese H_{1b} entgegengesetzter Zusammenhang.

Hypothesen	VCG betreffende Variable	Erwarteter Zusammenhang	CVCG betreffende Variable	Bivariater Befund
H _{1a}	Erwartungen an finanzielle Erwägungen von PU an VCG	>	Erwartungen an finanzielle Erwägungen von PU an CVCG	Nicht verworfen
H _{1b}	Erwartungen an nicht-finanzielle Zusatzleistungen von PU an VCG	<	Erwartungen an nicht-finanzielle Zusatzleistungen von PU an CVCG	(Nicht verworfen, für Teilbereiche b und d)

Tab. 5-27: Befunde zu Unterschieden in den Erwartungen von CVC- bzw. VC-finanzierten PU

Quelle: Eigene Erhebung.

⁷⁸³ Vgl. Tab. A3-7 in Anhang 3.

⁷⁸⁴ Vgl. hierzu Hypothese H₁₄.

⁷⁸⁵ Vgl. Tab. 5-27.

Von den in der Untersuchung aufgestellten Hypothesen zur Unterstützung des PU des jeweiligen Typs der Beteiligungskapitalgesellschaft bei der Unterstützung im Rahmen der dargelegten nicht-finanziellen Zusatzleistungen konnten fünf Hypothesen im Rahmen dieser Untersuchung nicht verworfen werden.⁷⁸⁶ Die restlichen Hypothesen waren hingegen abzulehnen.

Hypothesen	VCG betreffende Variable	Erwarteter Zusammenhang	CVCG betreffende Variable	Bivariater Befund
H ₂	Unterstützung durch eine VCG beim Zugang zu weiteren Finanzierungsquellen	>	Unterstützung durch eine CVCG beim Zugang zu weiteren Finanzierungsquellen	Nicht verworfen
H ₃	Präsenz von VCG im Beirat/Aufsichtsrat ihres PU	>	Präsenz von CVCG im Beirat/Aufsichtsrat ihres PU	Nicht verworfen
H ₄	Unterstützung durch eine VCG beim Zugang zu Führungspersonal	>	Unterstützung durch eine CVCG beim Zugang zu Führungspersonal	Abgelehnt
H ₅	Unterstützung durch eine VCG beim Zugang zu strategischem Know-how	>	Unterstützung durch eine CVCG beim Zugang zu strategischem Know-how	Abgelehnt
H ₆	Unterstützung durch eine VCG bei der Vermittlung von Branchenexpertise	<	Unterstützung durch eine CVCG bei der Vermittlung von Branchenexpertise	Nicht verworfen
H ₇	Unterstützung durch eine VCG beim Marktzugang	<	Unterstützung durch eine CVCG beim Marktzugang	Nicht verworfen
H ₈	Unterstützung durch eine VCG beim Zugang zu Lieferanten	<	Unterstützung durch eine CVCG beim Zugang zu Lieferanten	Nicht verworfen
H ₉	Unterstützung durch eine VCG beim Zugang zu operativem Know-how im Marketing- und Vertriebsbereich	<	Unterstützung durch eine CVCG beim Zugang zu operativem Know-how im Marketing- und Vertriebsbereich	Abgelehnt
H ₁₀	Unterstützung durch eine VCG beim Zugang zu operativem Know-how im Produktionsbereich	<	Unterstützung durch eine CVCG beim Zugang zu operativem Know-how im Produktionsbereich	Abgelehnt
H ₁₁	Unterstützung durch eine VCG beim Zugang zu operativem Know-how im Controllingbereich	<	Unterstützung durch eine CVCG beim Zugang zu operativem Know-how im Controllingbereich	Abgelehnt
H ₁₂	Unterstützung durch eine VCG im administrativen Bereich	<	Unterstützung durch eine CVCG im administrativen Bereich	Abgelehnt
H ₁₃	Unterstützung durch eine VCG beim Zugang zu Infrastruktur	<	Unterstützung durch eine CVCG beim Zugang zu Infrastruktur	Abgelehnt

Tab. 5-28: Erkenntnisse zu Unterschieden in den tatsächlichen Ausprägungen der Unterstützungsleistungen von CVC- bzw. VC-finanzierten PU
Quelle: Eigene Erhebung.

⁷⁸⁶ Vgl. Tab. 5-28.

Die Unterstützung durch eine VCG wurde dabei beim Zugang zu weiteren Finanzierungspartnern besser eingeschätzt als die Unterstützung durch eine CVCG. Des Weiteren sind VCG signifikant häufiger im Beirat bzw. Aufsichtsrat des PU vertreten als dies CVCG sind. Dagegen werden die PU von CVCG im Rahmen der strategisch orientierten, nicht-finanziellen Zusatzleistungen, mit Ausnahme der Unterstützung beim Zugang zu strategischem Know-how, signifikant besser unterstützt als PU von VCG. Unterschiede zwischen den Ausprägungen der Unterstützungsleistungen in den Bereichen Zugang zu Führungspersonal sowie in allen fünf Bereichen der operativ orientierten, nicht-finanziellen Unterstützungsleistungen und dem Typ der Beteiligungskapitalgesellschaft konnten hingegen nicht nachgewiesen werden.

Die drei Hypothesen zur Erfolgswirkung konnten in einem Fall im Rahmen dieser Untersuchung nicht verworfen, in einem Fall abgelehnt und in einem weiteren Fall in Teilbereichen nicht verworfen werden.⁷⁸⁷ Als besonders interessant ist dabei die signifikant besser eingeschätzte Unternehmensentwicklung der Gruppe der PU mit hoher Interaktionsqualität gegenüber der Gruppe mit niedriger Interaktionsqualität und der markt- und branchenorientierten Gruppe mit mittlerer Interaktionsqualität anzusehen, da dieser Zusammenhang erstmals in der wissenschaftlichen Literatur in diesem Fachbereich anhand der Interaktionsqualität und nicht nur anhand der Interaktionsintensität untersucht werden konnte.

Hypothese	Unabhängige Variable	Erwartete Erfolgswirkung	Bivariater Befund
H ₁₄	Typ der Beteiligungskapitalgesellschaft (VCG oder CVCG)	=	Nicht verworfen
H ₁₅	Häufigkeit der Kontaktaufnahme des Beteiligungskapitalgeber	+	Abgelehnt
H ₁₆	Qualitative Ausprägung der Unterstützungsleistungen des Beteiligungskapitalgebers	+	(Nicht verworfen)

Tab. 5-29: Erkenntnisse der Hypothesen zur Erfolgswirkung

Quelle: Eigene Erhebung.

⁷⁸⁷ Vgl. Tab. 5-29.

6 Zusammenfassung und Schlussfolgerung

6.1 Erkenntnisse der Untersuchung im Überblick

Im Rahmen der vorliegenden Arbeit wurde überprüft, welche Erwartungen Corporate Venture Capital- und Venture Capital-finanzierte junge, innovative Unternehmen an Ihren Beteiligungskapitalgeber haben. Des Weiteren wurde beleuchtet, welche Leistungen Corporate Venture Capital- und Venture Capital-Gesellschaften neben der Bereitstellung von Kapital für ihre Portfoliounternehmen erbringen und inwieweit sich die Ausprägungen dieser Leistungen zwischen den beiden Typen von Beteiligungskapitalgesellschaften, CVCG und VCG, unterscheiden. Des Weiteren wurde untersucht, ob sich ein Zusammenhang zwischen den nicht-finanziellen Unterstützungsleistungen des Finanzierungspartners und einer erfolgreichen Unternehmensentwicklung des PU nachweisen lässt.

Es hat sich in der Untersuchung gezeigt, dass die Managementunterstützungsleistungen von Corporate Venture Capital- und Venture Capital-Gesellschaften sehr unterschiedlich ausgeprägt sind, wodurch der empirische Forschungsprozess und teilweise eine eindeutige Schlussfolgerung aus den Ergebnissen der vorliegenden Studie erschwert werden. Trotzdem konnten viele der vermuteten Zusammenhänge bestätigt werden. Daher kann die vorliegende Arbeit auch als Startpunkt für weitere Untersuchungen in diesem Bereich angesehen werden.

Beachtet werden sollte bei der vorliegenden Untersuchung auch, dass die befragten PU und deren Beteiligungskapitalpartner teilweise unterschiedliche Einstellungen in Bezug auf die Unterstützung der PU mit nicht-finanziellen Zusatzleistungen haben. In der vorliegenden Studie konnten lediglich die Einstellungen der PU abgefragt werden. Auf Seiten der Beteiligungskapitalgesellschaften werden jedoch die Opportunitätskosten einer stärkeren Unterstützung der PU mit in die Betrachtung miteinbezogen, die aus Sicht der PU keine Rolle spielen. Demnach sollte sich für den Beteiligungskapitalgeber der aufgebrachte Aufwand für die Unterstützungsleistung mindestens in gleich hohem Maße im Ertrag bzw. Nutzen widerspiegeln. Des Weiteren kann die Unterstützung des PU nur eine zeitraumbezogene, begrenzte Leistung des Beteiligungskapitalgebers darstellen, da die PU langfristig ohne diese Unterstützung am Markt bestehen müssen. Die aufgezeigten, teilweise unterschiedlichen Einstellungen der PU und der Beteiligungskapitalgeber zur Managementunterstützung deu-

ten das oftmals vorhandene Spannungsfeld an, das von beiden Finanzierungspartnern in der Zusammenarbeit angeglichen werden sollte.

Die Ergebnisse der Untersuchung sind insgesamt sehr vielschichtig und müssen daher sehr differenziert betrachtet werden. Trotz der Vielschichtigkeit der nicht-finanziellen Zusatzleistungen der Beteiligungskapitalgeber für ihre PU haben sich eine Reihe von gesicherten Schlussfolgerungen ergeben, die im Folgenden dargestellt werden.

- Hohe bis sehr hohe Erwartungen haben die finanzierten PU v. a. im finanziellen Bereich an ihre Finanzierungspartner. Dies spiegelt auch den Hauptzweck einer Beteiligungskapitalfinanzierung, dass die entsprechenden Unternehmen mit Kapital zu angemessenen Konditionen versorgt werden, wieder. Eine große Gruppe der PU erwartet sich jedoch auch beim Zugang zu Absatzmärkten bzw. zu potentiellen Kunden eine Unterstützung durch den Beteiligungskapitalgeber. Daher sollten die Beteiligungskapitalgeber im Rahmen der Beteiligungsverhandlungen mit potentiellen PU einen Schwerpunkt auf die Darlegung ihrer Kompetenzen in Bezug auf die möglichen Unterstützungsleistungen im absatz- und vertriebsorientierten Bereich legen.
- VC-finanzierte PU unterscheiden sich in Bezug auf die Erwartungen der PU dahingehend von CVC-finanzierten PU, dass sich die VC-finanzierten PU hauptsächlich auf die finanziellen Bedingungen der Beteiligungskapitalfinanzierung fokussieren. Dagegen achten CVC-finanzierte PU bei den Verhandlungen mit ihren potentiellen Finanzierungspartnern auch stärker auf eine mögliche nicht-finanzielle Unterstützung im Rahmen des Zugangs zu Absatzmärkten sowie der Nutzung des Markennamens bzw. der Reputation des Investors. CVCG können sich also im Rahmen der Beteiligungsverhandlungen stärker von VCG differenzieren, wenn sie den potentiellen PU glaubhaft eine Managementunterstützung in diesen Bereichen anbieten können. Der Aufbau bzw. die Nutzung von Kompetenzen in diesen Bereichen scheint demnach für CVCG sinnvoll.
- Die Ausprägungen der gewährten nicht-finanziellen Unterstützungsleistungen werden sehr unterschiedlich bewertet. Trotzdem zeigt sich, dass der Schwerpunkt der Unterstützungsleistungen insgesamt bei der Unterstützung beim Zugang zu weiteren Finanzierungspartnern sowie bei der strategisch orientierten Unterstützung im Sinne der Beratung und Schaffung von Möglichkeiten durch die Vermittlung von Partnern, z. B. beim Zugang zu Absatzmärkten, liegt.

- Vergleicht man die Ausprägungen der nicht-finanziellen Unterstützungsleistungen mit den Erwartungen der PU an den Finanzierungspartner, so wird eine zumindest tendenziell übereinstimmende Erwartungshaltung in Bezug auf die tatsächlich gewährte Unterstützung deutlich. So haben die PU hohe Erwartungen im finanziellen sowie im (absatz-)marktorientierten Bereich, die zumindest teilweise von den Finanzierungsgebern erfüllt werden können. Daher kann zumindest von einer Annäherung zwischen den Erwartungen der PU und der Beteiligungskapitalgesellschaften im Spannungsfeld der unterschiedlichen Ansprüche ausgegangen werden. Diese Erkenntnis deutet auch an, dass einige Beteiligungskapitalgesellschaften den möglichen Nutzen einer, sich im sinnvollen Rahmen haltenden Managementunterstützung für die Erreichung ihrer eigenen Erwartungen in Bezug auf die Wertentwicklung des PU als sinnvoll erkannt haben.
- Neben der Unterstützung der PU im strategisch orientierten Bereich sowie beim Zugang zu Finanzierungsnetzwerken fällt sehr deutlich auf, dass eine operativ orientierte Unterstützung lediglich in einigen Fällen gewährt wird. Diese Erkenntnis deckt sich auch mit den Ergebnissen früherer Untersuchungen, dass PU von ihren Finanzierungspartnern lediglich in speziellen Situation bzw. Unternehmensbereichen, z. B. beim Auftreten von kurzfristigen Krisen, bei der Umsetzung unterstützt werden. Diese Tatsache deutet des Weiteren an, dass die Beteiligungskapitalgesellschaften den Nutzen einer oftmals kosten- und zeitintensiven Unterstützung im operativ orientierten Bereich als geringer als die hiermit verbundenen Kosten einschätzen.
- Die Stärken der VCG in Bezug auf die Unterstützungsleistungen liegen schwerpunktmäßig im finanziellen Bereich, hier werden die Zusatzleistungen der VCG durch die PU im Vergleich zur Unterstützung durch CVCV besser eingeschätzt. Einige VCG lassen demnach den PU durch eine möglicherweise höhere Erfahrung sowie bessere Vernetzung mit anderen potentiellen Finanzierungspartnern eine bessere Unterstützung beim Zugang zu weiteren Finanzierungsquellen zu kommen. Insgesamt deuten die Ergebnisse jedoch darauf hin, dass die PU in diesem Bereich nur von einigen Beteiligungskapitalgesellschaften gut unterstützt wurden. Im Rahmen der weiteren nicht-finanziellen Unterstützungsleistungen kann ein Teil der VCG lediglich bei der strategischen Beratung, die häufig im Rahmen einer Beirats- oder Aufsichtsratstätigkeit wahrgenommen wird, überzeugen.
- Die Stärken der CVCV in Bezug auf die Unterstützungsleistungen liegen dagegen eher im Bereich der strategisch orientierten Unterstützung. Hier können die

CVCG besonders bei der (absatz-)marktorientierten Unterstützung sowie durch die Vermittlung von Branchenexpertise im Vergleich zu unabhängigen VCG überzeugen. Jedoch auch hier fällt die Tatsache auf, dass lediglich ein Teil der CVC-finanzierten PU die Unterstützung in diesen Bereichen als zumindest gut bezeichnet hat. Des Weiteren unterscheiden sich CVCG im Rahmen der strategisch orientierten Unterstützung in den Bereichen von VCG, in denen auf die Ressourcen bzw. Netzwerke des MU, wie z. B. beim Zugang zu Lieferanten, zurückgegriffen werden kann. Jedoch besonders bei der Unterstützung beim Zugang zu möglichen Lieferanten wird deutlich, dass entweder die PU diese Leistung nur selten nachfragen oder die CVCG bzw. deren MU diese Leistung teilweise nicht anbieten.

- Ein Erfolgsbeitrag der Managementunterstützung für die Entwicklung der PU konnte im Rahmen der eigenen Untersuchung nachgewiesen werden. Demnach entwickeln sich PU, die von ihrer Beteiligungskapitalgesellschaft mit einer hohen Interaktionsqualität unterstützt werden, im Vergleich zu deren Planung im Businessplan besser als PU, die mit mittlerer Interaktionsqualität mit den Schwerpunkten auf der Unterstützung beim Marktzugang sowie der Branchenexpertise bzw. als solche, die mit niedriger Interaktionsqualität unterstützt werden. Die Interaktionsqualität spiegelt dabei die Ausprägung bzw. Qualität der Managementunterstützungsleistungen wieder. Einschränkend muss jedoch festgehalten werden, dass sich PU mit hoher Interaktionsqualität in Bezug auf deren Erfolgsbeitrag nicht von PU mit mittlerer Interaktionsqualität mit den Schwerpunkten auf der Unterstützung beim Zugang zu weiteren Finanzierungspartnern sowie zu Führungspersonal unterscheiden. Bei diesen PU scheint der Beteiligungskapitalgeber durch die Unterstützung bei der Auswahl und Einstellungen von Führungspersonal positiv auf die Struktur der Geschäftsführung eingewirkt zu haben, so dass die entsprechenden PU eine positive Unternehmensentwicklung ohne weitere Unterstützungsanstrengungen der Beteiligungskapitalgesellschaft umsetzen konnten.

Auffallend bei den Ergebnissen der vorliegenden Studie ist der insgesamt oftmals niedrige Umfang der Managementunterstützung. Trotzdem sollte diese Tatsache nicht als ein pauschaler Vorschlag zu einer Erhöhung des Umfanges der Managementunterstützung missverstanden werden, da zum einen der Hauptzweck einer Beteiligungskapitalfinanzierung in den frühen Finanzierungsphasen in der Vergabe von Kapital liegt. Zum anderen sind einer Managementunterstützung auch gewisse Grenzen gesetzt, da sich die nicht-finanzielle Unterstützungsleistung der Beteiligungskapitalgesellschaft für das PU, neben dem Nutzen für das PU, auch für die Beteiligungskapitalgesellschaft rechnen muss. Ungeachtet dessen können die Ergeb-

nisse dieser Untersuchung als Grundlage für Empfehlungen an Beteiligungskapitalgeber und –nehmer dienen, die im Folgenden dargelegt und erörtert werden.

