

Tim Hasenpusch

Strategic Media Venturing

Menschen – Märkte – Medien – Management : Schriftenreihe

Herausgegeben von Prof. Dr. Andreas Will,
Institut für Medien und Kommunikationswissenschaft
an der Technischen Universität Ilmenau,
Fachgebiet für Medien- und Kommunikationsmanagement.

Band 9

Strategic Media Venturing

Eine empirische Analyse des Einsatzes von
Corporate Venture Capital in der Medienbranche

Tim Hasenpusch



Universitätsverlag Ilmenau

2018

Impressum

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Angaben sind im Internet über <http://dnb.d-nb.de> abrufbar.

Tag der Einreichung: 18. April 2017

1. Gutachter/-in: Univ.-Prof. Dr. rer. pol. habil. Andreas Will
(Technische Universität Ilmenau)

2. Gutachter/-in: Prof. Dr. rer. pol. Sabine Baumann
(Jade Hochschule Wilhelmshaven)

3. Gutachter/-in: Univ.-Prof. Dr. rer. pol. habil. Udo Bankhofer
(Technische Universität Ilmenau)

Tag der Verteidigung: 07. Dezember 2017

Technische Universität Ilmenau/Universitätsbibliothek

Universitätsverlag Ilmenau

Postfach 10 05 65

98684 Ilmenau

<http://www.tu-ilmenau.de/universitaetsverlag>

readbox unipress

in der readbox publishing GmbH

Am Hawerkamp 31

48155 Münster

<http://unipress.readbox.net/>

ISSN 1864-3787

ISBN 978-3-86360-186-7 (Druckausgabe)

URN urn:nbn:de:gbv:ilm1-2017000529

Titelfoto: photocase.com | Fasserhaus

Meinem Großvater

Helmut W. Reetz

Vorwort

Die vorliegende Dissertationsschrift entstand während meiner Tätigkeit als wissenschaftlicher Mitarbeiter am Fachbereich Management, Information, Technologie der Jade Hochschule in Wilhelmshaven und als externer Doktorand der Technische Universität Ilmenau (Fachgebiet Medien- & Kommunikationsmanagement).

Mein herzlichster Dank gilt meinen beiden Doktoreltern Herrn Univ.-Prof. Dr. Andreas Will, dessen Unterstützung & Förderung meine Annahme an der Technischen Universität Ilmenau erst möglich machte und Frau Prof. Dr. Sabine Baumann, die mich nicht nur während meiner Promotionszeit jederzeit förderte und unterstützte, sondern mir bereits seit meinem ersten Studiensemester an der Fachhochschule Wedel als Mentorin mit Rat und Tat zur Seite stand.

Weiterhin danke ich Herrn Univ. Dr. Udo Bankhofer für seine Tätigkeit und den damit verbundenen Aufwand als Gutachter meiner Dissertation. Des Weiteren möchte ich Herrn Prof Dr. Rainer Souren für den Vorsitz sowie Herrn Dr. Alexander Fox und Frau Dr. Christina Schumann für Ihren Beisitz und das Engagement innerhalb der Promotionskommission danken.

Neben allen am Promotionsverfahren direkt Beteiligten gilt mein Dank auch meinen Kollegen an der Jade Hochschule, allen voran Prof. Dr. Wunck, Dr. Pia Schreiber und Anna-Maria Thiele, sowie den Kollegen an der TU Ilmenau namentlich Dr. Daniel Schultheiß, Dr. Sandra Pöschl, Britta Gossel, Dennis Brüntje, Anja Solf und Julian Windscheid. Ohne eure Unterstützung und den gelungenen Abenden im Rahmen von universitätsinternen Veranstaltungen würde mir meine Promotionszeit nicht so positiv in Erinnerung bleiben. In diesem Zuge möchte ich auch den Mitgliedern der European Media Management Association für das Schaffen einer diskussionsfreudigen offenen Plattform meinen Dank aussprechen.

Als letztes möchte ich meinen Freunden und meiner Familie danken. Mein größter Dank gilt dabei meinen Eltern Dagmar und Detlev Hasenpusch sowie meiner Verlobten Sandra Agten. Eure grenzenlose Unterstützung, Rückendeckung und Zuneigung in allen Lebenslagen hat die Arbeit überhaupt erst möglich gemacht. Auch meinem Großvater Helmut W. Reetz, dessen verbindliches Auftreten und direkte ehrliche Art mir stets imponierte, sei außerordentlich gedankt. Ihm widme ich diese Arbeit.

Inhaltsverzeichnis

Abbildungsverzeichnis.....	XII
Tabellenverzeichnis.....	XIII
Abkürzungsverzeichnis.....	XV
1 Einleitung	1
1.1 Ausgangssituation	1
1.2 Forschungsstand.....	3
1.3 Fragestellung und Zielsetzung	14
1.4 Aufbau der Arbeit	16
2. Die Medienbranche	19
2.1 Konvergenzbegriff.....	19
2.2 Entwicklung und Treiber der Konvergenz.....	20
2.3 Branchendefinition und -abgrenzung.....	24
3. Theoretische Grundlagen	28
3.1 Corporate Venture Capital	28
3.1.1 Abgrenzung des CVC-Konzeptes.....	30
3.1.1.1 Begriffsverständnis Private Equity & Venture Capital	30
3.1.1.2 Finanzierungs- und Entwicklungsphasen	32
3.1.1.3 Venture Capital Geschäftsmodell.....	36
3.1.1.4 Arbeitsdefinition von Corporate Venture Capital	38
3.1.2 Historische Entwicklung von CVC-Investmentaktivitäten	45
3.1.3 Zielsetzungen von CVC-Aktivitäten	47
3.1.4 CVC Investitionsarten und Organisationsformen.....	61
3.1.4.1 Investitionsarten.....	61
3.1.4.2 Organisationsformen	67
3.1.4.3 Fondskonditionen	69
3.1.4.4 Investmentfokus.....	71
3.1.5 CVC-Investitionsprozess	74
3.1.5.1 Deal Flow.....	75
3.1.5.2 Due Diligence	76
3.1.5.3 Investition	77
3.1.5.4 Interaktion.....	78

3.1.5.5 Desinvestitionen (Exit).....	83
3.1.5.6 Erfolgskontrolle.....	86
3.2 Grundlagen des strategischen Managements.....	88
3.2.1 Resource-based View	90
3.2.2 Dynamic Capability Ansatz.....	94
3.2.2.1 Ordinary vs. Dynamic Capabilities	96
3.2.2.2 Eigenschaften von Dynamic Capabilities	98
3.2.2.3 Organizational Drivetrain Konzept	102
3.3 Corporate Venture Capital als Organizational Drivetrain.....	104
4. Methodisches Vorgehen.....	112
4.1 Knowledge Discovery in Datenbanken und Data-Mining	112
4.2 Der Data-Mining Prozess nach CRISP-DM.....	114
4.3 Vorbemerkungen zu den statistischen Verfahren der Datenanalyse.....	117
5. Strategischer Einsatz von CVC in der Medienbranche	122
5.1 Aufgabendefinition.....	122
5.2 Auswahl der relevanten Datenbestände.....	124
5.2.1 Auswahl und Evaluierung der relevanten Datenbanken	124
5.2.2 Datenerhebung.....	128
5.2.3 Variablenauswahl	131
5.3 Datenpräparation.....	135
5.3.1 Datenaufbereitung & -aggregation	135
5.3.2 Datenexploration.....	141
5.3.2.1 Charakteristika der Konzernmütter	141
5.3.2.2 Organisation und Umfang der CVC-Aktivitäten	143
5.3.2.3 Fondskonditionen	144
5.3.2.4 Transaktionsstruktur.....	145
5.3.2.5 Investmentfokus	146
5.3.2.6 Exits.....	152
5.4 Modellierung (Anwendung der Data-Mining Methoden)	153
5.4.1 Branchenvergleich.....	153
5.4.1.1 Organisationsstruktur	154
5.4.1.2 Fondskonditionen	155

5.4.1.3 Transaktionsstruktur	157
5.4.1.4 Investitionsfokus.....	159
5.4.1.5 Exitverhalten.....	162
5.4.1.6 Zwischenfazit Branchenvergleich	163
5.4.2 Zeitreihenbetrachtung	165
5.4.2.1 Gründung der CVC-Einheiten	165
5.4.2.2 Entwicklung der CVC-Transaktionen	167
5.4.2.3 Entwicklung des CVC-Investmentfokus	168
5.4.2.4 Zwischenfazit Zeitreihenbetrachtung	176
5.4.3 Investmentansätze	177
5.4.3.1 Technische Umsetzung.....	177
5.4.3.2 Stabilitätsprüfung.....	181
5.4.3.3 Prüfung der Modellanpassung	183
5.4.3.4 Beschreibung der einzelnen Cluster	187
5.4.3.5 Branchenspezifische Betrachtung der Clusterergebnisse	192
5.4.3.6 Zwischenfazit Investmentansätze	194
6. Schlussbetrachtung.....	197
6.1 Zusammenfassung der Arbeit	197
6.2 Implikationen und Beitrag zur Forschung	205
6.3 Limitationen und weitere Forschung	207
Anhang I: Auflistung der Untersuchungsobjekte	213
Anhang II: CVC-Charakteristiken Medien & Entertainment.....	217
Anhang III: CVC-Charakteristiken Telekommunikation	219
Anhang IV: CVC-Charakteristiken Internet Technologie.....	221
Anhang V: CVC-Charakteristiken Unterhaltungselektronik.....	223
Anhang VI: Charakteristika der Investmentansätze	225
Literaturverzeichnis.....	229