6.2 Implikationen für Finanzierungsgeber und Finanzierungsnehmer

Im Folgenden werden Empfehlungen zu möglichen Verbesserungen in Bezug auf die nicht-finanziellen Unterstützungsleistungen, die sich aus den Ergebnissen der vorliegenden Untersuchung ergeben, dargelegt und erörtert. Zum einen werden diese Verbesserungspotentiale für die Gruppe der Kapitalnehmer und zum anderen für die Gruppe der Kapitalgeber, unterteilt in unabhängige Venture Capital-Gesellschaften und Corporate Venture Capital-Gesellschaften, diskutiert.

6.2.1 Implikationen für Portfoliounternehmen und Unternehmensgründer

Grundsätzlich sollte sich ein Unternehmensgründer vor dem Eingehen einer Partnerschaft mit einem Beteiligungskapitalgeber darüber im Klaren sein, dass VCG oder CVCV aufgrund ihrer finanziellen und/oder strategischen Zielstellungen eine stark wachstumsorientierte Entwicklung des jungen Unternehmens anstreben. VCG oder CVCV sind in erster Linie Unternehmen, die junge innovative Unternehmen mit Eigenkapital finanzieren und daher auch höhere, finanzielle und ggf. auch strategische Renditen als Fremdkapitalgeber erzielen möchten. Daher mag diese Finanzierungsform für Unternehmer, die ein langsameres organisches Wachstum und ein Unternehmen mit hohem Selbstbestimmungsgrad bevorzugen, möglicherweise nicht die richtige Alternative sein. Für innovative Unternehmen, die ein starkes Unternehmenswachstum anstreben und dafür auch bereit sind, einen Teil ihrer Selbstbestimmung aufzugeben, bietet die Finanzierung durch eine VCG oder CVCV allerdings große Chancen. Jedoch auch diese Unternehmen sollten vor dem Eingehen einer Partnerschaft die Vor- und Nachteile, die mit dieser Finanzierungsform einhergehen, genau betrachten und für sich abwägen. Zu den Vorteilen einer solchen Partnerschaft in Bezug auf eine positive Unternehmensentwicklung kann dabei neben der Bereitstellung von Beteiligungskapital sicherlich die Managementunterstützung durch den Finanzierungspartner beitragen, die in dieser Untersuchung beleuchtet wurde.

Die Ergebnisse der vorliegenden Untersuchung zeigen dabei, dass Unternehmensgründer, die von einer VCG oder CVCV finanziert werden, nicht-finanzielle Unter-

stützungsleistungen lediglich in einem begrenzten Ausmaß erwarten können. Allerdings hat sich im Rahmen der vorliegenden Untersuchung auch gezeigt, dass PU, die von ihren Finanzierungspartnern in einem höheren Umfang unterstützt werden, in vielen Fällen eine bessere Unternehmensentwicklung aufweisen. Daher sollten Unternehmensgründer, die sich für eine Beteiligungskapitalfinanzierung in den frühen Entwicklungsphasen entschieden haben, versuchen, die Zusammenarbeit mit ihrem oder ihren VC- oder CVC-Partnern in ihrem Sinne positiv zu beeinflussen.

Des Weiteren können einige weitere Implikationen für Unternehmer, die sich für eine VC- oder CVC-Finanzierung entschieden haben, aus den vorliegenden Ergebnissen abgeleitet werden, die im Folgenden dargelegt werden:

- Die Beteiligungskapitalgeber unterscheiden sich in Bezug auf die gewährten nicht-finanziellen Unterstützungsleistungen deutlich voneinander. Die Auswahl des bzw. der richtigen Partner kann dabei auch zu einer Verbesserung des Unternehmenserfolges beitragen. Daher sollte die Auswahl des bzw. der Finanzierungspartner vor dem Abschluss des Beteiligungskapitalvertrages sehr bewusst angegangen werden.
- Vor dem Vertragsabschluss sollten sich die potentiellen PU mit ihrem Finanzierungspartner über die Möglichkeiten und ggf. auch die Intensität bzw. Qualität der zukünftigen Zusammenarbeit abstimmen. Dabei sollten der bzw. die Gründer v. a. zu einer Einschätzung der Leistungsfähigkeit im Rahmen der möglichen Unterstützungsleistungen durch den Finanzierungspartner gelangen. Anhaltspunkte auf die Leistungsfähigkeit können dabei der Erfahrungshintergrund des entsprechenden Investmentmanagers bei der Beteiligungskapitalgesellschaft, Gespräche mit anderen, bereits finanzierten PU oder Kenngrößen, wie etwa die Anzahl der betreuten PU je Investmentmanager, geben.
- Für die Einschätzung möglicher Unterstützungspotentiale durch den Finanzierungsgeber sollte das PU einen offenen und regelmäßigen Austausch mit dem Finanzierungspartner anstreben. Dieser Austausch sollte schon vor dem Beteiligungabschluss beginnen, da hierbei das Fundament für eine offene und faire Partnerschaft, auch in Bezug auf die Vereinbarung des Umfangs von Managementunterstützungsleistungen, gelegt werden kann. Langfristig kann ein solcher Austausch zu einer Kanalisierung von Unterstützungsleistungen auf für das PU sinnvolle Bereiche beitragen, was wiederum zu einer Verbesserung der Unternehmensentwicklung und ggf. auch zu einer Wertsteigerung des PU, die besonders im Interesse des Finanzierungsgebers liegt.

- Die Ausprägung der Unterstützungsleistungen in den einzelnen Bereichen unterscheiden sich teilweise zwischen CVCG und VCG. VCG zeichnen sich dabei durch eine höher eingeschätzte Unterstützung beim Zugang zu weiteren Finanzierungspartnern aus, wohingegen CVCG in Bezug auf die strategisch orientierte Unterstützung beim Marktzugang sowie bei der Branchenexpertise höher eingeschätzt werden. Für Unternehmer, die sowohl eine gute Unterstützung beim Zugang zu einem Finanzierungsnetzwerk als auch beim Zugang zu (Absatz-) Märkten anstreben, kann sich dabei eine Finanzierung durch ein Syndikat aus VCG und CVCG lohnen, da hierdurch die Vorteile einer guten Unterstützung in mehreren Unternehmensbereichen gesichert werden kann.
- Bei der Finanzierung durch eine CVCG können sich mögliche zusätzliche Unterstützungs potentielle durch eine Unterstützung des MU ergeben. Ob und inwieweit eine Unterstützung durch das MU möglich ist, sollte dabei explizit mit der CVCG, am besten vor Beteiligungsabschluss, abgesprochen werden. Hierbei sollte der Unternehmer allerdings auch auf mögliche Risiken einer solchen Partnerschaft achten, die sich durch ein strategisches Interesse des MU, aber auch ggf. der CVCG, ergeben können.
- Da die Möglichkeit der Managementunterstützung durch den Finanzierungsgeber begrenzt ist, sollte das PU versuchen, bei der Anpassung der Unterstützungs potentielle auf die spezifischen Erfordernisse des Unternehmens aktiv mitzuwirken. Der Unternehmer sollte also einen erkannten Unterstützungsbedarf gegenüber seinem Partner artikulieren und die Unterstützung einfordern. Hierzu ist allerdings ein offenes Verhältnis der beiden Partner notwendig.

Die Intensität der Zusammenarbeit mit einer VCG oder CVCG hängt i. d. R. sehr stark von persönlichen Präferenzen ab. Daher sollten Unternehmensgründer, die sich für eine VC- oder CVC-Finanzierung entscheiden, neben sachlichen Gründen auch persönliche Beweggründe mit in eine Auswahlentscheidung einbeziehen. Speziell bei der nicht-finanziellen Managementunterstützung ist eine vertragliche Vereinbarung von möglichen Zusatzleistungen oder gar deren Umfangs sehr schwierig zu bewerkstelligen und wird daher i. d. R. auch von Finanzierungsgebern nicht angeboten. Daher sollte ein Unternehmer speziell in diesem Bereich auf sein Gefühl achten, ob er sich eine langfristige Partnerschaft mit seinem Finanzierungsgeber vorstellen kann.

6.2.2 Implikationen für Corporate Venture Capital-Gesellschaften und unabhängige Venture Capital-Gesellschaften

Die Ergebnisse der vorliegenden Untersuchung haben gezeigt, dass die Managementunterstützung von CVCG und VCG zu einer positiven Entwicklung des Unternehmenserfolges der PU beitragen kann. Diese positive Entwicklung der PU kann des Weiteren auch zu einer Erhöhung des Unternehmenswertes des PU und damit des Wertes des Kapitalanteils des Eigenkapitalinvestors beitragen. Aus der Sicht von CVCG und VCG ist eine stärkere Managementunterstützung jedoch nur sinnvoll, wenn der zusätzliche Ertrag den zusätzlichen Aufwand übersteigt. Eine differenzierte Ausweitung der Unterstützungsleistungen für PU kann jedoch für einige Beteiligungskapitalgesellschaften durchaus sinnvoll sein.

Des Weiteren können einige weitere Implikationen für CVC- und/oder VC-Gesellschaften, aus den vorliegenden Ergebnissen abgeleitet werden, die im Folgenden dargelegt werden:

- Die Erwartungen der PU an den Finanzierungspartnern sind in einigen Bereichen höher, u. a. bei der Unterstützung beim Marktzugang, als die tatsächliche Ausprägung der Unterstützung. Um falsche Erwartungen der PU nicht noch zu erhöhen, sollten CVCG und VCG bereits vor dem Beginn der Partnerschaft die Art und das Ausmaß der möglichen Managementunterstützung kommunizieren und mit dem PU abstimmen. Bei der Definition des Umfangs der Managementunterstützung sollten die Beteiligungskapitalgeber ihre Ziele mit den Anforderungen des PU abgleichen und so zu einer für beide Seiten sinnvollen Lösung in Bezug auf das Ausmaß und den Umfang der Unterstützungsleistungen beitragen.
- Des Weiteren sollten die Beteiligungskapitalgeber ihre Kompetenzen und Ressourcen für eine Managementunterstützung gegenüber den PU klar und offen kommunizieren, damit der bzw. die Geschäftsführer der PU in spezifischen Unternehmenssituationen mögliche Kompetenzen, die für eine Unterstützung in Frage kommen, kennen und diese einfordern können. Eine mangelnde oder fehlende Darlegung kann, besonders bei Auftreten von Krisensituationen, dazu beitragen, dass die PU Probleme in einzelnen Bereichen erst spät gegenüber dem Finanzierungspartner kommunizieren bzw. die Finanzierungsgeber erst spät auf diese Probleme aufmerksam werden, in denen eine schnellere Lösung des Problems durch die Unterstützung der finanzierten CVCG bzw. VCG möglich gewesen wäre.

- Die Erwartungen der PU an CVC-Investoren sind bei den finanziellen Erwägungen, dem Nutzen des Markennamens bzw. der Reputation und bei der Unterstützung beim Marktzugang durch den Investor hoch eingeschätzt worden. Dies deutet im Vergleich zu VCG darauf hin, dass der mögliche Nutzen einer CVC-Finanzierung in Bezug auf eine Unterstützung des PU, speziell im Bereich des Zugangs zu (Absatz-)Märkten, durch die PU höher eingeschätzt wird. Diese Erwartungen spiegeln sich auch in den tatsächlichen Ausprägungen der nicht-finanziellen Unterstützungsleistungen wieder und sollten daher bei der Beteiligungsakquise der CVCG auch verstärkt als Argument für eine CVC-Finanzierung genutzt werden. Des Weiteren strahlen CVCG bei einigen PU eine höhere Attraktivität durch die Reputation bzw. den Markennamen des MU aus, die schon in der Akquisitionsphase genutzt werden kann.
- Die Erwartungen an VCG sind hingegen im finanziellen Bereich sehr hoch, was darauf hindeutet, dass PU die durch eine unabhängige VCG finanziert werden, ihr Hauptaugenmerk auf die Konditionen des Finanzierungsangebotes legen. Nichts desto trotz sind auch VC-finanzierten PU gewisse Unterstützungsleistungen wichtig, die zu einer Verbesserung der Unternehmensentwicklung beitragen können. Daher sollten auch VCG ihre PU in einer den spezifischen Anforderungen des PU entsprechenden Form unterstützen.
- Die Schwerpunkte der geleisteten Unterstützungsleistungen liegen im Bereich des Finanzierungsnetzwerks sowie in der strategisch orientierten Unterstützung der PU, wie etwa der strategischen Beratung, der Unterstützung mit Branchenexpertise oder der Unterstützung beim Zugang zu neuen Märkten. Daher sollten Beteiligungskapitalgesellschaften, die PU in den frühen Entwicklungsphasen finanzieren und unterstützen wollen, ihre Kompetenzen und Ressourcen speziell in diesen Bereichen ausbauen. Die operativ orientierte Unterstützung sollte dagegen lediglich in Einzelfällen, vorzugsweise in den Bereichen Marketing/Vertrieb und Controlling, angeboten werden, da diese Form der Unterstützung sehr zeitintensiv und damit auch sehr kostenintensiv sein kann.
- Für Beteiligungskapitalgesellschaften, die ihre Kompetenzen lediglich als Finanzierungspartner und nicht in Form der Managementunterstützung einbringen möchten oder können, kann sich auch eine Vergabe von Aufträgen für Unterstützungsleistungen an externe Dienstleister im jeweiligen Bereich lohnen. Externe Dienstleister haben oftmals den Vorteil, dass sie sich auf spezifische Bereiche spezialisieren und sich dadurch eine hohe Kompetenz im jeweiligen Bereich aneignen können. Hierdurch kann teilweise ein hoher Nutzen, sowohl für das PU als

auch indirekt für den Finanzierungsgeber, erzielt werden, der die Kosten der Vergabe an externe Dienstleister übersteigen kann.

- Bei CVC-finanzierten PU kann die Unterstützung des MU der CVCG, die oftmals über weitreichende Netzwerke und Ressourcen verfügt, zur erfolgreichen Entwicklung des PU beitragen. In vielen Fällen werden jedoch die PU beinahe ausschließlich von den CVC-Gesellschaften oder –Einheiten unterstützt. Diese Tatsache deutet darauf hin, dass oftmals keine strukturierten Abläufe für eine Kontaktaufnahme zwischen MU und PU vorhanden sind. Verfolgt das MU jedoch neben finanziellen auch strategische Zielstellungen mit dem Investment, wie etwa den Einblick in neue Technologiefelder, so sollte es auch im Interesse des MU liegen, die Zusammenarbeit mit dem PU zu intensivieren. Um dabei mögliche Ängste auf Seiten der PU, dass z. B. das PU mittelfristig in das MU eingegliedert werden soll, zu verringern, ist eine offene Kommunikation sowie ein Austausch über die von den beiden Partnern verfolgten Ziele notwendig. Funktioniert die Zusammenarbeit zwischen PU und MU, so können hierdurch Vorteile für beide Partner erschlossen werden.
- Neben der direkten Unterstützung kann die Beteiligungskapitalgesellschaft auch indirekt zu einer höheren Leistungsfähigkeit des PU durch eine Verstärkung des Gründerteams beitragen. Eine zufriedenstellende Unterstützung bei der Rekrutierung von Führungskräften erfolgt jedoch nur in wenigen Fällen. In der Untersuchung wurden Veränderungen im Gründungs- bzw. Geschäftsführungsteam nur in rund 25-30% der Fälle durch den Finanzierungspartner aktiv forciert bzw. begleitet. Dabei sollte es gerade im Interesse des Kapitalgebers liegen, den PU durch eine Verstärkung des Geschäftsführungsteams zu helfen und hierdurch auch die Bereiche, in denen eine Unterstützung seitens der VCG bzw. CVCG benötigt werden könnte, zu verringern.
- Da sich teilweise die Erwartungen und die tatsächliche Ausprägung der Managementunterstützung unterscheiden, sollte es im Interesse des Kapitalgebers liegen, von den PU ein Feedback zu den einzelnen geleisteten Managementunterstützungsleistungen zu erhalten. Hierfür bietet sich die Aufnahme entsprechender Kennziffern bzw. Zufriedenheitsmaße in das Kontroll- und Steuerungsinstrumentarium der Beteiligungskapitalgesellschaft an.

6.3 Ansatzpunkte für die weitere Forschung

Im Rahmen der vorliegenden empirischen Forschungsarbeit wurden verschiedene Zusammenhänge untersucht und einige neue Erkenntnisse gewonnen. Ein einzelnes Forschungsprojekt muss sich jedoch auf ein bestimmtes Forschungsfeld fokussieren und kann daher selten einen Forschungsgegenstand in seiner gesamten Breite und Komplexität abdecken. Dieses Forschungsprojekt soll jedoch einen Schritt im Prozess eines wissenschaftlichen Erkenntniszugewinns im Bereich der Managementunterstützung durch CVC und VCG beitragen. Weitere Schritte sollten jedoch folgen, um einerseits die in dieser Untersuchung gewonnenen Erkenntnisse kritisch zu hinterfragen und andererseits den Prozess der Erkenntnisgewinnung in diesem Bereich fortzusetzen. Daher werden im Folgenden einige Ansatzpunkte für weitere Forschungsvorhaben, die sich während der Anfertigung dieser Arbeit aufgetan haben, aufgezeigt:

- *Breitere Datenbasis:* Die Größe der vorliegenden Stichprobe beträgt 75 PU, von 30 CVC-finanziert und 45 VC-finanziert sind. Obwohl die Stichprobengröße einen mit anderen, meist internationalen, Stichproben vergleichbaren Umfang aufweist, können umfangreichere Stichproben Zweifel an der Repräsentativität verringern.
- *Längsschnittstudien:* Die vorliegende Untersuchung wurde lediglich zu einem Zeitpunkt erhoben. Interessant ist jedoch auch, wie sich die Entwicklung von CVC- und VC-finanzierten PU in Abhängigkeit von geleisteter Managementunterstützung über einen gewissen Zeitraum darstellt. Ein solcher Forschungsansatz kann sicherlich zu einem weiteren deutlichen Erkenntniszugewinn in Bezug auf die Wirkung der Managementunterstützungsleistungen für die PU beitragen. Gleichzeitig sind jedoch solche Untersuchungen mit einem sehr großen Aufwand für den Forscher verbunden und bedürfen daher eines langfristigen Forschungsprojektes.
- *Einbeziehung weiterer Datenquellen:* Die Ergebnisse der vorliegenden Studie stützen sich lediglich auf die Angaben der von CVC und VCG finanzierten Portfoliounternehmen. So wäre es zum einen sinnvoll, auch Einschätzungen der finanzierenden CVC und VCG zu erhalten, um zu überprüfen, inwieweit sich die Managementunterstützung tatsächlich auf den Wert des Unternehmens auswirkt. Hierzu müssten ggf. Daten zu PU erhoben werden, deren Beteiligungskapitalgesellschaften schon einen Ausstieg aus dem Investment (Desinvestition) vorgenommen haben.

nommen haben. Zu weiteren Datenquellen, über die der Erfolg bzw. die Entwicklung des PU eingeschätzt werden könnte, gehören externe Experten, die mit der Entwicklung des PU eng verbunden sind.