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1: Theoretische Einordnung der Arbeit	16
Abbildung 2: Aufbau der Arbeit.....	18
Abbildung 3: Europäisches vs. US-amerikanisches Venture Capital Begriffsverständnis	31
Abbildung 4: Fondsmechanismen von (Corporate) Venture Capital Investments	37
Abbildung 5: Investitionsoptionen für Corporate Venture Capitalists	62
Abbildung 6: CVC-Investitionsprozess.....	74
Abbildung 7: Interaktionsbeziehungen von CVC-Einheiten.....	79
Abbildung 8: Exit-Entscheidungsmatrix	84
Abbildung 9: Das Konzept des RBV	93
Abbildung 10: Organizational Drivetrain	104
Abbildung 11: Einordnung von CVC als Organizational Drivetrain	105
Abbildung 12: Das CRISP-DM-Modell	115
Abbildung 13: Aufgabenstellung und Untersuchungsdesign	123
Abbildung 14: Transaktionsanzahl im Zeitverlauf.....	168
Abbildung 15: Zeitverlaufsbetrachtung der Finanzierungsphasen.....	169
Abbildung 16: Zeitverlaufsbetrachtung des Technologiefokus	171
Abbildung 17: Zeitverlaufsbetrachtung des Industriefokus	173
Abbildung 18: Zeitverlaufsbetrachtung des regionalen Fokus.....	175
Abbildung 19: Fallzuordnung der Drei- & Sechs-Clusterlösung	183

Tabellenverzeichnis

Tabelle 1:	Kriterien zur Erhebung des Forschungsstandes	4
Tabelle 2:	Forschungsstand Media Venturing & Corporate Venture Capital	10
Tabelle 3:	Branchendefinition & -abgrenzung	26
Tabelle 4:	Ausgewählte Systematiken der Finanzierungsphasen.....	32
Tabelle 5:	Übersicht Corporate Venture Capital Definitionen.....	39
Tabelle 6:	Übersicht CVC-Zielcluster	52
Tabelle 7:	Vor- und Nachteile der CVC-Investitionsarten.....	65
Tabelle 8:	Bevorzugte Deal Flow-Quellen	76
Tabelle 9:	Gegenüberstellung der DC-Ansätze nach Teece et al. und Eisenhardt & Martin	101
Tabelle 10:	Übersicht der eingesetzten statistischen Verfahren.....	121
Tabelle 11:	Zur Verfügung stehende externe Sekundärdatenquellen.....	125
Tabelle 12:	Variablenauswahl.....	132
Tabelle 13:	Anreicherung der Datengrundlage.....	135
Tabelle 14:	Charakteristika der Konzernmütter	142
Tabelle 15:	CVC-Einheiten & Transaktionen nach Organisationsform	144
Tabelle 16:	Deskriptive Statistik der Fondskonditionen	145
Tabelle 17:	Deskriptive Statistiken der Transaktionsstruktur	146
Tabelle 18:	Deskriptive Statistiken der Finanzierungsphasen.....	148
Tabelle 19:	Deskriptive Statistiken des Technologiefokus	149
Tabelle 20:	Deskriptive Statistiken des Industriefokus	151
Tabelle 21:	Deskriptive Statistiken des regionalen Investmentfokus.....	152
Tabelle 22:	Deskriptive Statistiken der Exitstruktur	152
Tabelle 23:	Branchenvergleich der Organisationsstruktur	155
Tabelle 24:	Branchenvergleich der Fondskonditionen.....	156
Tabelle 25:	Branchenvergleich der Transaktionsstruktur.....	158
Tabelle 26:	Branchenvergleich der Finanzierungsphasen.....	159

Tabelle 27:	Branchenvergleich des Technologiefokus.....	160
Tabelle 28:	Branchenvergleich des Industriefokus	161
Tabelle 29:	Branchenvergleich des regionalen Investmentfokus.....	162
Tabelle 30:	Branchenvergleich der Exitstruktur.....	163
Tabelle 31:	Gründungsjahre der CVC-Einheiten & Fonds	166
Tabelle 32:	Branchenvergleich der Gründungsjahre der CVC- Einheiten & Fonds	167
Tabelle 33:	Branchenvergleich der Finanzierungsphasen im Zeitverlauf	170
Tabelle 34:	Branchenvergleich des Technologiefokus im Zeitverlauf	171
Tabelle 35:	Branchenvergleich des Industriefokus im Zeitverlauf	174
Tabelle 36:	Branchenvergleich des regionalen Investmentfokus im Zeitverlauf	175
Tabelle 37:	Deskriptive Eigenschaften der clusterbildenden Variablen	178
Tabelle 38:	RAND-Indizes der 3- & 6-Clusterlösung.....	182
Tabelle 39:	Diskriminatorische Bedeutung der Variablen der 3- & 6-Clusterlösung.....	184
Tabelle 40:	F-Werte der 3- & 6- Clusterlösung.....	185
Tabelle 41:	Signifikante Unterschiede zwischen der 3- & 6- Clusterlösung	187
Tabelle 42:	F-, t- und Mittelwerte der Clusterlösung.....	188
Tabelle 43:	Kontingenztafel der Clusterlösung x Branchenklassifizierung	193

Abkürzungsverzeichnis

BVK	Bundesverband Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften
CE	Consumer Electronics
CES	Corporate Entrepreneurship
CV	Corporate Venturing
CVC	Corporate Venture Capital
DB	Datenbank
DC	Dynamic Capability
Div.	Diversifikation
DM	Data-Mining
Dt.	Deutsch
EVCA	European Private Equity & Venture Capital Association
FF	Forschungsfrage
Inkl.	Inklusive
Invest.	Investment
IPO	Initial Public Offer
IT	Internettechnologie
IVC	Independent Venture Capital
J.	Jahre
Kap.	Kapitel
KDD	Knowledge Discovery in Databases
Korr.	Korrigiert
M&A	Merger & Acquisition
MBI	Management-Buy-In
MBO	Management-Buy-Out
MBV	Market-based View
ME	Media Entrepreneurship
M&E	Medien & Entertainment
MV	Media Venturing
NACE	Nomenclature Générale des Activités Économiques dans les Communautés Européennes