- *Untersuchung indirekter Effekte mit Bezug zur Managementunterstützung:* Speziell bei der Erwartungshaltung von CVC-finanzierten PU hat sich gezeigt, dass die Reputation bzw. der Markennamen des Investors für die finanzierten PU ein wichtiger Grund für die Wahl einer CVCG als Finanzierungspartner ist. Inwieweit solche Reputationseffekte zur positiven Entwicklung des PU beigetragen haben, da hierdurch z. B. die PU einen Vertrauensvorschuss durch einen möglichen Absatzpartner erhalten haben könnten, wurde in dieser Untersuchung nicht direkt beleuchtet. Neben den Reputationseffekten sind auch Netzwerkeffekte zu nennen, die in diesem Forschungsbereich zum tragen kommen. Eine Möglichkeit zur Erforschung der Einflüsse dieser Effekte auf die Managementunterstützungsleistung ist dabei die Untersuchung entsprechender Abläufe mittels eines Strukturmodells.
- *Einbeziehung von quantitativen Erfolgsmaßen:* Zur Fundierung von Erkenntnissen zur Erfolgswirkung der Managementunterstützung sollten neben der Einbeziehung qualitativer auch quantitative Erfolgsmaße erfasst werden. In der vorliegenden Untersuchung wurden leider die abgefragten quantitativen Erfolgsmaße nicht in statistisch ausreichendem Umfang beantwortet, weshalb in diesem Bereich keine Auswertung möglich war. Für zukünftige Untersuchungen kann versucht werden, die mangelnde Auskunftsbereitschaft bei quantitativen Erfolgsmaßen, u. a. durch den deutlichen Hinweis auf eine höhere Aussagekräftigkeit entsprechender Studien bei Einbezug dieser Maße, zu verringern. Von den Ergebnissen solcher Studien profitieren nicht zuletzt die PU, da sie aus ihnen Argumente für die Verhandlung mit ihren Finanzierungspartnern geliefert bekommen, die wissenschaftlich fundiert sind.

Literaturverzeichnis

- Abell, D. F. (1978):** Strategic Windows, in: Journal of Marketing, Nr. 7/1978, S. 21-26.
- Akerlof, G. (1970):** The market for lemons: Quality uncertainty and the market mechanism, in: Quarterly Journal of Economics, Vol. 84, S. 488-500.
- Albach, H./Kokalj, L. (1987):** Der deutsche Venture Capital-Markt, in: Die Bank, Nr. 7/1987, S. 358-363.
- Albach, H./Hunsdiek, D./Kokalj, L. (1986):** Finanzierung mit Risikokapital, Stuttgart: Poeschel.
- Albach, H. (1983):** Zur Versorgung der deutschen Wirtschaft mit Risikokapital, Bonn: ifm-Materialien Nr. 9.
- Alchian, A./Demsetz, H. (1973):** The property rights paradigm, in: Journal of Economic History, Nr. 33, S. 16-27.
- Alchian, A./Woodward, S. (1988):** The firm is dead, long live the firm: A review of Oliver E. Williamson's "The economic Institutions of capitalism", in: Journal of Economic Literature, Vol. 26, March 1988, S. 65-79.
- Alter, M./Buchsbaum, L. (2000):** Corporate Venturing: Goals, compensation and taxes, in: Asset Alternatives Inc. (Hrsg.) (2000): The Corporate Venturing Directory and Yearbook 2000, Wellesley, S. 25-30.
- Amit, R./Glosten, L./Muller, E. (1990):** Does a Venture Capitalist foster the most promising firms?, in: Management Science, Vol. 10, S. 102-111.
- Ansoff, I. H. (1957):** Strategies for diversification, in: Harvard Business Review, Nr. 9-10/1957, S. 113-124.
- Arndt, W. (1995):** Die Bedeutung von Eigenkapitalausstattung und Managementqualifikation für die Kapitalversorgung mittelständischer Unternehmen, Dissertation, o. O.
- Arrow, K. J. (1985):** The economics of agency, in: Pratt, E./Zeckhauser, K. (Hrsg.) (1985): Principals and agents: The structure of business, Boston, S. 37-51.
- Backhaus, K./Erichson, B./Plinke, W./Weiber, R. (2000):** Multivariate Analysemethoden: Eine anwendungsorientierte Einführung, 9. Aufl., Berlin u. a.: Springer.
- Bamberg, G./Baur, F. (1993):** Statistik, 8. Aufl., München u. a.: Oldenbourg.
- Barnett, H. G. (1953):** Innovation: The basis of cultural change, New York.

- Barney, J. B./Busenitz, L. W./Fiet, J. O./Moesel, D. D. (1996):** New venture teams' assessment of learning assistance from Venture Capital firms, in: Journal of Business, Nr. 11, S. 257-272.
- Barney, J. B. (1991):** Firm resources and sustained competitive advantage, in: Journal of Management, Nr. 1, S. 99-120.
- Barry, C. C. (1994):** New directions in research on Venture Capital finance, in: Financial Management, Nr. 23/3, S. 3-15.
- Barry, D. G. (2000):** Latest Corporate Venturing boom rings bell for independent VCs, in: Asset Alternatives Inc. (Hrsg.) (2000): The Corporate Venturing Directory and Yearbook 2000, Wellesley, S. 9-14.
- Benston, G./Smith, C. (1976):** The transaction cost approach to the theory of financial intermediation, in: Journal of Finance, Nr. 31, S. 215-231.
- Berger, M./Dördrechter, N. (1998):** Corporate Venture Capital in Deutschland, Working Paper, WHU Koblenz, Vallendar.
- Berle, A./Means, G. (1932):** The modern corporation and private property, reprinted in 1982, Buffalo: William S. Hein & Co.
- Bertelsmann Valley (Hrsg.) (2001):** Corporate Venture Capital, Gütersloh.
- Bhide, A. (1993):** Firmengründer brauchen gesunden Menschenverstand und Ellenbogen, in: Harvard Business Manager, Nr. 2, S. 58-74.
- Biedermann, R./Ehrmann, T. (2001):** The selective entrepreneurship puzzle, Münster.
- Biggadike, R. (1979):** The risky business of diversification, in: Harvard Business Review, Nr. 57/1979, S. 103-111.
- Birkinshaw, J./van Basten Batenburg, R./Murray, G. (2002):** Corporate Venturing, London: London Business School.
- Block, Z./MacMillan, I. C. (1993):** Corporate Venturing: Creating new businesses within the firm, Boston: Harvard Business School Press.
- Block, Z./Ornati, O. (1987):** Compensating Corporate Venture Managers, in: Journal of Business Venturing, Nr. 2/1987, S. 41-51.
- Blöcher, A. (2001):** Due Diligence und Unternehmensbewertung im Akquisitionsprozess, in: Scott, C. (Hrsg.) (2001): Due Diligence in der Praxis, 1: Auflage, Wiesbaden: Gabler, S. 29-53.
- Bourdieu, P./Wacquant, L. (1992):** An invitation of reflexive sociology, Chicago : University of Chicago Press.

- Brandstätter, H. (1970):** Leistungsprognose und Erfolgskontrolle: Eine Methodenstudie, Bern: Huber.
- Brettel, M. (2001):** Entscheidungskriterien von Venture Capitalists - Eine empirische Analyse, WHU Working Paper 2001, S. 1-34.
- Brettel, M./Thust, S./Witt, P. (2001):** Die Beziehung zwischen VC-Gesellschaften und Start-up-Unternehmen, WHU Working Paper 2001, S. 1-36.
- Brinkrolf, A. (2002):** Managementunterstützung durch Venture-Capital-Gesellschaften, Wiesbaden: DUV.
- Brockhoff, K. (1995):** Zur Theorie des externen Erwerbs neuen technologischen Wissens, in: Zeitschrift für Betriebswirtschaft, Nr. 1/1995 (Ergänzungsheft), S. 27-41.
- Brockmann, M./Witrock, O. (2001):** 300 Konzerne im Start-up-Test, in: Impulse, Januar 2001, S. 23-30.
- Brody, P./Ehrlich, D. (1998):** Can big companies become successful venture capitalists?, in: McKinsey Quarterly, Nr. 2/1998, S. 51-63.
- Brosius, F. (1998):** SPSS 8, Hamburg: International Thomson Publishing.
- Brüderl, J./Bühler, C./Ziegler, R. (1993):** Beschäftigungswirkung neugegründeter Unternehmen, in: Mitteilungen aus der Arbeitsmarkt- und Berufsforschung, Nr. 4/1993, S. 521-528.
- Brühl, V. (2001):** Strategiebasierte Auswahl von Risikokapitalgebern: Industrieller Partner oder Finanzinvestor?, in: M&A, Nr. 7/2001, S. 306-311.
- Brush, C./Vanderwerf, P. (1992):** A comparison of methods and sources for obtaining estimates of new venture performance, in: Journal of Business Venturing, Vol. 7, S. 157-170.
- Bühl, A./Zöfel, P. (2000):** SPSS Version 10: Einführung in die moderne Datenanalyse unter Windows, 7. Aufl., München u. a.: Addison-Wesley.
- Bundesverband Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften BVK e. V. (Hrsg.) (2005):** Jahresstatistik 2004, Berlin, <http://www.bvk-ev.de> (Stand: 10.03.2004).
- Bundesverband Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften BVK e. V. (Hrsg.) (2004):** Jahresstatistik 2003, Berlin, <http://www.bvk-ev.de> (Stand: 11.04.2004).
- Bundesverband Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften BVK e. V. (Hrsg.) (2003):** Jahresstatistik 2002, Berlin, <http://www.bvk-ev.de> (Stand: 11.02.2003), S. 1-9.
- Bundesverband Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften BVK e. V. (Hrsg.) (2002):** Jahrbuch 2001, Berlin.
- Bygrave, W./Timmons, J. (1992):** Venture Capital at the crossroads, Boston.

- Camp, J. J. (2002):** Venture Capital Due Diligence, New York: John Wiley & Sons.
- Campbell, T./Kracaw, W. (1980):** Information production, market signalling and the theory of financial intermediation, in: Journal of Finance, Vol. 35, S. 863-882.
- Chandler, G./Hanks, S. (1993):** Measuring the performance of emerging businesses: A validation study, in: Journal of Business Venturing, Vol. 8, S. 391-408.
- Chesbrough, H. W. (2002):** Making sense of Corporate Venture Capital, in: Harvard Business Review, March 2002, S. 90-99.
- Chesbrough, H. (2000):** Designing corporate ventures in the shadow of private venture capital, in: California Management Review, 42. Jg., Nr. 3/2000, S. 31-49.
- Chesbrough, H./Socolof, S. (2000):** Creating new ventures from Bell Labs Technologies, in: Research Technology Management, 43. Jg., 2. Ausgabe, S. 13-17.
- Cheung, S. (1970):** The structure of a contract and the theory of a non-exclusive resource, in: Journal of Law and Economics, Vol. 13, S. 49-70.
- Christensen, C. (1997):** The Innovator's Dilemma, Boston: Harvard Business School Press.
- Coase, R. H. (1960):** The problem of social cost, in: Journal of Law and Economics, Vol. 3, S. 1-44.
- Cohen, W. M./Levinthal, D. A. (1990):** Absorptive capacity: A new perspective on learning and innovation, in: Administrative Science Quarterly, Vol. 35, S. 128-152.
- Conner, K. (1991):** A historical comparison of resource-based theory and five schools of thought within industrial organization economics: Do we have a new theory of the firm, in: Journal of Management, Vol. 17, Nr. 1, S. 121-154.
- Cooper, A./Gadson, J./Nielsen, K./Phillips, C. (2001):** Corporate Venturing – Gold mining or fool's gold?, in: Kellogg TechVenture 2001 Anthology (Konferenzbeitrag) 2001, <http://www.ranjaygulati.com/teaching/tv2001/corpvent.pdf> (Stand: 11.02.2003), S. 1-28.
- Corporate Strategy Board (Hrsg.) (1998):** Stall Points, <http://www.corporate-strategyboard.org> (Stand: 31.01.03), o. S.
- Corporate Strategy Board (Hrsg.) (1998):** Corporate Venture Capital - Managing equity investments for strategic returns, Working Paper, o. O., S. 1-43.
- Coveney, P./Elton, J./Shah, B./Whitehead, B. (2002):** Rebuilding business building, in: McKinsey Quarterly, Nr. 2/2002, <http://www.mckinseyquarterly.com> (Stand: 31.01.2003), o. S.
- DB Research (Hrsg.) (2002):** VC-Markt in Deutschland, Studie Deutsche Bank Research Nr.33/2002, Frankfurt, S. 1-8.

- De Haan, M. (1999):** International syndication, in : Bygrave et al. (Hrsg.) (1999): The Venture Capital handbook, Prentice Hall, S. 281-294.
- Demsetz, H. (1967):** Towards a theory of property rights, in: American Economic Review Papers and Proceedings, Vol. 57, S. 347-359.
- Dietz, W. (1989):** Gründung innovativer Unternehmen, Wiesbaden.
- Dominguez, J. R. (1974):** Venture Capital, Lexington: Lexington Books.
- Duelli, J./van de Locht, A. (2001):** Trends in der Biotechnologie, Studie Bain & Company.
- Dyer, J./Singh, H. (1998):** The relational view: Cooperative strategy and sources of interorganizational competitive advantage, in: Academy of Management Review, Vol. 23, Nr. 4, S. 660-679.
- Eilenberger, G. (1984):** Zur Notwendigkeit von Venture Capital Finanzierungen, in: Die Bank, Nr. 4/1984, S. 184-189.
- Eisenhardt, K. M. (1989):** Agency theory: An assessment and review, in: Academy of Management Journal, Vol. 14, Nr. 1, S. 57-74.
- Eisenhardt, K. M./Martin, J. A. (2000):** Dynamic capabilities: What are they?, in: Strategic Management Journal, Vol. 21, S. 1105-1121.
- Eisenhardt, K. M./ Schoonhoven, C. B. (1996):** Resource-based view of strategic alliance formation: Strategic and social effects in entrepreneurial firms, in: Organization Science; Vol. 2, Nr. 7, S. 136-150.
- European Venture Capital Association EVCA (Hrsg.) (2002):** EVCA 2002 Yearbook, Zaventem.
- European Venture Capital Association EVCA (Hrsg.) (2001):** Pan-European Survey of Performance, Zaventem, <http://www.evca.com> (Stand: 31.01.2003).
- European Venture Capital Association EVCA (Hrsg.) (2000a):** EVCA 2000 Directory, Zaventem.
- European Venture Capital Association EVCA (Hrsg.) (2000b):** Corporate Venturing Activity Report 2000, Research Paper, Zaventem.
- Fast, N. (1978):** The rise and fall of Corporate New Venture Divisions, Ann Arbor: UMI Press.
- Fellers, C. R. (2002):** Inside Intel Capital, in: Venture Capital Journal, April 2002, S. 22-31.
- Fendel, A. (1987):** Investmententscheidungsprozesse in Venture Capital-Unternehmen, Köln: Deutscher Wirtschaftsdienst.

- Fried, V. H./Hisrich, R. D. (1995):** The venture capitalist, in: California Management Review, 37. Jg., Nr. 2/1995, S. 101-114.
- Frommann, H. (1993):** Entwicklungstrends am deutschen Beteiligungskapitalmarkt, in: Bundesverband Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften e. V. (Hrsg.) (1993): Jahresbericht 1993, Berlin, S. 11-31.
- Gee, R. E. (1994):** Finding and commercializing new businesses, in: Research Technology Management, 37. Jg., Nr. 01/02, S. 49-56.
- Gerke, W. (1974):** Kapitalbeteiligungsgesellschaften, Frankfurt a. M.
- Gerpott, T. J. (1999):** Strategisches Technologie- und Innovationsmanagement: Eine konzentrierte Einführung, Stuttgart: Schäffer-Poeschel.
- Gerybadze, A. (2000):** Finanzierung von Innovationen im Überblick: Venture Capital und Beteiligungskapital, in: Symposion (Hrsg.) (2000): Innovation aktuell, <http://www.innovation-aktuell.de/kv1401.htm> (Stand: 31.03.2003), o. S.
- Gnyawali, D. R./Grant, J. H. (1996):** Enhancing Corporate Venture performance through organizational learning, in: The International Journal of Organizational Analysis, 5. Jg., Nr. 1, S. 74-98.
- Gompers, P. A. (1996):** Grandstanding in the Venture Capital industry, in: Journal of Financial Economics, Vol. 42, S. 133-118.
- Gompers, P. A. (1993):** The theory, structure and performance of Venture Capital, Dissertation, Boston: Harvard University.
- Gompers, P. A./Lerner, J. (2000):** The Venture Capital Cycle, 4. Auflage, Cambridge/London: MIT Press.
- Gompers, P. A./Lerner, J. (1998):** The determinants of Corporate Venture Capital success: Organizational structure, incentives and complementarities, Working Paper Nr. 6725/1998, National Bureau of Economic Research, S. 1-46.
- Gorman, M./Sahlman, W. A. (1989):** What do Venture Capitalists do?, in: Journal of Business Venturing, Nr. 4, S. 231-248.
- Grant, R. M. (1996):** Toward a knowledge-based theory of the firm, in: Strategic Management Journal, Vol. 17, S. 109-122.
- Grant, R. M. (1991):** The resource-based theory of the competitive advantage: Implications for strategy formulation, in: California Management Review, Spring 1991, S. 114-135.
- Greene, P. G. (1999):** The Corporate Venture champion: A resource-based approach to role and process, in: Entrepreneurship: Theory & Practice, 23. Jg., Nr. 3, S. 103-122

- Greenthal, R. P./Larson, J. A. (1983):** Venturing into Venture Capital, McKinsey Quarterly, Spring 1983, S. 70-79.
- Grossman, S. J./Hart, O. D. (1983):** An analysis of the principal-agent-problem, in: Econometrica, Nr. 51, S. 7-45.
- Hagleitner, M. (2000):** Corporate Venture Capital under the new business paradigm, Aachen: Shaker.
- Hamada, R. S. (1969):** Portfolio analysis, market equilibrium and corporation finance, in: Journal of Finance, Nr. 28, S. 13-31.
- Hardenberg, C. Graf von (1989):** Die Bereitstellung von Venture Capital durch Großunternehmen – Ein Mittel zur Sicherung und Aufdeckung ihrer Entwicklungsmöglichkeiten, Göttingen.
- Hardyman, G. F./DeNino, M. J./Salter, M. S. (1983):** When Corporate Venture Capital doesn't work, in: Harvard Business Review, Nr. 61, S. 114-120.
- Harris, M./Raviv, A. (1979):** Optimal incentive contracts with imperfect information, in: Journal of Economic Theory, Nr. 20, S. 231-259.
- Hart, O. D./Moore, J. (1988):** Incomplete contracts and renegotiation, in: Econometrica, Nr. 56, S. 755-786.
- Hartmann, R. (1974):** Wagnisfinanzierung – Neue Möglichkeiten der Kapitalbeschaffung, München.
- Hauschmidt, J. (1997):** Innovationsmanagement, 2. Auflage, München.
- Hayn, M. (1998):** Bewertung junger Unternehmen, Herne.
- Heitzer, B./Engelmann, A. (2001):** Private Equity durch Inkubatoren - Analyse einer alternativen Form der Kapitalvergabe, in: M&A, Nr. 3, S. 96-103
- Henderson, J./Leleux, B. (2002):** Corporate Venture Capital: Effecting resource combinations and transfers, in: Babson Entrepreneurial Review, October 2002, S. 31-46.
- Hennigs, R. (1983):** Entwicklung und Deckung des Kapitalbedarfes kleiner und mittlerer Unternehmen im Innovationsprozess, Frankfurt a. M.
- Heise online (Hrsg.) (2003):** Intel investiert in WLAN-Firmen, <http://www.heise.de/newsticker/data/anw-10.03.03-006/> (Stand: 15.04.2003).
- Heise online (Hrsg.) (2002):** Intel investiert in WLAN-Firmen, <http://www.heise.de/mobil/newsticker/data/jk-22.10.02-002/> (Stand: 15.04.2003).
- Hellmann, T./Puri, M. (2000):** The Interaction between product market and financing strategy: The role of venture capital, in: The Review of Financial Studies, Nr. 4, S. 959-984.

- Henderson, J./Leleux, B. (2002):** Corporate Venture Capital: Effecting ressource combinations and transfers, in: Babson Entrepreneurial Review, October 2002, S. 31-46.
- Henderson, J./Leleux, B. (2001):** Corporate Venture Capital: Leveraging strategic investments, Working Paper, July 2001, S. 1-27.
- Heucher, M./Ilar, D./Kubr, T./Marchesi, H. (2000):** Planen, gründen, wachsen. Mit dem professionellen Businessplan zum Erfolg, 2. Auflage, Zürich.
- Huber, G. P. (1991):** Organizational learning: The contributing processes and the literature, in: *Organizational Science*, Nr. 2, S. 88-115.
- Innes, R. D. (1990):** Limited liability and incentive contracting, in: *Journal of Economic Theory*, Nr. 52, S. 45-67.
- Institut für Mittelstandsforschung (2003):** Mittelstand – Definitionen und Schlüsselzahlen, Bonn, <http://www.ifm-bonn.org> (Stand:31.01.03).
- Jacob, A. F. (1991):** Finanzierungsregeln, Vertrauenskapital und Risikoaversion, in: Kistner, K. P./Schmidt, R. (Hrsg.) (1991): Unternehmensdynamik. Horst Albach zum 60. Geburtstag, Wiesbaden, S. 111-131.
- Jensen, M. C./Meckling, W. H. (1976):** Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure, in: *Journal of Financial Economics*, Nr. 3, S. 305-360.
- Jones, G. K./Lanctot Jr., A./Teegen, H. J. (2000):** Determinants and performance impacts of external technology acquisition, in: *Journal of Business Venturing*, Nr. 16, S. 255-283.
- Jost, P.-J. (Hrsg.) (2001):** Die Prinzipal-Agenten-Theorie in der Betriebswirtschaft, Stuttgart: Schäffer-Poeschel.
- Juncker, K./Schlegelmilch, K. (Hrsg.) (1976):** Die Kapitalbeteiligungsgesellschaft in Theorie und Praxis, Frankfurt a. M.
- Kambil, A./Eselius, E. D./Monteiro, K. A. (2000):** Fast Venturing: The quick way to start web businesses, in: *Sloan Management Review*, Summer 2000, S. 55-67.
- Kann, A. (2000):** Strategic Venture Capital investing by corporations: A framework for structuring and valuing Corporate Venture Capital programs, Dissertation, Palo Alto.
- Kaplan, S. N./Strömberg, P. (2001):** Venture Capitalists as principals: Contracting, screening and monitoring, NBER Working Paper, Nr. 8202, Cambridge, S. 1-12.
- Kaplan, S. N./Strömberg, P. (2000):** How do Venture Capitalists choose investments?, in: Conference Paper HBS 2000 Entrepreneurship Conference vom 07.12.2000, S. 1-40.

Keeley, R./Roure, J. (1990): Management, strategy and industry structure as influence on the success of new firms: A structural model, in: *Management Science*, Vol. 36, S. 1256-1267.

Keil, T. (2000): External Corporate Venturing: Cognition, speed and capability development, Dissertation, Helsinki.

Kelley, D. J./Spinelli, S. (2002): Corporate Venture Capital and alliance formation in new technology-based firms: Can corporate investors boost a startup's external legitimacy?, Working Paper 2002, o. S.

Köhler, G. (1995): Successful start-up of high-tech companies with Venture Capital, in: Skript zur Konferenz an der KfA Jülich, May 1995.

Kokalj, L./Albach, H. (1987): Der deutsche Venture Capital-Markt, in: *Die Bank*, Nr. 27, S. 358-366.

Klandt, H. (1984): Aktivität und Erfolg des Unternehmensgründers: Eine empirische Analyse des mikrosozialen Umfeldes, Bergisch Gladbach: Josef Eul.

Klemm, H. A. (1988): Die Finanzierung und Betreuung von Innovationsvorhaben durch Venture Capital-Gesellschaften: Möglichkeiten und Grenzen des amerikanischen Venture Capital-Konzeptes auf die Bundesrepublik Deutschland, Frankfurt a. M.: Lang.

Kogut, B./Zander, U. (1993): Knowledge of the firm and the evolutionary theory of multinational corporation, in: *Journal of International Business Studies*, Nr. 24/4, S. 625-645.

Kortum, S./Lerner, J. (1998): Does Venture Capital spur innovation?, National Bureau of Economic Research, Working Paper, December 1998, o. S.

Kühr, T. (1978): Wagniskapital für marktreife Innovationen, in: Rationalisierung, 29. Jahrgang, Heft 4, 1978, S. 92-94.

Kulicke, M. (1997): Die Finanzierung technologieorientierter Unternehmensgründungen, in: Koschatzky, K. (Hrsg.) (1997): Technologieunternehmen im Innovationsprozess: Management, Finanzierung und regionale Netze, Heidelberg: Physica, S. 127-152.

Kulicke, M. et al. (1993): Chancen und Risiken junger Technologieunternehmen - Ergebnisse des Modellversuches „Förderung technologieorientierter Unternehmensgründungen“, Heidelberg: Physica.

Landström, H. (1990): Co-operation between Venture Capital companies and small firms, in: *Entrepreneurship and Regional Development*, Nr. 2, S. 345-362.

Laub, U. (1985): Venture Capital-Markt, München: GBI.

- Lawton Smith, H./Dickson, K./Smith, S. C. (1991):** Innovation and collaboration within networks of large and small firms, in: *Research Policy*, Nr. 20, S. 457-468.
- LeClair, J./Hadden, J./Kendall, M./Goldtein, J./Schichiano, K./Cody, M./Stevens, S./Olton, M. (2000):** Three-sided investments in the age of the internet, in: Barry, D. (Hrsg.) (2000): *The Corporate Venturing Directory and Yearbook*, Wellesley: Asset Alternatives, S. 31-35.
- Leland, H./Pyle, D. (1977):** Informational asymmetries, financial structure and financial intermediation, in: *Journal of Finance*, Nr. 32, S. 371-387.
- Lerner, J. (2000):** *Venture Capital and Private Equity: A casebook*, New York: Wiley & Sons.
- Lerner, J. (1998):** Fördern Kleinunternehmen und Venture Capitalists Innovationen?, in: Scheidegger, A./Hofer, H./Scheuenstuhl, G. (Hrsg.) (1998): *Innovationen – Venture Capital – Arbeitsplätze*, Bern: Haupt, S. 113-119.
- Lerner, J. (1994):** The syndication of Venture Capital investments, in: *Financial Management*, Nr. 23/3, S. 16-27.
- Leopold, G./Frommann, H. (1998):** Eigenkapital für den Mittelstand: Venture Capital im In- und Ausland, München: Beck.
- Lippert, R./Moore, W. (1995):** Monitoring versus bonding: Shareholder rights and management compensation, in: *Financial Management*, Vol. 24, Nr. 3, S. 54-62.
- Lorenz, M./Seeliger, C. (2000):** Unternehmen geben großes Geld für kleine Start-ups, in: *Financial Times Deutschland*, 05.04.2000, o. S.
- Lüdke, U. (2002):** CVC in Europa, in: *Finance*, Mai 2002, S. 18-46.
- Mackewicz & Partner (Hrsg.) (2003):** *Corporate Venture Capital – Window on the world*, München.
- Mackewicz & Partner (Hrsg.) (2000):** *Mythos, Visionen, Chancen – Venture Capital in den USA, Deutschland und Europa, Executive Summary*, München, <http://www.mackewicz.de> (Stand: 11.02.03).
- MacMillan, I. C./Kulow, D. M./Khoylian R. (1988):** Venture Capitalists' involvement in their investments: Extent and performance, in: *Journal of Business Venturing* Nr. 4, S. 27-47.
- MacMillan, I. C./Siegel, R./Narasimha, P. N. S. (1985):** Criteria used by Venture Capitalists to evaluate new venture proposals, in: *Journal of Business Venturing*, Nr. 1, S. 119-128.
- Maula, M. (2001):** *Corporate Venture Capital and the value-added for technology-based new firms*, Dissertation, Espoo.

Maula, M./Murray, G. (2001): Complementary value-adding roles of Corporate Venture Capital and independent Venture Capital investors, in: Helsinki University of Technology Working Paper, Nr. 7, o. S.

Maula, M./Murray, G. (2000): Corporate Venture Capital and the creation of US public companies: The impact of sources of Venture Capital on the performance of portfolio companies, Working Paper, o. S.

McKinsey & Company (Hrsg.) (1998): U.S. Venture Capital – Industry overview and economics, o. O.

McNally, K. (1997): Corporate venture capital - Bridging the equity gap in the small business sector, London: Routledge.

Meinhövel, H. (1999): Defizite der Principal-Agent-Theorie, Dissertation, Köln: Josef Eul.

Mendrzyk, J. P.(1999): Venture Capital and asymmetric information – An analysis of screening, incentive and control mechanisms in German Venture Capital finance, Diss., Oestrich-Winkel.

Miles, M. P./Covin, J. G. (2002): Exploring the practice of Corporate Venturing, in: Entrepreneurship Theory and Practice, Spring 2002, S. 21-40.

Modigliani, F./Miller, M. (1958): The cost of capital, corporation finance and the theory of investment, in: American Economic Review, Nr. 48, S. 261-297.

Moore, G. (1995): Inside the tornado, Boston.

Nahapiet, J./Ghoshal, S. (1998): Social capital, intellectual capital and the organizational advantage, in: Academy of Management Review, Nr. 23/2, S. 242-266.

Nathusius, K. (2001): Grundlagen der Gründungsfinanzierung, Wiesbaden: Gabler.

Nathusius, K. (1979a): Venture Management: Ein Instrument zur innovativen Unternehmensentwicklung, Berlin: Duncker & Humblot.

Nathusius, K. (1979b): Grundansatz und Formen des Venture Managements, in: Schmalenbachs Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung, Nr. 31, S. 507-524.

National Venture Capital Association NVCA (Hrsg.) (2004): NVCA Yearbook 2004, Arlington: Venture Economics.

National Venture Capital Association NVCA (Hrsg.) (2002): NVCA Yearbook 2002, Arlington: Venture Economics.

Nerlinger, E. (1995): Die Gründungsdynamik in technologieorientierten Industrien: Eine Analyse der IAB-Beschäftigungsstatistik, Diskussionspapier, Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung Mannheim.

- Niederkofler, M. (1989):** External Corporate Venturing, Dissertation, HSG, St. Gallen.
- Nielson, R. P./Peters, M. P./Hirsch, R. D. (1985):** Entrepreneurship strategy for internal markets – Corporate, nonprofit, and government institution cases, in: Strategic Management Journal, Nr. 6, S. 181-189.
- Norton, E./Tenenbaum, B. (1993):** Specialization versus Diversification as a Venture Capital investment strategy, in: Journal of Business Venturing, Nr. 8, S. 431-442.
- Penrose, E. (1959):** The theory of the growth of the firm, Oxford: Blackwell.
- Perridon, L./Steiner, M. (1995):** Finanzwirtschaft der Unternehmung, 8. Aufl., München: Vahlen.
- Pfirrmann, O./Wupperfeld, U./Lerner, J. (1997):** Venture Capital and new technology-based firms, Heidelberg.
- Pichotta, A. (1990):** Die Prüfung der Beteiligungswürdigkeit von innovativen Unternehmungen durch Venture Capital-Gesellschaften, Dissertation, Bergisch Gladbach: Josef Eul.
- Pinchot, G. (1985):** Intrapreneuring, New York: Harper & Row.
- Pisano, G. P. (1990):** The R&D boundaries of the firm: an empirical analysis, in: Administrative Science Quarterly; Vol. 35, Nr. 1, S. 153-176.
- Pisano, G. P. (1989):** Using equity participation to support exchange: Evidence from the biotechnology industry, in: Journal of Law, Economics and Organization, Nr. 5/1, S. 109-126.
- Pleschak, F. (1997):** Entwicklungsprobleme junger Technologieunternehmen und deren Überwindung, in: Koschatzky, K. (Hrsg.) (1997): Technologieunternehmen im Innovationsprozess: Management, Finanzierung und regionale Netze, Heidelberg: Physica, S. 13-32.
- Pleschak, F. et al. (1997):** Marketing junger Technologieunternehmen, in: Koschatzky, K. (Hrsg.) (1997): Technologieunternehmen im Innovationsprozess: Management, Finanzierung und regionale Netze, Heidelberg: Physica, S. 33-54.
- Pleschak, F. (1996):** Entwicklungsprobleme in den Lebensphasen junger Technologieunternehmen, in: Baier, W./Pleschak, F. (Hrsg.) (1996): Marketing und Finanzierung junger Technologieunternehmen, Wiesbaden, S. 17-46.
- Poser, T. (2003):** The Impact of Corporate Venture Capital: Potentials of competitive advantage for the investing company, Dissertation, 1. Auflage, Wiesbaden: Deutscher Universitäts-Verlag.
- Räbel, D. (1986):** Venture Capital als Instrument der Innovationsfinanzierung, Köln: Deutscher Wirtschaftsdienst.

- Ricadela, A. (2000):** Money and Influence, in: Information Week, 24.08.00, Nr. 779, S. 44-51.
- Rind, K. W. (1994):** Dealing with the corporate strategic investor, in: Pratt, S. E. (Hrsg.) (1994): Pratt's Guide to Venture Capital sources, Boston: Venture Economics, S. 169-180.
- Rind, K. W. (1981):** The role of Venture Capital in corporate development, in: Strategic Management Journal, Nr. 2, S. 169-180.
- Roberts, E. B. (1980):** New ventures for corporate growth, in: Harvard Business Review, Nr. 58, S. 134-142.
- Röper, B. (2004):** Corporate Venture Capital – Eine empirische Untersuchung des Beteiligungsmanagements deutscher und US-amerikanischer Corporate Venture Capital-Investoren, Bad Soden: Ulhenbruch.
- Rosenstein, J./Bruno, A. V./Bygrave, W. D./Taylor, N. T. (1993):** The CEO, Venture Capitalists, and the Board, in: Journal of Business Venturing, Vol. 8, S. 99-113.
- Rosenstein, J. (1988):** The board and strategy: Venture Capital and high technology, in: Journal of Business Venturing, Nr. 3, S. 159-170.
- Ross, S. A. (1973):** The economic theory of agency, in: American Economic Review Papers and Proceedings, Nr. 63, S. 134-139.
- Rousek, O. (1995):** Integrative Anreizsysteme. Eine modelltheoretische Untersuchung im Rahmen des Principal-Agent-Modells, Dissertation, Frankfurt a. M.
- Ruda, W. (1988):** Ziele privater Kapitalanleger, Wiesbaden: Gabler.
- Rumelt, R. P. (1984):** Toward a strategic theory of the firm, in: Lamb, R. D. (Hrsg.) (1984): Competitive strategic management, Englewood Cliffs: Prentice Hall, S. 556-570.
- Sahlman, W. A. (1990):** Structure of venture-capital organizations, in: Journal of Financial Economics; Nr. 27/2, S. 473-521.
- Sapienza, H. J./Manigart, S./Vermeir, W. (1996):** Venture Capitalist governance and value-added in four countries, in: Journal of Business Venturing, Nr. 11, S. 439-469.
- Sapienza, H./Timmons, J. (1989):** Launching and building entrepreneurial companies, in: Frontiers of Entrepreneurship Research (1989): Proceedings of the 9th annual Babson College Entrepreneurship Research Conference, Wellesley: Babson College, S. 245-257.
- Sapienza, H. (1992):** When do Venture Capitalists add value?, in: Journal of Business Venturing, Vol. 7, S. 9-27.