NAICS	North America Industry Classification System
PU	Portfoliunternehmen
RBV	Resource-Based View
SCP	Structure-Conduct-Performance
Sig.	Signifikanz
SME	Klein- und mittelständische Unternehmen
Telekom	Telekommunikation/Telecommunication
US	United States of America
US-SIC	US Standard Industrial Classification
VC	Venture Capital

1 Einleitung

1.1 Ausgangssituation

Die Auswirkungen der digitalen Revolution auf die Produktions- und Kommunikationsprozesse können mit dem Ausmaß der industriellen Revolution verglichen werden (Thierse, 2003). So sind steigende Komplexität, kontinuierlicher Wandel, verschwimmende Branchengrenzen, erhöhte Wettbewerbsintensität sowie die daraus resultierenden unsicheren Entwicklungsprognosen charakteristisch für die zunehmenden digitalen Wettbewerbslandschaften (Andersen, 1998; Kuratko & Audretsch, 2009, S. 1). Sich verändernde Unternehmensumwelten sind prinzipiell kein neues Phänomen, jedoch sind die Geschwindigkeit, die Kontinuität und das Ausmaß des durch die Digitalisierung getriebenen Wandels bisher einzigartig (Morris, Kuratko & Covin, 2007, S. 4–7). Besonders die durch technologische Veränderungen stark getriebene Medienbranche steht hierdurch vor weitreichenden strukturellen und betrieblichen Herausforderungen (Hass, 2011, S. 48; Lojewski, 2010, S. 20). So fördern die technologischen Entwicklungen den Eintritt neuer Marktteilnehmer, lösen die ‚Gatekeeper‘-Funktion traditioneller Medienunternehmen auf und erhöhen die Wettbewerbsintensität sowohl zwischen den Unternehmen traditioneller Mediengattungen (Publishing, TV, Radio etc.) als auch zwischen neuen und etablierten Medienunternehmen (Clasen, 2013a, S. 42; Faustino & Ribeiro, 2016, S. 61–62; Lojewski, 2010, S. 21; Ots, Nyilasy, Rohn & Wikström, 2015, S. 104; Sullivan & Jiang, 2010, S. 26). Vor allem Start-up Unternehmen nutzen die technologischen Möglichkeiten zur Entwicklung neuer Geschäftsmodelle, während viele etablierte Medienunternehmen Schwierigkeiten haben, sich auf die dynamischen Umweltbedingungen einzustellen (Hirt & Willmott, 2014, S. 1; Picard, 2011, S. 5; Van Weezel, 2010, S. 47). Dabei sind es nicht die technologischen Entwicklungen per se, sondern die daraus resultierenden neuen Geschäftsmodelle, die traditionelle Medienunternehmen vor Herausforderungen stellen. So zeigt z. B. die Entwicklung von Content-Sharing-Plattformen, dass traditionelle Medienunternehmen die sich durch technologische Veränderungen bietenden Möglichkeiten oftmals nur bedingt erschließen, auch wenn diese ihre bestehenden Geschäftsmodelle bedrohen. Stattdessen sind es häufig Wettbewerber aus dem TIME¹-Konvergenzbereich, die die technologischen Veränderungen nutzen

¹ Das Akronym ‚TIME‘ repräsentiert die vier Branchen Telekommunikation, Informationstechnologie, Unterhaltungselektronik sowie Medien & Entertainment bzw. setzt sich aus deren Anfangsbuchstaben zusammen. Trotz seiner Gebräuchlichkeit hat sich eine einheitliche Bedeutung des Akronyms in der Literatur bisher nicht etabliert. So steht insbesondere das ‚E‘ sowohl für Entertainment als auch für Elektronik oder schlicht für den zweiten Buchstaben von ‚Medien‘ (Hagen-

und neue Geschäftsmodelle innerhalb der Medienbranche etablieren (Baumann & Hasenpusch, 2014, S. 11; Gutberlet, 2009, S. 12–13).²