- Sapienza, H./Amazon, A. (1993):** Effects of innovativeness and venture stage on Venture Capitalist-entrepreneur relations, in: *Interfaces*, Vol. 23, S. 38-51.
- Schefczyk, M. (2004):** Erfolgsstrategien deutscher Venture Capital Gesellschaften, 3. Auflage, Stuttgart: Schäffer-Poeschel.
- Schefczyk, M. (2000):** Erfolgsstrategien deutscher Venture Capital Gesellschaften, 2. Auflage, Stuttgart: Schäffer-Poeschel.
- Schefczyk, M./Gerpott, T. J. (1998):** Beratungsunterstützung von Portfoliounternehmen durch deutsche Venture Capital-Gesellschaften. Eine empirische Untersuchung, in: *Zeitschrift für Betriebswirtschaft, ZfB-Ergänzungsheft*, Nr. 2, S. 143-166.
- Schoemaker, P./Sharpio, A. (2000):** Innovative financial strategies for biotechnology ventures, in: Day, G. et al. (Hrsg.) (2000): *Managing emerging technologies*, New York: John Wiley, S. 307-332.
- Schollhammer, H. (1982):** Internal Corporate Entrepreneurship, in: Kent, C./Sexton, D./Vesper, K. (Hrsg.) (1982): *Encyclopedia of Entrepreneurship*, New Jersey, S. 209-229.
- Schröder, C. (1992):** Strategien und Management von Beteiligungsgesellschaften: Ein Einblick in Organisationsstrukturen und Entscheidungsprozesse von institutionellen Eigenkapitalinvestoren, Baden-Baden: Nomos.
- Schumpeter, J. A. (1964):** Theorie der wirtschaftlichen Entwicklung. Eine Untersuchung über Unternehmergeinn, Kapital, Kredit, Zins und den Konjunkturzyklus, 6. Auflage, Berlin.
- Schumpeter, J. A. (1961):** Konjunkturzyklen: Eine theoretische, historische und statistische Analyse des kapitalistischen Prozesses, Band 1, Göttingen.
- Schwall, B. (2001):** Die Bewertung junger, innovativer Unternehmen auf Basis des Discounted cash flow, Dissertation, Frankfurt a. M.: Lang.
- Schween, C. (1996):** Corporate Venture Capital: Risikokapitalfinanzierung deutscher Industrieunternehmen, Dissertation, Wiesbaden: Gabler.
- Scott, C. (2001):** Organisatorische Aspekte der Due Diligence, in: Scott, C. (Hrsg.) (2001): *Due Diligence in der Praxis*, 1: Auflage, Wiesbaden: Gabler, S. 13-27.
- Servatius, H. G. (1988):** New Venture Management: Erfolgreiche Lösungen von Innovationsproblemen für Technologie-Unternehmen, Wiesbaden: Gabler.
- Siegel, R./Siegel, E./MacMillan, I. C. (1988):** Corporate Venture Capitalists: Autonomy, obstacles, and performance, in: *Journal of Business Venturing*, Nr. 3, S. 233-247.
- Siemer, S. (1991):** Diversifizieren mit Venture Management, Dissertation., Berlin: Erich Schmidt.

- Silver, D. (1993):** Strategic Partnering, New York: McGraw-Hill.
- Sharma, P. (1999):** Toward a reconciliation of the definitional issue in the field of corporate entrepreneurship, in: Entrepreneurship Theory & Practice, Spring 1999, S. 11-27.
- Shrader, R./Simon, M. (1997):** Corporate versus independent new ventures: Resource, strategy and performance differences, in: Journal of Business Venturing, Nr. 12., S. 47-66.
- Spremann, K. (1990):** Asymmetrische Information, in: Zeitschrift für Betriebswirtschaft, Nr. 60, S. 561-586.
- Stiglitz, J. E. (1974):** On the irrelevance of corporate financial policy, in: American Economic Review, Nr. 64, S. 851-866.
- Stringer, R. (2000):** How to manage radical innovation, in: California Management Review, Vol. 42, Nr. 4, S. 70-88
- Stuart, T./Hoang, H./Hybels, R. (1999):** Interorganizational endorsement and the performance of entrepreneurial ventures, in: Administrative Science Quarterly, Vol. 44, S. 315-349.
- Süssmuth Dyckerhoff, C. (1995):** Intrapreneuring: ein Ansatz zur Vitalisierung reifer Gross-Unternehmen, Dissertation, Bern: Haupt.
- Sykes, H. B. (1990):** Corporate Venture Capital: Strategies for success, in: Journal of Business Venturing, Nr. 5, S. 37-47.
- Sykes, H. B. (1986):** The anatomy of a Corporate Venturing program: Factors influencing success, in: Journal of Business Venturing, Nr. 1, S. 275-293.
- Teece, D. J. (1992):** Competition, cooperation, and innovation; Organizational arrangements for regimes of rapid technological progress, in: Journal of Economic Behaviour & Organisation, Nr. 18/1, S. 1-25.
- Teece, D. J./Pisano, G./Shuen, A. (1997):** Dynamic capabilities and strategic management, in: Strategic Management Journal, Nr. 18/7, S. 509-533.
- Thornhill,S./Amit, R. (2000):** A dynamic perspective of internal fit in Corporate Venturing, in: Journal of Business Venturing, Nr. 16, S. 25-50.
- Trester, J. J. (1998):** Venture Capital contracting under asymmetric information, in: Journal of Banking & Finance, Vol. 22, S. 675-699.
- Tyebjee, T. (2001):** Strategic investing of Corporate Venture Capital, Working Paper, Santa Clara.
- Tyebjee, T. T./Bruno, A. V. (1984):** A model of Venture Capitalist investment activity, in: Management Science, Nr. 30, S. 1051-1066.

- Unterkofler, G. (1988):** Erfolgsfaktoren innovativer Unternehmensgründungen – Ein gestaltungsorientierter Lösungsansatz betriebswirtschaftlicher Gründungsprobleme, Frankfurt a. M.
- Von Hardenberg, C. Graf (1989):** Die Bereitstellung von Venture Capital durch Großunternehmen, Göttingen: Vandenhoeck & Ruprecht.
- Von Hippel, E. (1977):** The sources of innovation, New York: Oxford University Press.
- Weimerskirch, P. (1999):** Finanzierungsdesign von Venture Capital-Verträgen, Wiesbaden: DUV.
- Wernefelt, B. (1984):** A resource-based view of the firm, in: Strategic Management Journal, Nr. 5, S. 171-180.
- Williamson, O. E. (1988):** Corporate finance and corporate governance, in: Journal of Finance, Nr. 43, S. 567-591.
- Winters, T. E./Murfin, D. L. (1988):** Venture Capital investing for corporate development objectives, in: Journal of Business Venturing, Nr. 3, S. 207-222.
- Witt, P./Brachtendorf, G. (2001):** Gründungsfinanzierung durch Großunternehmen, WHU-Arbeitspapier Nr. 83, S. 1-21.
- Wolf-Simon, D. (1999):** Erfahrungen mit Venture Capital-Finanzierungen aus Sicht einer finanziierenden Bank, in: Bundesverband deutscher Verwaltungs- und Wirtschafts-Akademien (Hrsg.) (1999): O. T., Nr. 1, Bochum, S. 12-22.
- Wright, P./Mukherji, A./Kroll, M. (2001):** A reexamination of agency theory assumptions: Extensions and extrapolations, in: Journal of Socio-Economics, Vol. 30, S. 413-429.
- Wupperfeld, U./Hemer, J. (1995):** Die Betreuung junger Technologieunternehmen durch ihre Beteiligungskapitalgeber, Fraunhofer Institut für Systemtechnik und Innovationsforschung, Karlsruhe.
- Wupperfeld, U. (1994):** Strategien und Management von Beteiligungsgesellschaften im deutschen Seed-Capital-Markt, Karlsruhe: Fraunhofer-Institut.
- Yates, C./Roberts, E. B. (1991):** Initiating successful Corporate Venture Capital, Working Paper MIT, June 1991.
- Zahra, S. A. (1996):** Governance, ownership, and corporate entrepreneurship: The moderating impact of industry technological opportunities, in: Academy of Management Journal, Nr. 39, S. 1713-1735.
- Zahra, S. A. (1993):** A conceptual model of entrepreneurship as firm behaviour: A critique and extension, in: Entrepreneurship Theory & Practice, Nr. 17, S. 5-21.

Zahra, S. A./George, G. (1999): Manufacturing strategy and new venture performance: A comparison of independent and corporate venture in the biotechnology industry, in: Journal of High Technology Research, Fall 1999, S. 313-345

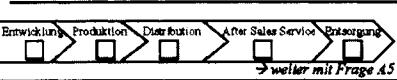
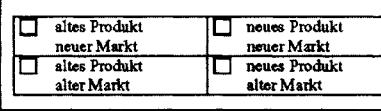
Zemke, I. (1995): Die Unternehmensverfassung von Beteiligungskapitalgesellschaften: Analyse des institutionellen Designs deutscher Venture Capital-Gesellschaften, Wiesbaden: DUV.

Anhang

Anhang 1: Fragebogen der Untersuchung

Finanzielle und strategische Unterstützung von jungen Unternehmen durch Venture Capital- und Corporate Venture Capital-Gesellschaften

A. Angaben zu Ihrem Unternehmen

A1	Ihre Rechtsform: <input type="checkbox"/> AG <input type="checkbox"/> GmbH <input type="checkbox"/> GmbH & Co. KG <input type="checkbox"/> Sonstige: _____	Mitarbeiteranzahl: _____ Umsatz: _____ TEuro <small>(zum Ende des letzten Geschäftsjahrs; ggf. 31.12.2001)</small>
A2	Ihre Branchenzugehörigkeit: <input type="checkbox"/> Kommunikation, Telekommunikation (inkl. Internet, Medien) <input type="checkbox"/> Computer (Hardware/Software) <input type="checkbox"/> Biotechnologie <input type="checkbox"/> Medizin/Pharma <input type="checkbox"/> Energie <input type="checkbox"/> Chemie <input type="checkbox"/> Automobil <input type="checkbox"/> Industrielle Produkte und Dienstleistungen <input type="checkbox"/> Konsumorientierte Produkte und Dienstleistungen (Handel) <input type="checkbox"/> Transport, Logistik <input type="checkbox"/> Finanzielle Dienstleistungen <input type="checkbox"/> Sonstige: _____	
A3	Wie viele Personen umfasste das Gründungsteam Ihres Unternehmens und wann wurde es gegründet? Anzahl Personen im Gründungsteam: _____ Gründungsmonat/-jahr: ____ / ____	
A4	Welche Wertschöpfungsstufen wollen Sie mit Ihrem Unternehmen laut Geschäftsplan abdecken? (Mehrfachnennungen möglich) <input type="checkbox"/> Dienstleistung/Handel (<i>→ Falls Sie in Dienstlsg./Handel aktiv sind, bitte weiter mit Frage B1</i>)	
		
		
A5	Werden von Ihnen innovative oder herkömmliche Produkte in etablierten oder neu zu schaffenden Märkten angeboten? (Bitte ggf. auf Ihr Hauptprodukt beziehen)	
A6	In welcher Entwicklungsphase befand sich Ihr Hauptprodukt zum Finanzierungszeitpunkt? <i>(Bei mehreren Finanzierungsgründen bitte Zeitpunkt der ersten Finanzierungsgründung durch eine VCG bzw. CVCV zugrundelegen)</i>	
	<input type="checkbox"/> abgeschlossene Entwicklung <input type="checkbox"/> kundenindividuelle Entwicklung <input type="checkbox"/> keine Entwicklung	Andernfalls: Zeit zwischen Investition und Produkteinführung _____ Monate (Plan) _____ Monate (Ist) <p style="text-align: right;">- Bitte umblättern -</p>

Alle Unternehmen

B. Angaben zur Gründungsfinanzierung

B1

Woher stammt das in Ihr Unternehmen investierte Kapital und welche Unternehmensanteile hält die jeweilige Gruppe derzeit? (Bitte den Anteil am Eigenkapital Ihres Unternehmens sowie die Anzahl der Investoren in der jeweiligen Kategorie angeben.)

	Unternehmens- anteil in %	Anzahl Investoren
<input type="checkbox"/> Venture Capital-Gesellschaft(en)	_____	_____
<input type="checkbox"/> Corporate Venture Capital-Gesellschaft(en)/CVC-Einheit(en)	_____	_____
<input type="checkbox"/> Direktinvestment durch Industrie-/Dienstlsg.-unternehmen	_____	_____
<input type="checkbox"/> Business Angels	_____	_____
<input type="checkbox"/> Eigenkapital der Gründer	_____	_____
<input type="checkbox"/> Eigenkapital der Mitarbeiter	_____	_____
<input type="checkbox"/> Investorengruppe/Börse	_____	_____
<input type="checkbox"/> Fördermittel mit Eigenkapitalcharakter (z. B. durch tbg*)	_____	_____
<input type="checkbox"/> Fördermittel mit Fremdkapitalcharakter (z. B. durch KfW**)	_____	_____
<input type="checkbox"/> Kredite von Banken/Sparkassen	_____	_____
<input type="checkbox"/> Sonstige Quelle: _____	_____	_____

(* tbg = Technologiebeteiligungsgesellschaft; ** KfW = Kreditanstalt für Wiederaufbau)

B2

In welcher Entwicklungsphase wurde Ihr Unternehmen erstmals von einer VCG bzw. einer CVCG finanziert? (Bei mehreren Finanzierungsrunden bitte Angaben zur ersten Finanzierungsrounde)

- Businessplan erstellt, Grundlagenentwicklung (*Seed*)
- Marktreife des Produktes/der Dienstleistung (*Start-up*)
- Aus- oder Aufbau der Produktion/Erweiterung des Produktspektrums (*Expansion*)
- Vorbereitung Börsengang, Vorbereitung Verkauf (*Bridge*)
- Übernahme durch vorhandenes oder externes Management (*MBO/MBI*)
- Neuaustrichtung des Unternehmens (*Turnaround*)

B3

Zu welchem Zeitpunkt wurde Ihr Unternehmen erstmals durch eine VCG oder eine CVCG finanziert?

_____ / _____ (Monat und Jahr der Erstinvestition)

B4

Wie viele Finanzierungsrunden hat Ihr Unternehmen bisher durchlaufen?
(bezogen auf das Instrument „(Corporate) Venture Capital“)

Anzahl: 1 2 >2

B5

Welcher der Investoren hat bzw. hatte mindestens einen Sitz im Beirat/Aufsichtsrat Ihres Unternehmens? (Mehrachnen möglich)

VCG CVCG Sonstige:

Falls mindestens eine Corporate Venture Capital-Gesellschaft (CVCG) in Ihr Unternehmen investiert hat, bitte weiter auf der nächsten Seite, ansonsten weiter mit Frage D1 auf Seite 5.

Alle Unternehmen

C. Angaben zur Finanzierung und Unterstützung durch mindestens eine CVCG bzw. deren MU

C1	In welcher Finanzierungsrounde stieg der (erste) CVC-Investor ein?	<input type="checkbox"/> 1. Runde <input type="checkbox"/> 2. Runde <input type="checkbox"/> Runde > 2
C2	Ist der CVC-Geber Alleininvestor oder gab es mehrere Investoren? Wenn ja, ist die CVCG Lead- oder Co-Investor? (Bei mehreren Finanzierungsrounden bitte derzeitigen Stand (z.B. nach letzter Finanzierungsrounde) angeben)	<input type="checkbox"/> CVCG ist Alleininvestor (<i>weiter mit Frage C3</i>) <input type="checkbox"/> Mehrere Investoren → Anzahl: _____ CVCG ist <input type="checkbox"/> Lead-Investor <input type="checkbox"/> Co-Investor
C3	Weshalb haben Sie eine CVCG bzw. einen Industrie-/Dienstleistungskonzern (Mutterunternehmen) als Finanzierungspartner gewählt? (Bitte geben Sie die Erwartungen und die Wichtigkeit des jeweiligen Grundes vor Vertragsabschluss an)	sehr wichtig nicht wichtig Finanzielle Erwägungen („Potenter“ Geldgeber) <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> Nutzen des Markennamens/der Reputation <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> Technische Expertise <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> Unterstützung beim Marktzugang (Zugang zu Kunden) <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> Unterstützung beim Zugang zu Lieferanten <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> Unterstützung beim Aufbau der Produktion <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> Unterstützung bei Rekrutierung von Führungspersonal <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> Generierung zusätzlichen Wachstums <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> Sonstiges: _____ <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/>
	<input type="checkbox"/> Unser Unternehmen ist eine Ausgründung aus dem Mutterunternehmen der CVC-Einheit (Corporate Spin-off)	
C4	Hat Ihnen Ihr CVC-Investor weitere Finanzierungsquellen/partner vermittelt?	
	<input type="checkbox"/> Ja → <input type="checkbox"/> Weitere VCG <input type="checkbox"/> Nein <input type="checkbox"/> Weitere CVCG <input type="checkbox"/> Öffentliche Beteiligungsgesellschaft (z. B. tbg) <input type="checkbox"/> Sonstige Quelle: _____	
C5	Wie schätzen Sie die Branchenzugehörigkeit der Muttergesellschaft der CVC-Einheit im Vergleich zu Ihrer Branchenzugehörigkeit ein?	
	gleich verschieden Branchenzugehörigkeit MU im Vergleich zu Ihrem Unternehmen <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/>	

Nur CVC-finanzierte Unternehmen

Unterstützung durch die CVCG bzw. das MU

C6

Wie wurde Ihr Unternehmen bei folgenden Anlässen von Ihrem CVC-Investor direkt oder indirekt unterstützt? (Unterstützung durch CVC-Einheit, Mutterkonzern oder externe, vom CVC finanzierte Berater)

- Zugang zu Führungspersonal
- Zugang zu operativem Know-how im
→ Marketing/Vertrieb
- Produktion
- Controlling
- Unterstützung im administrativen Bereich
- Zugang zu strategischem Know-how
- Branchenexpertise
- Marktzugang
- Zugang zu Lieferanten
- Zugang zu weiteren Finanzierungspartnern
- Infrastruktur (PC, Software, Räumlichkeiten,...)
- Sonstiges: _____

sehr gut	gar nicht
<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

C7

In welchen Bereichen war ihr CVC-Investor in Ihre unternehmerischen Entscheidungen eingebunden? (Mehrfachnennungen möglich)

- CVCG war in keine unternehmerischen Entscheidungen eingebunden
- Forschung und Entwicklung
- Produktion
- Vertrieb/Absatz
- (weitere) Finanzierung
- Sonstiges: _____

C8

Wie stark haben folgende Punkte die Zusammenarbeit mit dem Mutterunternehmen (MU) bzw. einer Business Unit des MU erschwert?