Ein Managementansatz, um neue Geschäftsmodelle zu entwickeln und bewährte Konzepte an sich kontinuierlich verändernde Unternehmensumwelten anzupassen, ist Corporate Entrepreneurship mit seiner Teildisziplin des Corporate Venturings (Brockmann, 1998, S. 88; Fuchs, 2013, S. 62). Eine dabei speziell für wettbewerbsintensive Branchen mit einer unsicheren Markt- und Technologieentwicklung geeignete und häufig angewandte Form des Corporate Venturings ist Corporate Venture Capital (CVC) (Basu, Phelps & Kotha, 2011, S. 166; Hass, 2011, S. 57). So ist es nicht überraschend, dass etablierte Medienunternehmen sowie ihre Wettbewerber aus dem TIME-Konvergenzbereich, um mit der zuvor erwähnten steigenden Geschwindigkeit, der Komplexität und den Kosten einer technologiegetriebenen Branche (Vanhaverbeke, Duysters & Noorderhaven, 2002) umzugehen, neue CVC-Programme gegründet bzw. bestehende CVC-Aktivitäten intensiviert haben (Hasenpusch & Baumann, 2016b, S. 87; Mierzejewska & Shaver, 2014, S. 49–50). Dabei dienen die Ventureaktivitäten von Medienunternehmen primär zum Ausbau des digitalen Geschäftes bzw. zur Erschließung digitaler Produkte und Märkte (Picard, 2011, S. 5; Shao, 2010; Sullivan & Jiang, 2010, S. 23). Auf diese Weise zeigt sich eine Abkehr vom traditionell auf Größenvorteile („Economies of Scale & Scope“) ausgelegten Akquisitionsverhalten etablierter Medienunternehmen hin zu einem auf Produkt und Fähigkeiten ausgerichteten Ventureverhalten (Sullivan & Jiang, 2010, S. 36–37). Als Folge dieser digitalen Investitionsstrategie generieren Medienunternehmen immer mehr Erlöse abseits des traditionellen Kerngeschäftes und bewegen sich im strategischen Zielkorridor global agierender, digitaler Unternehmen wie Amazon, Apple, Facebook und Google (Clasen, 2013a, S. 43).

Aufbauend auf den obigen Ausführungen zur Relevanz von CVC wird zur Herleitung der konkreten Forschungsfragen und der Zielsetzung der Arbeit (Kap. 1.3) zunächst der Forschungsstand zur Schnittstelle zwischen Medien,

hoff, 2003). Ein weiteres gebräuchliches Akronym ist ‚TMT‘ (Technologie, Medien, Telekommunikation). In US-amerikanischen Arbeiten findet sich zusätzlich häufiger das sogenannte 4-C-Modell, das die Bereiche Content, Commerce, Community und Context unterscheidet (Götte, 2003). In der vorliegenden Arbeit wird das Akronym ‚TIME‘ verwendet und das ‚E‘ mit Elektronik bzw. Unterhaltungselektronik gleichgesetzt.

² Weitere prominente Beispiele sind die Entwicklung des iPods in Kombination mit iTunes durch Apple sowie die Gründung des Musikstreamingdienstes Spotify. In beiden Fällen waren die jeweiligen Geschäftsmodellkomponenten und Herausforderungen (Digital-Rights-Management, Musikdownloaddienste, Raubkopien, Vielzahl an Endgeräten etc.) Medienunternehmen bekannt. Dennoch waren es Unternehmen bzw. Start-ups außerhalb der klassischen Medienbranche, die diese Komponenten zu einem neuen, innovativen und funktionierenden Geschäftsmodell zusammenfügten. Siehe hierzu Albrecht (2006), Will, Gossel & Brüntje (2016).

(Corporate) Entrepreneurship und CVC dargestellt (Kap. 1.2). Das Kapitel schließt mit der Beschreibung des weiteren Aufbaus der Arbeit (Kap. 1.4).

1.2 Forschungsstand

Aufgrund der spezifischen Eigenschaften von Mediengütern (z. B. als öffentliche oder meritorische Güter) hat sich die Medienmanagementforschung innerhalb der letzten Jahrzehnte als eigenständige Forschungsdisziplin mit einer eigenen Terminologie etabliert (Achtenhagen & Mierzejewska, 2016; Lowe & Brown, 2016; Picard, 2006; Picard & Lowe, 2016). So wird im Kontext der medienspezifischen Entrepreneurship- und Venturingforschung von Media-Entrepreneurship (ME) bzw. Media-Venturing (MV) gesprochen (Achtenhagen, 2008). Diese Etablierung einer eigenständigen Forschungsdomäne hat zur Folge, dass häufig medienspezifische Untersuchungen in der allgemeinen Managementliteratur von Medienwissenschaftlern vernachlässigt werden (Achtenhagen, 2016; Achtenhagen & Mierzejewska, 2016). Dabei finden in aktuellen Konferenzaufrufen der allgemeinen Managementcommunity Medienunternehmen zunehmend Beachtung (z. B. Boccardelli, 2016).

Der skizzierten Entwicklung und Terminologie folgend wurde bei der Erhebung des Forschungsstandes zwischen CVC und MV differenziert. Ausgangspunkt der Literaturrecherche war eine in Anlehnung an Hauschild & Knyphausen-Aufseß (2013) durchgeführte stichwortbasierte Datenbankabfrage innerhalb der EBSCO-Datenbanken ‚Business Source Premier‘, ‚Academic Source Premier‘ und ‚Communication & Mass Media Complete‘.³ Die drei EBSCO-Datenbanken umfassen die führenden Fachzeitschriften der Medienmanagementforschung (u. a. International Media Management Journal, Journal of Media Economics, Journal of Media Business Studies), der allgemeinen Finanz-, Management- und Entrepreneurshipforschung (u. a. Journal of Finance, Strategic Management Journal, Entrepreneurship Theory & Practice, Journal of Business Venturing) und des TIME-Konvergenzbereiches (u. a. Telecommunication Policy, International Journal of Information Technology & Management).⁴ Zur Identifikation aller relevanten Suchbegriffe wurde zu Beginn der Literaturrecherche ein Brainstormingansatz verfolgt. Zusätzlich wurden Asterisken verwendet, um eine möglichst umfassende Erhebung zu garantieren. Die Schlagwortsuche wurde dabei auf das Vorkommen der Begriffe im Titel der Arbeit bzw. im Abstract beschränkt. Mit der primären Ver-

³ Für weitere Informationen zur systematischen, datenbankbasierten Erhebung von Forschungsständen siehe auch u. a. Newbert (2007), David & Han (2004).