- „Undurchschaubare“ Entscheidungsprozesse in Großunternehmen
- Bedrohung der Eigenständigkeit Ihres Unternehmens
- Deutlich verschiedene Unternehmenskulturen
- Einseitiger Know-how-Abfluss

sehr stark	gar nicht
<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

- Sonstiges: _____
- keine Zusammenarbeit mit dem/Unterstützung aus dem Mutterunternehmen der CVCG

C9

Wie oft haben Sie mit der CVC-Einheit durchschnittlich interagiert? (Bitte Anzahl der Kontakte angeben)

_____ Mal pro Monat

C10

Wie oft haben Sie direkt mit dem Mutterunternehmen bzw. einer Geschäftseinheit des MU der CVCG interagiert? (Bitte Anzahl der Kontakte angeben)

_____ Mal pro Monat

Anm.: Falls Sie Abschnitt C ausgefüllt haben, bitte weiter mit Frage E1 auf Seite 6, ansonsten weiter auf der nächsten Seite.

Nur CVC-finanzierte Unternehmen

**D. Angaben zur Finanzierung und Unterstützung durch mindestens eine VCG
(ohne Vorhandensein eines CVC-Investors)**

D1	Ist der VC-Geber Alleininvestor oder gab es mehrere Investoren? <small>(Bei mehreren Finanzierungsunden bitte derzeitigen Stand angeben)</small>	
	<input type="checkbox"/> VCG ist Alleininvestor <input type="checkbox"/> Mehrere Investoren → Anzahl: _____	
D2	Weshalb haben Sie eine VCG als Finanzierungspartner gewählt? <small>(Bitte geben Sie die Erwartungen und die Wichtigkeit des jeweiligen Grundes vor Vertragabschluss an)</small>	
	<small>sehr wichtig nicht wichtig</small>	
	Finanzielle Erwägungen („Potenter“ Geldgeber) <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> Nutzen des Markennamens/der Reputation <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> Technische Expertise <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> Unterstützung beim Marktzugang (Zugang zu Kunden) <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> Unterstützung beim Zugang zu Lieferanten <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> Unterstützung beim Aufbau der Produktion <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> Unterstützung bei der Rekrutierung von Führungspersonal <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> Generierung zusätzlichen Wachstums <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> Sonstiges: _____ <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/>	
D3	Hat Ihnen Ihr VC-Investor weitere Finanzierungsquellen vermittelt?	
	<input type="checkbox"/> Ja → <input type="checkbox"/> Weitere VCG <input type="checkbox"/> Weitere CVCG <input type="checkbox"/> Öffentliche Beteiligungsgesellschaft (z. B. tbg) <input type="checkbox"/> Sonstige Quelle: _____	<input type="checkbox"/> Nein
Unterstützung durch die VCG		
D4	Bei welchen Anlässen wurden Sie von Ihrem VC-Investor unterstützt? <small>(Unterstützung durch VC-Einheit oder externe, vom VC finanzierte Berater)</small>	
	<small>sehr gut gar nicht</small>	
	Zugang zu Führungspersonal <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> Zugang zu operativem Know-how im → Marketing/Vertrieb <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> → Produktion <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> → Controlling <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> Unterstützung im administrativen Bereich <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> Zugang zu strategischem Know-how <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> Branchenexpertise <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> Marktzugang <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> Zugang zu Lieferanten <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> Zugang zu weiteren Finanzierungspartnern Infrastruktur (PC, Software, Räumlichkeiten,...) <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> Sonstiges: _____ <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/>	

Nur rein VCG-finanzierte Unternehmen

<p>D5</p> <p>In welche unternehmerischen Entscheidungen war die VCG eingebunden? (Mehrfachnennungen möglich)</p> <p><input type="checkbox"/> VCG war in keine unternehmerischen Entscheidungen eingebunden <input type="checkbox"/> FuE <input type="checkbox"/> Produktion <input type="checkbox"/> Vertrieb/Absatz <input type="checkbox"/> (weitere) Finanzierung <input type="checkbox"/> Sonstiges:</p>	<p>↑ Nur rein VC-finanzierte Unternehmen</p>												
<p>D6</p> <p>Wie oft haben Sie mit der VC-Einheit (VCG) durchschnittlich interagiert? (Bitte Anzahl der Kontakte angeben)</p> <p>_____ Mal pro Monat</p>	<p>↓</p>												
<p>E. Angaben zur Beteiligungsprüfung (Due Diligence)</p>													
<p>E1</p> <p>Wie lange war der Zeitraum vom Erstkontakt mit Ihrem Investor bzw. mit Ihren Investoren bis zum Abschluss des Beteiligungsvertrages?</p> <p><input type="checkbox"/> < 3 Monate <input type="checkbox"/> 3 - 4 Monate <input type="checkbox"/> 4 - 5 Monate <input type="checkbox"/> 5 - 6 Monate <input type="checkbox"/> > 6 Monate</p>	<p>↑ Alle Unternehmen</p>												
<p>E2</p> <p>Wie stark waren die einzelnen Arten der Due Diligence (Beteiligungsprüfung) ausgeprägt?</p> <table style="margin-left: auto; margin-right: auto;"> <tr> <td style="text-align: center;">sehr stark</td> <td style="text-align: center;">nicht</td> </tr> <tr> <td><input type="checkbox"/></td> <td><input type="checkbox"/></td> </tr> </table> <p>Technische Due Diligence Finanzielle Due Diligence Steuerliche Due Diligence Rechtliche Due Diligence</p>	sehr stark	nicht	<input type="checkbox"/>	<p>↓</p>									
sehr stark	nicht												
<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>												
<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>												
<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>												
<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>												
<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>												
<p>E3</p> <p>Wurden im Rahmen der Beteiligungsvertragsverhandlungen Meilensteine festgelegt? Wenn ja, welche?</p> <p><input type="checkbox"/> Ja → <input type="checkbox"/> Finanzielle Kriterien → <input type="checkbox"/> Umsatzgröße(n) <input type="checkbox"/> Gewinngröße <input type="checkbox"/> Erreichen Break-even (Gewinnschwelle) <input type="checkbox"/> Cash-flow-Maße <input type="checkbox"/> Sonstige: _____</p> <p><input type="checkbox"/> Strategische Kriterien → <input type="checkbox"/> Markteintritt <input type="checkbox"/> Produktentwicklung/Entwicklung der Dienstlstg. (bis zu festgelegtem Grad) <input type="checkbox"/> Patentanmeldung(en) (ggf. Anzahl) <input type="checkbox"/> Sonstige: _____</p> <p><input type="checkbox"/> Nein</p>	<p>↑</p>												

F. Angaben zum Erfahrungshintergrund des Gründerteams bzw. der derzeitigen Geschäftsleitung

F1

Über welchen Erfahrungshintergrund verfügt bzw. verfügte das Gründerteam Ihres Unternehmens in den folgenden Bereichen?

FuE	Produktion/ Logistik	Marketing/ Vertrieb	Planung/ Strategie	Controlling/ Finanzen
sehr hoch	sehr gering	sehr hoch	sehr gering	sehr hoch
<input type="checkbox"/>				

→ Falls die heutige Geschäftsleitung nicht mit dem Gründerteam identisch ist, bitte weiter mit der nächsten Frage, sonst weiter mit Frage F3.

F2

Über welchen Erfahrungshintergrund verfügt die jetzige Geschäftsleitung Ihres Unternehmens in den folgenden Bereichen?

FuE	Produktion/ Logistik	Marketing/ Vertrieb	Planung/ Strategie	Controlling/ Finanzen
sehr hoch	sehr gering	sehr hoch	sehr gering	sehr hoch
<input type="checkbox"/>				

F3

Wie viele Jahre Berufserfahrung hatten die Mitglieder Ihres Gründungsteams zum Zeitpunkt der Gründung?

Anzahl der Jahre Berufserfahrung (nach der Ausbildung, kumuliert): _____ Jahre

G. Angaben zur Unternehmensentwicklung

G1

Wie haben sich die folgenden Bereiche/Funktionen im Vergleich zur Planung im Businessplan entwickelt?



G2

Gab es in Ihrem Unternehmen nach Einstieg des/der Investor(en) (bis zum heutigen Zeitpunkt) Veränderungen in der Geschäftsleitung?

(Bitte nehmen Sie hier ggf. auf den Zeitraum zwischen erster Finanzierungsrunde und dem heutigen Tag Bezug)

Ja

→ Wenn ja, warum traten diese auf?

Nein

- Nichteitreichen von festgelegten Meilensteinen
- Uneinigkeit in der Geschäftsleitung über strategische Ausrichtung
- Uneinigkeit mit dem/ den Finanzpartner(n) über die zukünftige strategische Ausrichtung
- Freiwilliges Ausscheiden eines/mehrerer Gründer(s)

Sonstige Gründe: _____

Alle Unternehmen

H. Angaben zur Rentabilität ihres Unternehmens

H1

Welche Eigenkapitalrendite (EKR nach Steuern und Zinsen) und Gesamtkapitalrendite (GKR vor Steuern und Zinsen) haben Sie im Businessplan Ihres Unternehmens angenommen und wie haben sich diese beiden Größen tatsächlich entwickelt? (IST-Wert bezogen auf Jahr 2001, PLAN-Wert aus Businessplan für Zeitpunkt des IST-Wertes)

	Plan-Werte	Entwicklung	IST-Werte
EKR (nach Steuern und Zinsen)	%	besser wie geplant schlechter	%
GKR (vor Steuern und Zinsen)	%		%

H2

Welchen Wert nach dem Discounted Cash-Flow-Verfahren (DCF) hat Ihr Unternehmen zum letzten Bilanzstichtag? (ggf. zum 31.12.01; Anm.: bitte ab weichenden Bilanzstichtag vermerken)

_____ €	Alternativ:	_____ €
DCF-Wert		Wert nach Ertragswertverfahren

H3

Welchen Wert nach dem Discounted Cash-Flow-Verfahren (DCF) hatte Ihr Unternehmen zur (ersten) Finanzierungsrounde? (ggf. Angaben aus der finanziellen Due Diligence zur [ersten] Finanzierungsrounde)

_____ €	Alternativ:	_____ €
DCF-Wert		Wert nach Ertragswertverfahren

(Bitte geben Sie auf jeden Fall den entsprechenden Unternehmenswert an, der nach dem gleichen Verfahren wie unter Frage H2 berechnet wurde.)

(Falls Sie keinen DCF-Wert bzw. alternativen Ertragswert angeben können, so füllen Sie bitte die Free-Cash-flow-Zeitreihe am Ende des Anleitungsboogens aus und legen Sie sie bitte der Rücksendung bei.)

Alle Unternehmen

I. Angaben zur weiteren Planung

I1

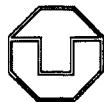
Was glauben Sie, hat/haben ihr(e) Investor(en) mit seinen/ihren Anteilen vor?

- Verkauf der Anteile an Ihr Unternehmen (Nr. 1)
- Börsengang (Nr. 2)
- Verkauf der Anteile an einen Finanz-Investor (Nr. 3)
- Verkauf der Anteile an ein Industrie-Unternehmen (strategischer Investor) (Nr. 4)
- Sonstiges: _____ (Nr. 5)
- Weiss ich nicht

Ereignis Nr. _____ ist bereits eingetreten
(Bitte geben Sie hier die oben angegebene Nummer an, falls eines der erwähnten Ereignisse schon eingetreten ist.)

Vielen Dank für Ihre Mitarbeit.

Anschreiben zur Untersuchung



TECHNISCHE UNIVERSITÄT DRESDEN

FAKULTÄT WIRTSCHAFTSWISSENSCHAFTEN
SAP-STIFTUNGSLEHRSTUHL FÜR TECHNOLOGIEORIENTIERTE
EXISTENZGRÜNDUNG UND INNOVATIONSMANAGEMENT
PROF. DR. MICHAEL SCHEFZYK

TU Dresden=Fak.Wi.Wi=6AP-Stiftungslehrstuhl=01062 Dresden

«Firma»

Herrn «Ansprechpartner»

«Strasse»

«PLZ» «Ort»

■ 0351/463-368 82

Fax: 0351/463-368 83

e-mail:

jochen.neubecker@mailbox.tu-dresden.de

Internet: www.gruenenderlehrstuhl.de

<<Datum>>

Befragung von Experten in Venture Capital- und Corporate Venture Capital-finanzierten Unternehmen

Sehr geehrter Herr «Ansprechpartner»,

der Lehrstuhl für Technologieorientierte Existenzgründung und Innovationsmanagement an der Technischen Universität Dresden führt derzeit im Rahmen eines Dissertationsprojektes eine Befragung mit dem Ziel der empirischen Fundierung von Zusatzleistungen in der Zusammenarbeit zwischen jungen, wachstumsorientierten Unternehmen und deren Beteiligungskapitalgebern, durch. Die Ergebnisse sollen jungen Unternehmen bei den Verhandlungen mit potentiellen Beteiligungskapitalgebern helfen.

Wir würden uns sehr freuen, wenn Sie an dieser Untersuchung teilnehmen. Als Gegenleistung stellen wir Ihnen gerne eine Ergebniszusammenfassung zur Verfügung.

Weitere Informationen finden Sie auf der folgenden Seite sowie im Anleitungsbogen am Ende des Fragebogens. Bitte senden Sie uns den grünen Fragebogen bis zum 25.06.02 mittels des beigelegten, adressierten Rückumschlags zurück.

Für Ihre Mitarbeit an dieser Untersuchung danken wir Ihnen sehr und verbleiben

mit freundlichen Grüßen

Prof. Dr. Michael Schefczyk
(Lehrstuhlinhaber)

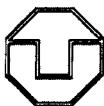
Dipl.-Kfm. Jochen Neubecker
(Doktorand)

Besucheranschrift: Helmholtzstraße 10
Hausse-Bau, Nordflügel 125
01069 Dresden

Fakultätsanschrift: Mommsenstraße 13
01069 Dresden

Deckblatt des Anleitungsbogens

Finanzielle und strategische Unterstützung von jungen Unternehmen durch Venture Capital- und Corporate Venture Capital-Gesellschaften



TECHNISCHE UNIVERSITÄT DRESDEN

FAKULTÄT WIRTSCHAFTSWISSENSCHAFTEN

SAP-STIFTUNGSLEHRSTUHL FÜR TECHNOLOGIEORIENTIERTE

EXISTENZGRÜNDUNG UND INNOVATIONSMANAGEMENT

PROF. DR. MICHAEL SCHEFCZYK

Finanzielle und strategische Unterstützung von jungen Unternehmen durch Venture Capital- und Corporate Venture Capital-Gesellschaften

Eine empirische Untersuchung

– Befragung von Experten in VC- und CVC-finanzierten Unternehmen –

Ziel dieser Untersuchung ist es, die Leistungen von Venture Capital-Gesellschaften (VCG) und Corporate Venture Capital-Gesellschaften (CVC) empirisch zu erfassen und im Anschluss daran v. a. die Zusatzaufgaben beider Kapitalgebergruppen zu vergleichen. Dabei wird bei den Leistungen neben der finanziellen Unterstützung auch das strategische und operative Know-how aus der VCG und der CVC bzw. deren Mutterunternehmen, welches in die Partnerschaft eingebracht wird, betrachtet. Die dabei gewonnenen Erkenntnisse sollen jungen Unternehmen, die mit VC- bzw. CVC-Gesellschaften zusammenarbeiten oder zusammenarbeiten möchten, zugute kommen. Die Ergebnisse sollen eine fundierte Grundlage für Verhandlungen mit den entsprechenden Kapitalgebergruppen bilden.

Sowohl zum Thema Venture Capital als auch zum Thema Corporate Venture Capital gibt es zahlreiche empirische Untersuchungen,¹ die sich allerdings nur in sehr wenigen Fällen mit den finanzierten Unternehmen direkt, sondern meist mit den Kapitalbeteiligungsgesellschaften bzw. deren Sicht auf die Portfoliounternehmen beschäftigen. Dieser Forschungslücke soll mit dieser Befragung Rechnung getragen werden. Des Weiteren soll der in früheren Untersuchungen festgestellte positive Einfluss eines CVC-Gebers² auf die Entwicklung des finanzierten Unternehmens überprüft werden.

Wir benutzen im Rahmen unserer Befragung folgende Abkürzungen, die wir an dieser Stelle kurz erläutern möchten:

VCG	Venture Capital-Gesellschaft(en) (z. B. 3i, TVM, Earlybird, PolyTechnos, ...)
CVC	Corporate Venture Capital-Gesellschaft(en) (z. B. Siemens Venture Capital, DEWB, T-Venture, ...)
MU	Mutterunternehmen der CVC-Gesellschaft

Weitere Erläuterungen haben wir in Form von Anmerkungen zu den jeweiligen Fragen im Fragebogen vorgenommen.

ALLE DATEN WERDEN STRENG VERTRAULICH BEHANDELT!

Als Dank und Gegenleistung für Ihre Mitarbeit bei der Studie stellen wir Ihnen auf Wunsch gerne eine Ergebniszusammenfassung zur Verfügung. Falls Sie eine Zusammenfassung zugesandt bekommen möchten, füllen Sie bitte den Informationsgutschein am Ende des Fragebogens aus. Sie können den Gutschein auch separat an uns senden oder die Zusammenfassung per E-mail anfordern.

Für Ihre Mitarbeit, die für das Gelingen der Studie unverzichtbar ist, danken wir Ihnen recht herzlich.

Prof. Dr. Michael Schefczyk
(Lehrstuhlinhaber)

Dipl.-Kfm. Jochen Neubecker
(Doktorand)

¹ Vgl. hierzu z. B. Schefczyk, M. 2000: Erfolgsstrategien deutscher Venture Capital-Gesellschaften, 2. Auflage, Stuttgart und McNally, K. 1997: Corporate Venture Capital, London.

² Vgl. hierzu u. a. Maula, M. / Murray, G. 2000: Corporate Venture Capital and the creation of US public companies: The impact of sources of Venture Capital on the performance of portfolio companies, London.