⁴ Für eine vollständige Auflistung aller in den EBSCO-Datenbanken erfassten Journals siehe EBSCO (2015a), EBSCO (2015b), EBSCO (2015c).

ortung der Arbeit im Medienmanagement wurden keine weiteren Einschränkungen beim MV-Forschungsstand bezüglich Publikationstyp und -datum vorgenommen. Hinsichtlich der Datenbankrecherche zur allgemeinen CVC-Literatur erfolgte hingegen eine Beschränkung auf ‚scholarly peer-reviewed Journals‘ und einen Zeitraum von 2002 bis 2016. Laut Dushnitsky (2012, S. 170) umfasst dieser Zeitraum den Großteil der CVC-Forschungsliteratur.⁵ Abschließend wurden zur Ergänzung und Überprüfung der Datenbankrecherchen aktuelle Literaturzusammenfassungen (Reviews) der (Media-) Entrepreneurship- und Venturingforschung sowie die Literaturverweise der erfassten Artikel ausgewertet. Tabelle 1 fasst die Kriterien zur Erhebung des Forschungsstandes zusammen.

Tabelle 1: Kriterien zur Erhebung des Forschungsstandes

	Media Venturing	Corporate Venture Capital
Datenbanken	Communication & Mass Media Complete	Business Source Premier, Academic Source Premier
Suchbegriffe	<ul style="list-style-type: none"> • „Media + Entrepreneurship“ • „Incubation*“ • „Media Entrepreneurship“ • „Corporate Vent*“ • „Intrapreneurship*“ • „Business Incubation“ • „Media Venturing“ 	<ul style="list-style-type: none"> • „Corporate*“ • „Ventur*“ • „Capital*“
Publikationstyp	Keine Einschränkung	Scholarly peer-reviewed Journals
Zeitraum	Keine Einschränkung	2002–2015
Erhebungstichtag	04.07.2014 (Updates: 05.03.2016; 03.02.2017)	10.07.2014 (Updates: 05.03.2016; 03.02.2017)
Artikel	135 Artikel	64 Artikel
Reviews	Hang & Van Weezel (2007)	<ul style="list-style-type: none"> • Dushnitsky (2006, 2012) • Maula (2007) • Mullen, Budeva & Patricia (2009) • Narayanan, Yang & Zahra (2009) • Phan, Wright, Ucbasaran & Tan (2009) • Zahra, Randerson & Fayolle (2013a, 2013b)

⁵ Für eine Literaturzusammenfassung zu den Anfängen der CVC-Forschung sei u. a. auf Yates & Roberts (1991) verwiesen.

Media Venturing

In der immer noch als State of the Art (Will, Brüntje & Gossel, 2012) geltenden ME-Literaturzusammenfassung von Hang & Van Weezel (2007) stellen die beiden Autoren fest, dass trotz eines Fokus innerhalb der ME-Forschung auf Corporate Entrepreneurship und der hohen Bedeutung von Corporate Venturing (CV) für Medienunternehmen hinsichtlich Markteintritt und Produktentwicklung diese CV-Aktivitäten bisher kaum untersucht worden sind:

“It is necessary to deepen in the effects of technological innovation on new business models [...], and how entrepreneurs and established companies can take advantage on them. Regarding the latter, corporate venturing in media companies has been a neglected topic, and since those activities could result in new products to the market or entry in new markets, they must be considered.” (Hang & Van Weezel, 2007, S. 63–64)

Ausgehend von diesem Untersuchungsergebnis werden im Folgenden insbesondere die seitdem entstandenen MV-Forschungsarbeiten betrachtet und bezüglich ihrer Kernaussage zusammengefasst. Neben der expliziten Darstellung von CVC-Arbeiten liegt der Fokus der Analyse auf der generellen Relevanz von CV in der Medienbranche.

Als einer der ersten Wissenschaftler untersuchte Vedin (1981) die Akquisition von radikalen technologischen Innovationen durch Medienunternehmen und stellte fest, dass die Fähigkeiten des Kreativitätsmanagements von Medienunternehmen den Eintritt in neue Geschäftsfelder erleichtern. Anhand von zwei Beispielen aus der deutschen Publishingindustrie analysierte Hass (2011) den Einsatz von Intrapreneurship und CVC mit dem Ergebnis, dass unternehmerische Aktivitäten von Medienunternehmen primär auf die Verteidigung bestehender Geschäftspotenziale ausgerichtet sind. Zuvor hatte lediglich Hipp (2003) die Möglichkeiten von CVC als Innovationsmotor für die Medienbranche am Beispiel der Holtzbrinck-Gruppe beleuchtet. Aus der Perspektive des Resource-based-View (RBV) und der Industrieökonomie (IO) beantwortete Hang (2007) die Frage, welche Organisationsform (z. B. intern vs. extern) für CV zu bevorzugen ist. Dabei stellte Hang fest, dass die Wahl von einer Vielzahl an Faktoren wie Kosten, Geschwindigkeit und Marktbedingungen abhängt. Ebenfalls aus einer ressourcenbasierten Managementperspektive untersuchten Fang & Chan-Olmsted (2002) die Allianzbildung zwischen TV- und Rundfunkanstalten sowie Internetunternehmen mit dem Resultat, dass Rundfunkanstalten überwiegend „[P]roperty-based“-Ressourcen (Geld, Promotion etc.) und Internetunternehmen primär „[K]nowledge-based“-Ressourcen in die Allianzen einbringen. Shao (2010) analysierte die digitale Expansionsstrategie von Medienunternehmen bezüglich der Art des