Anleitungsbogen

Finanzielle und strategische Unterstützung von jungen Unternehmen durch Venture Capital- und Corporate Venture Capital-Gesellschaften

Anleitungsbogen: Allgemeine Bearbeitungshinweise

- Ziel dieser Untersuchung ist es, die Leistungen von Venture Capital-Gesellschaften (VCG) und Corporate Venture Capital-Gesellschaften (CVCG) empirisch zu erfassen und im Anschluss daran v. a. die Zusatzleistungen beider Kapitalgebergruppen zu vergleichen.
- Der Fragebogen ist so gegliedert, das Sie alle Kapitel beantworten sollten, abgesehen von den Kapiteln C und D, von denen Sie nur eines beantworten sollten. Kapitel C sollte nur von CVC-finanzierten bzw. CVC-mitfinanzierten Unternehmen ausgefüllt werden. Kapitel D nur von rein VC-finanzierten Unternehmen. Als Hilfe zum Ausfüllen sind die einzelnen Blätter am Rand des Bogens mit der jeweiligen Gruppe, die den Fragenkomplex ausfüllen sollte, gekennzeichnet.
- Der Fragebogen ist beidseitig bedruckt. Durch die Verwendung von geschlossenen Fragen wird die Zeit, die Sie für das Ausfüllen benötigen, minimiert. Das Ausfüllen wird in der Regel ca. 15 bis 20 Minuten beanspruchen.
- Bei einigen Fragen hängt der Aussagewert nicht von der numerischen Präzision der Daten und Antworten ab. Scheuen Sie sich also nicht vor der Angabe von Schätzwerten.
- Bitte schicken Sie uns den Fragebogen auch unvollständig ausgefüllt zurück, wenn Sie einige Fragen nicht beantworten können oder wollen. Lediglich die Fragen zum Unternehmenswert sowie zu Ihren Finanzierungsquellen sollten Sie vollständig beantworten, da wir ansonsten Ihren Fragebogen nicht sinnvoll auswerten können.
- Wir sichern Ihnen die streng vertrauliche Behandlung Ihrer Aussagen zu. Alle Fragebögen, aus denen der Ersteller bzw. dessen Unternehmen hervorgehen sollte, werden von uns anonymisiert.
- Einige Fragen sind mittels einer Fünfer-Antwortskala zu beantworten, wobei die Skala *beispielhaft* folgende Ausprägungen darstellt:

sehr gut	<input type="checkbox"/>	gut	<input type="checkbox"/>	befriedigend	<input type="checkbox"/>	ausreichend	<input type="checkbox"/>	ungenügend	<input type="checkbox"/>
----------	--------------------------	-----	--------------------------	--------------	--------------------------	-------------	--------------------------	------------	--------------------------

Anleitungsblatt: Berechnung des Discounted Cash-flow-Wertes (DCF-Wert)

- In den Fragen H2 und H3 wird nach Discounted Cash-flow Wert (DCF-Wert) Ihres Unternehmens - zum einen zum Zeitpunkt der ersten Finanzierungsrunde und zum anderen zum letzten Bilanzstichtag (ggf. 31.12.2001) - gefragt. Bitte geben Sie den DCF-Wert oder alternativ einen anderen, in Ihrem Unternehmen verwendeten Ertragswert für die beiden Zeitpunkte an.
- Der DCF-Wert bzw. der alternative Ertragswert sollte für beide Zeitpunkte mit dem gleichen Verfahren berechnet worden sein. Geben Sie also bitte entweder nur den DCF-Wert oder den Ertragswert für beide Zeitpunkte an.
- Sollten Sie den DCF-Wert bzw. einen alternativen Ertragswert für Ihr Unternehmen nicht kennen, füllen Sie bitte die Tabelle im unteren Bereich dieser Seite aus.
- Ein computergestütztes Microsoft Excel-Blatt zur Berechnung des DCF-Wertes kann bei Bedarf unter Tel. 0351-463-36224 (Hr. Neubcker) angefordert werden.

Free Cash-flow-Zeitreihe

- Die Angabe der Free Cash-flow-Zeitreihe ist *nur erforderlich*, wenn Sie die Fragen H2 und H3 keine Angaben zum DCF-Wert bzw. einem alternativen Ertragswert machen.
- Bitte geben Sie den *Free Cash-flow* (soweit verfügbar bzw. planbar; IST-Werte) sowie den *nachhaltigen Free Cash-flow* (in TEuro) mit der Angabe des jeweiligen Bilanzstichtages an.

Datum (Monat/Jahr)					
Free Cash-flow (in TEuro)					

Datum (Monat/Jahr)					
Free Cash-flow (in TEuro)					

Nachhaltiger Free Cash-flow: _____ T Euro

(ab Monat/Jahr: _____ / _____)

Der nachhaltige Free Cash-flow ist derjenige Cash-flow-Wert, der bei Fortschreibung des Free Cash-flows zukünftig, im Anschluss an den planbaren Zeithorizont, sicher realisiert werden kann. Dieser kann auch durch einen möglichen Veräußerungswert (Bitte kennzeichnen!) ersetzt werden.

Anhang 2: Übersicht der befragten Portfoliounternehmen

Lfd. Nr.	Name des Unternehmens	Hauptsitz
1	20/10 Perfect Vision optische Geräte GmbH	Heidelberg
2	"Betterbet" Wetten GmbH	Dresden
3	360 Treasury Systems AG	Frankfurt am Main
4	3pl-online	Düsseldorf
5	4flow AG	Berlin
6	4MBO International Electronic AG	Plochingen
7	4mino AG	Berlin
8	4SC AG	Martinsried
9	7d AG	Hamburg
10	abaxx Technology AG	Stuttgart
11	Abeto GmbH	Frankfurt a. d. Oder
12	ABLAY & FODI GmbH	Krailling
13	AC Service AG	Stuttgart
14	Accoris GmbH	Ilmenau
15	Acotec GmbH	Berlin
16	Acris Communication AG	Berlin
17	Across Barriers GmbH	Saarbrücken
18	ActinoDrug Pharmaceuticals GmbH	Hennigsdorf
19	Active-Film.com	Frankfurt
20	Adori AG	Regensburg
21	ADTECH Advertising Service Providing GmbH	Neu-Isenburg
22	ADVA Ag Optical Networking	Martinsried/München
23	Advanced Commerce AG	München
24	Agilience Group GmbH	München
25	Airdata AG	Stuttgart
26	AKT AG	Passau
27	AKTIF Technology GmbH	Senftenberg
28	Alaska Software GmbH	Eschborn/Frankfurt
29	Alavier GmbH	Berlin
30	alfabet meta-modeling AG	Berlin
31	Altus Media AG	Berlin
32	AMS Technologies AG	Martinsried/München

33	amtec Automatisierungs-, Mess- und Testtechnologien GmbH	Berlin
34	Analytik Jena AG	Jena
35	Anker BV	Bielefeld
36	AP Automation + Productivity AG	Karlsruhe
37	APALEXO Biotechnologie GmbH	Martinsried
38	Apcoa BV	Stuttgart
39	Apovia AG	Martinsried
40	Appsolut Software GmbH	Offenbach am Main
41	Arontis AG	Essenbach
42	ARS Arthro AG	Esslingen
43	Artec Technologies AG	Diepholz
44	ARtem GmbH	Ulm
45	Artemedia AG	Chemnitz
46	ARTEMIS Pharmazeutical GmbH	Köln
47	Arztpartner Almeda AG	München
48	ascertech AG	Köln
49	Ascleption Meditec AG	Jena
50	Asknet AG Electronic Business Solutions	Karlsruhe
51	ASPEA GmbH	Hamburg
52	Atomika Instruments GmbH	München
53	Atrada Trading Network AG	Erlangen
54	ATS GmbH	Grasbrunn
55	Authentos GmbH	Berlin
56	Autinform GmbH	Wiesbaden
57	Autobahn Tank & Rast GmbH & Company KG	Bonn
58	AVECS Corporation AG	Fichtenwalde
59	Axxima Pharmaceuticals AG	Martinsried
60	Axxom Software AG	München
61	B.L.E. Laboratory Equipment GmbH	Singen
62	BAE Berliner Batteriefabrik GmbH	Berlin
63	Basler AG	Ahrensburg
64	Baumarktforschung Holding GmbH	Taunusstein
65	Baumgartner+Partner Unternehmensb. GmbH	Hamburg
66	Beans AG	Starnberg
67	Becom Informationssysteme GmbH	Schwerte
68	Beissbarth GmbH	München

69	Belenus GmbH	München
70	benelog.com AG	Köln
71	Berlin Heart AG	Berlin
72	Bernina Biosystems GmbH	Martinsried
73	Bilatec GmbH	Rudolstadt
74	BillYard GmbH	München
75	BinTec Computersysteme GmbH	Nürnberg
76	BioBase GmbH	Wolfenbüttel
77	BioChip Technologies GmbH	Freiburg
78	Biofrontera Pharmaceuticals GmbH	Leverkusen
79	BioID AG	Berlin
80	BioM AG	Martinsried
81	Biomedical Apherese Systeme GmbH	Jena
82	Biopsytec Holding AG	Berlin
83	Bioreact GmbH	Bonn
84	Bioropa GmbH	Köln
85	Bioserv GmbH	Rostock
86	Biotecon Diagnostics GmbH	Berlin
87	Biotissue Technologies AG	Freiburg
88	BioVisioN AG	Hannover
89	Blaxxun Interactive Inc	München
90	BOheads Cross Media	Bochum
91	Booxtra GmbH&Co. KG	Augsburg
92	Borgs Industries GmbH	Hannover
93	Börsenmakler Schnigge AG	Frankfurt am Main
94	caatoosee AG	Leonberg
95	Callino GmbH	München
96	Canbox Systems	Oldenburg
97	Capayon AG-Capital Markets Services	München
98	Capital Stage AG	Hamburg
99	Carbo-Tec Gesellschaft für nano- und biotechnische Produkte mbH	Baesweiler
100	Cardion AG	Erkrath
101	CargEx GmbH	Nürnberg
102	Cargobiz.com	Hamburg
103	Cataloom AG	Köln
104	CCP Systems AG	Stuttgart
105	CellGenix Technologie Transfer GmbH	Freiburg

106	Cell-Lining GmbH	Berlin
107	Cellzome GmbH	Heidelberg
108	Censio GmbH	Oestrich Winkel
109	cervision GmbH	München
110	Check24 AG	Unterföhring
111	Clever-tanken GmbH	Nürnberg
112	Clickfish.com GmbH	Hamburg
113	Clinic Service Online GmbH	Köln
114	CM AG	Köln
115	CMI Contract Medical International	Pirna
116	Columbus AG	München
117	Commercy AG	Weimar
118	Communicant Semiconductor Technologies AG	Frankfurt a. d. Oder
119	Compubizz AG	Hallbergmoos
120	Compuvision Multimedia GmbH	Bonn
121	CON Moto Strategie & Realisierung Unternehmensberatung GmbH	München
122	Conject AG	München
123	Contara AG	Stuttgart
124	CoreMedia AG	Hamburg
125	CoreOptics GmbH	Nürnberg
126	Cortologic AG	Berlin
127	Covidence GmbH	Eschborn
128	CPU Softwarehouse AG	Augsburg
129	Creamware Datentechnik GmbH	Siegburg
130	CSE GmbH	Gefrees
131	curacyte AG	München
132	Curative AG	Dresden
133	Cyberchart GmbH	Bad Homburg
134	cyberport.de GmbH	Dresden
135	Cyberprofit GmbH	München
136	CyBio AG	Jena
137	Cycos AG	Alsdorf
138	Daidalos Software GmbH	Wolfratshausen
139	Dalim Software GmbH	Kehl am Rhein
140	DAS Dünnschicht Anlagen Systeme GmbH	Dresden
141	Data Design GmbH (ehemals Brokat AG)	Stuttgart
142	Datango AG	Berlin

143	DealPilot.com (Muenchhoff & Janz GmbH)	Ludwigsburg
144	Definiens AG	München
145	Delti.com AG	Hannover
146	Delticom AG	Hannover
147	DES GmbH	Moers
148	DESIGNA Verkehrsleittechnik GmbH	Kiel
149	Deutsche Woolworth GmbH & Co. OHG	Frankfurt
150	DeveloGen AG	Göttingen
151	DEWIND AG	Lübeck
152	Dialog Semiconductor PLC	Kirchheim-Nabern
153	Difi Dierk Filmer GmbH	Varel
154	digame.de	Köln
155	Digital Spirit GmbH	Berlin-Schöneberg
156	Direvo Biotech AG	Köln
157	Dispatch X GmbH	Mannheim
158	DNSint.com AG	Fürstenfeldbruck
159	Dock 11 AG	Hamburg
160	Domus Homecare GmbH	München
161	dooyoo AG	Berlin
162	Doughty Hanson & Co.	Frankfurt
163	Dr. Andre Rieks Labor für Enzymtechnologie GmbH	Uetersen
164	Dresdner Factoring AG	Dresden
165	DSM Computer AG	München
166	DSpecialists GmbH	Berlin
167	DTM Data Telemark GmbH	Berlin
168	DynamicMarkets GmbH	München
169	Dyomics GmbH	Jena
170	ebootis ag	Essen
171	Ebos AG	Karlsruhe
172	ECB - ENERKO Consult Berlin AG	Berlin
173	eCircle AG	München
174	Ecomda GmbH	München
175	Econet AG	München
176	Edscha Group	Remscheid
177	e-fellows.net GmbH & Co.KG	München
178	Egeo GmbH	Pegnitz
179	Einsteinet AG	München

180	eLabsEurope AG	München
181	ELAN 4 AG	Steinhagen
182	ELAXY	Coburg
183	E-Loft	Berlin
184	Email Vision Deutschland GmbH	Hamburg
185	E-mould GmbH	Aachen
186	Engram AG	Bremen
187	ENKAT Energiemanagement und Katalyse GmbH	Gelsenkirchen
188	EnOcean GmbH	Oberhaching
189	Ensentro Technologies GmbH	München
190	Envision Technologies GmbH	Marl
191	Epidauros Biotechnologie AG	Bernried
192	EPIGAP Optoelektronik GmbH	Berlin
193	Epigenomics AG	Berlin
194	EquiNet AG	Frankfurt
195	ERDO-MED Centrum	Bochum
196	Erich Jäger GmbH & Co. KG	Friedberg
197	ESign AG	Hannover
198	Eurocom-Depora Informationssysteme	Frankfurt
199	euromicron AG	Frankfurt / Main
200	European Computer Telecoms AG	München
201	EUROPOP AG	Düsseldorf
202	EuroProteome AG	Hennigsdorf
203	Eutex AG	Düsseldorf
204	Exitec AG	Flensburg
205	Eyeled GmbH	Saarbrücken
206	F.X. Nachtmann Crystal AG	Neustadt/Weinstrasse
207	FairAd GmbH	München
208	Farmpartner.com AG	München
209	FAST Technology AG	Ottobrunn
210	febit AG	Mannheim
211	Feistkorn & Wolf Elektrische Verbindungstechnik GmbH	Bamberg
212	fg microtec GmbH	München
213	Filt GmbH	Berlin
214	First Sensor Technology GmbH	Berlin
215	FKT Online Consulting GmbH	Grafschaft-Gelsdorf

216	Flatfox AG	Frankfurt-am-Main
217	Flights.com	Frankfurt/Main
218	Flora Frey GmbH	Solingen
219	FondScope AG	Berlin
220	FORTKNOX Venture AG	Köln
221	Fresenius Medical Care AG	Bad Homburg
222	friendlyway AG	Unterföhring
223	Fritz Biochem GmbH	München
224	G DATA AG	Bochum
225	G2M Cancer Drugs AG	Frankfurt am Main
226	Gamigo AG	Rheine
227	Gastrofix AG	Saarbrücken
228	Gauss Interprise AG	Hamburg
229	Gedilan Consulting GmbH	Berlin
230	Gefinex Gesellschaft für innovative Extrusionsprodukte mbH	Steffenshagen
231	Geneart GmbH	Regensburg
232	Genomatix Software GmbH	München
233	Gesellschaft für Sensorik, geotechnischen Umweltschutz und mathematische Modellierung mbH	Jena
234	Getgo.de	Hamburg
235	Getmobile AG	München
236	GFD Gesellschaft für Diamantprodukte mbH	Ulm
237	GFT Technologies AG	St. Georgen
238	Giga-Stream UMTS Technologies GmbH	Saarbrücken
239	Glaswald Informatik GmbH	Leipzig
240	Global Sportnet GmbH&Co. KG	Hamburg
241	Globalremote.com GmbH	München
242	Globinvent AG	Berlin
243	Globus Holding GmbH & Co. KG	St.Wendel
244	Globuy AG	Köln
245	GMD GmbH	Berlin
246	GNS GmbH	Würselen
247	GNT GmbH	Celle
248	GoC AG	Dreieich
249	GolIndustry AG	München
250	Goodex AG	Hamburg
251	GPC Biotech AG	Martinsried/München

252	Graffinity Pharmaceutical Design GmbH	Heidelberg
253	Grau Data Storage AG	Schwäbisch Gmünd
254	GTEN AG	Ismaning
255	GV-net Gesellschaft für neue Medien und Marketing mbH	Berlin
256	Handy.de Vertriebs GmbH	Hamburg
257	Hauser Bürotechnik GmbH&Co. KG	München
258	Healy Hudson AG	München
259	Heiler Software GmbH	Stuttgart
260	Hermstedt AG	Mannheim
261	Hofmann GmbH	Himmelskron
262	Home Jumper Service AG	Ulm
263	HospiNet GmbH	Köln
264	humanIT AG	Sankt Augustin
265	Hurra Communications GmbH	Stuttgart
266	Hyperwave AG	München
267	i7 business Solutions GmbH	Zweibrücken
268	IBEX AG	Augsburg-Mühlhausen
269	Icido GmbH	Stuttgart
270	Icon Genetics AG	München
271	Icubic AG	Magdeburg
272	I-D Media AG	Berlin
273	IDM GmbH Infrarot Sensoren	Weissenberg/Lindau
274	IHB Int. Holzbörse GmbH	Hallbergmoos
275	Ihr Partner Software & Consulting AG	Jülich
276	Image Ware Components GmbH	Bonn
277	Immobilien Scout GmbH	Berlin
278	Immowelt AG	Nürnberg
279	Impella Cardiotechnik AG	Aachen
280	Impress Software AG	Hannover
281	Inatec GmbH	Leipzig
282	Indecom Managed Services GmbH	Oberursel
283	Infigate GmbH	Essen
284	Infoniqa Informationstechnik GmbH	Thalheim bei Wels
285	Infopark AG	Berlin
286	Infovision AG	Stuttgart
287	Infoseek.de GmbH	Hamburg
288	Infosim Networking Solutions AG	Würzburg