Unternehmenszusammenschlusses (Akquisition vs. Allianzen mit oder ohne Eigenkapitalbeteiligung) und kam zu dem Fazit, dass Akquisitionen bei technologieintensiven Kooperationen bevorzugt werden. Sullivan & Jiang (2010) verglichen die M&A-Strategien US-amerikanischer Medienunternehmen vor, während und nach der Internetblase und zeigten, dass nach dem Platzen der Internetblase M&As vermehrt zur Expansion des digitalen Geschäfts eingesetzt wurden. Die Ergebnisse stützen die Aussage von Will et al. (2012), dass das Internet der Haupttreiber für die Entstehung neuer Media-Ventures ist. Der Entwicklung neuer digitaler Ventures eher kritisch gegenüberstehend, untersuchten Naldi & Picard (2012) die Entwicklung von digitalen Nachrichten-Start-ups und fanden heraus, dass der erhoffte Erfolg häufig nicht eintritt. Ursachen sahen sie in mangelndem Technologieverständnis („formational myopia“) oder nicht funktionierenden Geschäftsmodellen. Trotz der identifizierten Schwierigkeiten und der Bedeutung von Markteintrittsbarrieren in der traditionellen Medienbranche stellten Compaine & Hoag (2012) fest, dass Unternehmer bei der Gründung digitaler Medienunternehmen kaum Markteintrittsbarrieren wahrnehmen, sondern die Schwächen etablierter Medienunternehmen (Bürokratie, mangelnde Flexibilität etc.) als Chance begreifen. Eine Ursache für diese Einschätzung von Unternehmern könnte der durch die technologischen Entwicklungen von Gossel & Will (2012) identifizierte leichtere Zugang zu Informationen sein, der wiederum die unternehmerischen Prozesse beschleunigt. Die Gründung neuer Media-Start-ups beschränkt sich jedoch nicht nur auf neue, digitale Entwicklungen. So zeigte Achtenhagen (2008) an einem Beispiel aus dem Print-Sektor, dass neue Ventures auch in den traditionellen Medien entstehen und erfolgreich sein können.

Weitere Arbeiten im Kontext des MVs analysierten die Performanceauswirkungen von Größenvorteilen und Diversifikation (Chan-Olmsted & Chang, 2003; Jung & Chan-Olmsted, 2005; Kolo & Vogt, 2003; Peltier, 2004), Unternehmensauflösungen (Alexander & Owers, 2009; Owers & Alexander, 2011) und die Auswirkung des ‚Telecommunication Acts‘ von 1996 auf die Akquisitionsaktivitäten (Chan-Olmsted, 1998; Chon, Choi, Barnett, Danowski & Sung-Hee, 2003; Powers, Pang & Johnson, 2002). Die Forschungsergebnisse zeigen einheitlich, dass Größenvorteile (Economies of Scale & Scope) nur begrenzt realisiert werden können und positive Diversifikationseffekte nahezu ausschließlich bei Zusammenschlüssen mit verwandten bzw. internationalen Unternehmen auftreten.

Die Zusammenfassung des MV-Forschungsstandes zeigt, dass lediglich zwei fallstudienbasierte Forschungsarbeiten explizit CVC zur Erschließung neuer und zur Verteidigung bestehender Geschäftspotenziale untersuchen (Hass, 2011; Hipp, 2003). Seit der Zusammenfassung von Hang & van Weezel

(2007) hat sogar lediglich eine Arbeit CVC anhand von Medienunternehmen untersucht. Eine umfassende, die Charakteristiken bzw. Zielsetzungen der CVC-Aktivitäten beschreibende und vergleichende Studie fehlt. In Anbetracht der zunehmenden CVC-Aktivitäten von Medienunternehmen und der von Sullivan & Jiang (2010) dokumentierten Abkehr vom traditionell durch Größenvorteile getriebenen Venturingverhalten hin zu einem auf Fähigkeiten ausgerichteten Ansatz zum Ausbau des digitalen Geschäftes ist eine derartige Analyse des strategischen CVC-Einsatzes jedoch besonders vielversprechend zur Identifikation unterschiedlicher strategischer Ausrichtungen von Medienunternehmen als Reaktion auf die hochdynamische und konvergierende Unternehmensumwelt.