289	Ingenium Pharmaceuticals AG	Martinsried
290	Inline AG	Neumarkt
291	Innobase AG	München
292	Innofact AG	Düsseldorf
293	Input AG	Frankfurt
294	INTERCOPE GmbH	Hamburg
295	Interhyp AG	München
296	Intermedia Solutions AG	Kirchheim
297	Internet SkyWay GmbH	Berlin-Teltow
298	Intershop AG	Jena
299	Intertrade Internet Services GmbH	Leinfelden-Echterdingen
300	IntraWare AG	Petersberg
301	InUBIT AG	Berlin
302	IonGate BioSciences GmbH	Frankfurt
303	Ionity AG	Kamenz
304	IPC Fab Automation GmbH	Burglengenfeld
305	IPCentury AG	Merseburg
306	ISA GmbH	Bielefeld
307	Istron AG	Nürnberg
308	Ivistar Kommunikationssystem AG	Berlin
309	Jentro AG	Haar/München
310	Jerini AG	Berlin
311	Jobfair24 GmbH	Konstanz
312	Jobs in time holding AG	Hamburg
313	Jomaa Pharmaka GmbH	Gießen
314	Jost GmbH	Iserlohn
315	JPK Instruments AG	Berlin
316	Jülich Enzyme Products GmbH	Wiesbaden
317	Kabel Baden-Württemberg	Karlsruhe
318	KIMO Industrie Elektronik GmbH	Erlangen
319	Kiwilogic.com AG	Hamburg
320	KKFnet AG	Minden
321	klick Tel GmbH	Dorsten
322	KL-SERVICES AG	Fulda
323	knowledgepark AG	München
324	Kourion Therapeutics GmbH	Düsseldorf
325	KSW Microtec GmbH	Dresden
326	KTS Kunststofftechnik Schmölln GmbH	Schmölln

327	Labortechnik Tasler GmbH	Würzburg
328	Labsoft Diagnostics AG	Halle (Saale)
329	Lasor GmbH	Oerlinghausen
330	lastminute.com GmbH	München
331	LaVision Biotec GmbH	Bielefeld
332	Learnunited GmbH	München
333	LetMeShip ITA Trading Agency GmbH	Hamburg
334	Lifebits AG	Tübingen
335	LipoNova GmbH	Hannover
336	living systems AG	Donaueschingen
337	LSL Bibliotheksservice AG	Leipzig
338	Lycos Europe GmbH	Gütersloh
339	M.Technologies AG	Karlsbad
340	MagCode AG	Heidenheim
341	Mandala Internet, EDV-Service GmbH	Braunschweig
342	Matchbid AG	Düsseldorf
343	maxxio technologies AG	München
344	MBT Munich Biotechnology GmbH	Martinsried
345	mcn tele.com AG	Bad Homburg
346	Medi@Bild Imaging AG	Hamburg
347	MediaSec Technologies GmbH	Essen
348	medical research & diagnostic Computer Systems GmbH	Linden
349	Medien-Zentrum id GmbH	Oberursel
350	MediGene AG	Martinsried / Planegg
351	Mediport Venture GmbH	Berlin
352	MeGA Tec GmbH	Luckenwalde
353	MegaCar AG	München
354	MeiTec GmbH	Magdeburg
355	Merconic GmbH	Berlin
356	Mermaid Pharmaceuticals GmbH	Hamburg
357	MetaGen Pharmaceuticals GmbH	Berlin
358	Micromet AG	Martinsried / Planegg
359	MindMatics AG	München
360	MIP Holding AG/Alfabet meta-modelling AG	Berlin
361	MemoScience GmbH	Aachen
362	Mobile Video Communication GmbH	Frankfurt am Main
363	Mobileview AG	Rellingen

364	Molecular Machines and Industries GmbH	Heidelberg
365	morphochem AG	München
366	Mox Telecom AG	Ratingen
367	M-Phasys GmbH	Tübingen
368	MRI Devices Daum GmbH	Schwerin
369	MTM Laboratories AG	Heidelberg
370	MTS Mikrowellen-Technologie und -Sensoren GmbH	Ottobrunn
371	Mueller & Weygandt Dental GmbH	Büdingen
372	Müller - Die lila Logistik AG	Besigheim-Ottmarsheim
373	Music-United.com AG	Hamburg
374	Mylius Software AG	Rosenheim
375	Nanotron Technologies	Berlin-Tiergarten
376	NascaCell GmbH	Tutzing
377	neeb & partner GmbH	Darmstadt
378	net-files AG (FKA: Utomi AG)	München
379	Netmedia GmbH	Saarbrücken
380	Nets AG	München
381	New Virtual Learning AG	Köln
382	Newtron AG	Frankfurt am Main
383	nexnet GmbH	Berlin
384	Novaspin Biotech GmbH	Freising
385	november AG	Erlangen
386	Novosis AG	Miesbach
387	NOXXON Pharma AG	Berlin
388	ODIMA GmbH	Kehl
389	OfficeXL.de GmbH	Essen
390	Oneview Internet Systems & Services GmbH	Köln
391	Ontoprise GmbH	Karlsruhe
392	OPEN MIND Technologies AG	Unterföhring
393	Openshop Holding AG	Neu-Ulm
394	Orthogen AG	Düsseldorf
395	Outpark.com GmbH	Dortmund
396	Oysterworks Software	Hamburg
397	Paship GmbH	Hamburg
398	Phoenix Sonnenstrom AG	Sulzemoos
399	PIN AG	Berlin
400	Pin Multimedia Kommunikation GmbH	Ulm

401	Pixelnet AG	Wolfen
402	Pixum AG	Köln
403	Plan_b Media AG	Köln
404	PlanetHome AG	München
405	Poligrat GmbH	München
406	PolyTrax Information Technology AG	München
407	Pontis Elektronik GmbH	Schwarzenfeld
408	Popcoins AG	Dreieich
409	Praenadia GmbH	Münster
410	preisauskunft.de AG	Ettlingen
411	PriceContrast GmbH	München
412	Printium AG	Berlin
413	probiodrug Gesellschaft für Arzneimittelforschung mbH	Halle/Saale
414	ProBioGen AG	Berlin
415	ProfessionPark AG	Frankfurt
416	Prokoda Training&Services GmbH	Köln
417	Promecon Prozeß- und Messtechnik Conrads GmbH	Barleben
418	PropertyGate.com AG	Hamburg
419	ProPuls GmbH	Bottrop
420	ProSyst Software AG	Köln
421	Proteosys AG	Mainz
422	Public Propaganda Music Group	Düsseldorf
423	QS Communications AG	Köln
424	Questico AG	Berlin
425	Red Ant Media AG	München
426	RefLine AG	Köln
427	Regional ONline AG	Dresden
428	Revotor Biopharmaceuticals AG	Hennigsdorf
429	Ribopharma AG	Kulmbach
430	RioData NV	Mörfelden-Walldorf
431	RNI Recycling Network AG	Berlin
432	Rodotech GmbH	Esslingen
433	ROOTec GmbH	Heidelberg
434	Rubikon	Gaiberg
435	S. Punkt GmbH	Aachen
436	Sachsenring Automobiltechnik AG	Zwickau

437	Salt AG	Würzburg
438	SAM Datenverarbeitung GmbH	Mannheim
439	Sauerwein Multimedia GmbH	Rödermark
440	Scaraboo GmbH	Bremen
441	Schaltbau Holding AG	München
442	SCIO Knowledge Systems GmbH	Karlsruhe
443	Seals Document Services GmbH	Frankfurt
444	Sentronic GmbH	Dresden
445	ServiceFactory AG	Stuttgart
446	Setrix AG	München
447	Sevenval AG	Köln
448	sheego.com GmbH & Co. KG	Hamburg
449	Shinka Technologies AG	Berlin
450	Simons Voss Technologie AG	Unterföhring
451	Singulus Technologies AG	Kahl
452	Sirius Software GmbH	Oberhaching/München
453	Skyon AG	München
454	smartmission AG	München
455	Snacker.de AG	Frankfurt
456	Softpro-Software Professionals GmbH & Co. KG	Böblingen
457	Solutas GmbH	Hürth
458	space2go.com GmbH & Co. KG	Berlin
459	Speech Design GmbH	Germerring
460	Speech Operated Systems S.O.S GmbH	Erlangen
461	Speed2web GmbH	Bayreuth
462	Sport1 GmbH & Co. KG	Ismarining
463	Stadtmagazin.com GmbH "Locality.de"	Hamburg
464	StadtNet GmbH	Hamburg
465	Staps Magicom GmbH & Co.	Berlin
466	Star 21 Networks AG	Frankfurt
467	Steganos GmbH	Frankfurt
468	STRATOS AG	Zwenkau
469	Streamevent AG	Unterhaching
470	Suchtreffer AG	Konstanz
471	Surplex AG	Düsseldorf
472	SuSE Linux AG	Nürnberg
473	Switch Biotech AG	Martinsried
474	synfis AG	Berlin

475	Syskoplan AG	Gütersloh
476	Systemonic AG	Dresden
477	Talent Networks GmbH	Frankfurt am Main
478	Tele Columbus GmbH	Hannover
479	TelesensKSCL AG	Köln
480	TePla AG	Feldkirchen
481	Tipp24 G	Hamburg
482	TopoSys Topographische Systemdaten GmbH	Ravensburg
483	Towitoko AG	Ottobrunn
484	TownTalker Media AG	Düsseldorf
485	TradeNetOne.com AG	Frankfurt
486	Travel Commerce AG	Dortmund
487	TRIMIND AG	Erfurt
488	Utimaco Software AG	Oberursel
489	Vanguard AG	Berlin
490	vasopharm BIOTECH GmbH	Würzburg
491	vectriz international AG	Leipzig
492	Venturepark AG	München
493	VirCinity IT-Consulting GmbH	Stuttgart
494	vrcos Gesellschaft für immersive Visualisierungs-lösungen mbH	Darmstadt
495	Wallstreet Online AG	Erkrath
496	WashTec AG	Augsburg
497	Wearix Software GmbH	München
498	Web.de AG	Karlsruhe
499	web2cad AG	Amberg
500	Webseek AG	Hamburg
501	webwasher.com AG	Paderborn
502	Work-Center GmbH	Bremen
503	Xantos Biomedicines AG	Martinsried
504	Xerion Pharmaceuticals AG	Martinsried
505	Xipolis.net GmbH & Co.KG	München
506	Xmarket	Bonn
507	X-Plorer GmbH	Jena
508	Yellout AG	Berlin
509	yuleclub GmbH	Berlin
510	ZN Vision Technologies AG	Bochum
511	Zooplus.de AG	Unterföhring

Anhang 3: Zusätzliche Häufigkeits- und Korrelationsanalysen

Erfahrungshintergrund des Gründer- (team)s im Bereich	<i>Kendall's Tau</i>	
	Finanzgeber (CVC=1, VC=2)	
1. Forschung und Entwicklung	-0,264 *	
2. Produktion/Logistik	--	
3. Marketing/Vertrieb	0,275 **	
4. Planung/Strategie	--	
5. Controlling/Finanzen	--	

Tab. A3-1: Zusammenhänge zwischen Erfahrungshintergrund und Finanzgeber

Quelle: Eigene Erhebung.

Erl. zur Signifikanz: * p<0,10 * p<0,05 ** p<0,01 *** p<0,001 (zweiseitiger Test)
Zusammenhänge mit p > 0,15 werden nicht aufgezeigt.

	Gesamtstichprobe N = 69	CVC- finanzierte PU N = 28	VC-finanzierte PU N = 41
Präsenz im Aufsichtsrat/Beirat des PU	59 (86% *)	18 (64%)	41 (100%)

Tab. A3-2: Häufigkeit der Zugehörigkeit des Beteiligungskapitalpartners zum Bei-
rat/Aufsichtsrat

Quelle: Eigene Erhebung.

- a) Angabe des Prozentwertes im Vergleich zur jeweiligen Grundgesamtheit (N).

	Gesamtstichprobe N = 75	CVC-finanzierte PU N = 30	VC-finanzierte PU N = 45
Veränderungen in der Geschäftsleitung zwischen erster Finanzierung und Befragungszeitpunkt	39 (52% ^a)	13 (43%)	26 (58%)

Tab. A3-3: Veränderungen in der Geschäftsleitung nach Einstieg des ersten Beteiligungskapitalinvestors

Quelle: Eigene Erhebung.

- a) Angabe des Prozentwertes im Vergleich zur jeweiligen Grundgesamtheit (N).

Anm.: Als häufigster Grund für Veränderungen in der Geschäftsleitung wurde das freiwillige Ausscheiden mind. eines Geschäftsführers (40% der Fälle von insgesamt 30 Nennungen) angegeben.

	Gesamtstichpro- be N = 73	CVC-finanzierte PU ^a N = 30	VC-finanzierte PU N = 43
Interaktionshäufigkeit zwischen VCG bzw. CVCG und dem PU (je Monat)	M S Median	5,37 5,76 4	7,2 7,71 5
			4,1 3,45 3

Tab. A3-4: Interaktionshäufigkeit des Investors mit dem PU

Quelle: Eigene Erhebung.

- a) Bei CVC-finanzierten PU wurde zusätzlich die Interaktionshäufigkeit mit dem MU der CVCG erhoben, die in den hier dargestellten Werten nicht enthalten ist.
Für die Interaktionshäufigkeit des PU mit dem MU der CVCG wurden folgende Werte erfasst: M = 3,7; S = 4,2; Median = 3; N= 27).

**Branche des MU der CVCG im Vergleich
zur Branche des PU**

(1 = gleich, 2, 3, 4, 5 = verschieden)

Unterstützung durch die CVCG bzw. das MU in Bezug auf die Branchenexpertise	0,26 *
--	--------

Tab. A3-5: Zusammenhang zwischen der Unterstützung von CVC-finanzierten PU im Rahmen der Branchenexpertise und der branchenspezifischen Nähe zwischen PU und MU

Quelle: Eigene Erhebung.

Erl. zur Signifikanz: * p<0,10 * p<0,05 ** p<0,01 *** p<0,001 (zweiseitiger Test)
Zusammenhänge mit p > 0,15 werden nicht aufgezeigt.

<i>Unterstützung durch den Finanzierungs- partner in Bezug auf</i>	Gesamtstichprobe	
	(73 ≤ N ≤ 74)	
Zugang zu operati- vem Know-how im Marketing/Vertrieb	Werte 1 (sehr gut) und 2 ^a	13 (17,6%)
	Werte 3 und 4 ^a	40 (54,1%)
	Wert 5 (gar nicht) ^a	21 (28,4%)
Zugang zu operati- vem Know-how in der Produktion	Werte 1 und 2	6 (8,2%)
	Werte 3 und 4	27 (37,0%)
	Wert 5	40 (54,8%)
Zugang zu operati- vem Know-how im Controlling	Werte 1 und 2	17 (23,0%)
	Werte 3 und 4	40 (54,0%)
	Wert 5	17 (23,0%)
Unterstützung im administrativen Be- reich	Werte 1 und 2	10 (13,5%)
	Werte 3 und 4	35 (47,3%)
	Wert 5	29 (39,2%)
Infrastruktur (Räum- lichkeiten, etc.)	Werte 1 und 2	3 (4,1%)
	Werte 3 und 4	23 (31,5%)
	Wert 5	47 (64,4%)

Tab. A3-6: Häufigkeit der Bewertungen der nicht-monetärer, operativ orientierter Unterstützungsleistungen durch den Finanzierungspartner für ihre PU

Quelle: Eigene Erhebung.

- a) Häufigkeit der in der Untersuchung angegebenen Werte auf der fünfstufigen Skala von 1 (sehr gute Unterstützung) bis 5 (gar keine Unterstützung).

	Cluster 1 N = 13				Cluster 2 N = 28				Cluster 3 N = 7				Cluster 4 N = 22				
	N _{CVC}	N _{VC}	N _{CVC}	N _{VC}	N _{CVC}	N _{VC}	N _{CVC}	N _{VC}	N _{CVC}	N _{VC}	N _{CVC}	N _{VC}	N _{CVC}	N _{VC}	N _{CVC}	N _{VC}	
Anzahl und Prozentsatz (der jeweiligen Grundgesamtheit) der CVC- bzw. VC-finanzierten PU je Cluster	6 (20,7%)	7 (17,1%)	16 (55,2%)	12 (29,3%)	2 (6,9%)	5 (12,2%)	5 (17,2%)	17 (41,5%)									

Tab. A3-7: Zugehörigkeit der CVC- und VC-finanzierten PU zu den einzelnen Clustern
Quelle: Eigene Erhebung.

	Cluster 1 N = 13				Cluster 2 N = 28				Cluster 3 N = 7				Cluster 4 N = 22				
	M ^a	S ^a	M	S	M	S	M	S	M	S	M	S	M	S	M	S	
Durchschnittliche Anzahl der Berufserfahrung je Gründer (in Jahren)	14,3	8,14	12,0	12,12	7,5		6,16		8,3		7,35						
Zeitdauer zwischen Gründung und erster Finanzierungsrounde (in Monaten)	16,0	11,53	34,7	45,55	17,2		18,22		30,2		37,90						
Kontakthäufigkeit Finanzierungspartner-PU	6,2 ¹⁾	5,00	6,4 ¹⁾	6,36	8,7		10,91		2,7		2,14						

Tab. A3-8: Ergebnis der Clusteranalyse (Ausgewählte Eigenschaften des PU)
Quelle: Eigene Erhebung.

- a) Verwendete Abkürzungen: M=Mittelwert; S=Standardabweichung.
1) Mittelwerte unterscheiden sich signifikant von Cluster 4 (p<0,05).

Erfahrungshintergrund im Unternehmensbereich	Cluster 1 N = 13		Cluster 2 N = 28		Cluster 3 N = 7		Cluster 4 N = 22	
	M ^a	S ^a	M	S	M	S	M	S
Forschung und Entwicklung	1,77	1,17	2,14	1,01	2,00	0,89	1,80	1,15
Produktion	3,15	1,46	2,89	1,12	2,67	1,51	2,94	1,34
Marketing/Vertrieb	1,85	1,07	1,86	1,04	1,86	0,90	2,23	1,19
Planung/Strategie	1,54	0,66	1,54 ¹⁾	0,79	2,29	0,76	1,86	0,89
Controlling/Finanzen	1,46	0,88	1,86	0,93	2,14	1,21	2,32	1,32

Tab. A3-9: Ergebnis der Clusteranalyse (Erfahrungshintergrund der Geschäftsführung des PU)

Quelle: Eigene Erhebung.

- a) Verwendete Abkürzungen: M=Mittelwert; S=Standardabweichung.
 1) Mittelwerte unterscheiden sich signifikant von Cluster 3 ($p < 0,05$).