Corporate Venture Capital

Im Gegensatz zur geringen Berücksichtigung von CVC in der MV-Forschung hat in der allgemeinen Managementliteratur die Anzahl der CVC-Forschungsarbeiten in den letzten Jahren zugenommen. Das gestiegene Forschungsinteresse ist, neben den zunehmenden CVC-Aktivitäten, auf die gute Datengrundlage durch die Verbreitung und hohe Qualität kommerzieller VC-Datenbanken zurückzuführen (Dushnitsky, 2012, S. 170; Maula, 2007, S. 371; Souitaris & Zerbini, 2014, S. 321).⁶ Bisherige Arbeiten untersuchten die Zielsetzung von CVC-Programmen (Battistini, Hacklin & Baschera, 2013; MacMillan, Roberts, Livada & Wang, 2008; Sykes, 1990), CVC als Innovationsstrategie (Dushnitsky & Lenox, 2005a, 2005b; Lee & Kang, 2015), die Auswirkungen auf den Firmenwert (Dushnitsky & Lenox, 2006; Yang, Narayanan & De Carolis, Donna M., 2014), Organisationsstrukturen und -formen (Birkinshaw & Hill, 2005; Hill & Birkinshaw, 2014), Einflussfaktoren auf das CVC-Aktivitätslevel (Anokhin, Peck & Wincent, 2016; Basu et al., 2011; Gaba & Meyer, 2008), Unterschiede und Gemeinsamkeiten zwischen CVC und klassischem VC (Dushnitsky & Zur Shapira, 2010; Fulghieri & Sevilir, 2009; Maula, Autio & Murray, 2005) sowie die Beziehung zwischen Portfoliounternehmen und der Konzernmutter (Katila, Rosenberger & Eisenhardt, 2008; Maula, Autio & Murray, 2009). Die Mehrzahl der angeführten CVC-Studien berücksichtigt jedoch nicht die aktuellen CVC-Entwicklungen, sondern basiert auf CVC-Investments vor bzw. zur Zeit der New Economy.

So zeigt die Zusammenfassung der CVC-Studien zu den Charakteristiken und Zielsetzungen in Tabelle 2, dass diese die aktuellen Entwicklungen nur be-

⁶ Die ersten Autoren, die auf kommerzielle Datenbanken zur Untersuchen von CVC zurückgriffen, waren Gompers & Lerner (1998). Seitdem ist die Verwendung von kommerziellen Datenbanken zur Erforschung von CVC-Aktivitäten gängige CVC-Forschungspraxis.

grenzt erfassen und – im Gegensatz zur CVC-Forschungspraxis – überwiegend auf Befragungen basieren. Des Weiteren sind die meisten Studien durch eine geringe Unternehmensanzahl (~12–50) gekennzeichnet, was in Kombination mit dem industrieübergreifenden Charakter die Allgemeingültigkeit der Studienergebnisse reduziert und einen systematischen Vergleich zwischen Industriesektoren verhindert. Die geringe Allgemeingültigkeit der bisherigen Studienergebnisse und die Dominanz von Primärerhebungen kritisierend, fordert Dushnitsky (2012) die CVC-Forschungscommunity zu einem systematischen Vergleich zwischen verschiedenen Industrien auf. Bezogen auf die unternehmerische Orientierung (engl. ‚entrepreneurial orientation‘) ergänzt Miller (2011, S. 887), dass Entrepreneurshipforscher vermehrt Methoden zur Taxonomiebildung einsetzen sollten, um Muster in den Daten quantitativer Forschungsansätze zu entdecken. Unterstützend zeigt eine Analyse der angewendeten Methoden innerhalb der Fachzeitschriften *Journal of Business Venturing*, *Entrepreneurship Theory & Practice* und *Journal of Small Business Management*, dass bisher überwiegend strukturprüfende und nur vereinzelt strukturentdeckende Methoden angewendet wurden (Mullen et al., 2009, S. 300).

Durch die Forschungsnahe zum Bereich der Unternehmensfinanzierung stützen sich viele der CVC-Arbeiten auf klassische Finanz- bzw. VC-Theorien (z. B. Realoptionstheorie) und werden damit der strategischen Bedeutung von CVC-Aktivitäten nicht gerecht (Phan et al., 2009, S. 204–205; Souitaris & Zerbinati, 2014, S. 321). Die notwendige Berücksichtigung der strategischen Bedeutung von CVC betonen bereits Chesbrough & Tucci (2004, S. 1): „CVC investing should not be studied merely as an asset class within the public and private equity markets.“ Entsprechend kam es innerhalb der letzten Jahre vermehrt zu Arbeiten, die CVC mit der strategischen Management- oder Corporate Entrepreneurship Literatur verknüpften (Hill, Maula, Birkinshaw & Murray, 2009; Narayanan et al., 2009; Phan et al., 2009) und somit dazu beitragen, die mangelnde theoretische Fundierung zu beheben (Freese, 2006, S. 6; Freese, Keil & Teichert, 2007, S. 111; Narayanan et al., 2009). Aufbauend auf bisherigen Ansätzen empfiehlt Miller (2011, S. 879) vor allem den Resource-based View (RBV) und den Dynamic Capability Ansatz zur Analyse von Ventureaktivitäten. Die Verknüpfung von Corporate Entrepreneurship (CES) mit den ressourcenbasierten Perspektiven des strategischen Managements befürwortet auch Saly (2001, S. 22–23), da die Prämisse der Ressourcenheterogenität des RBV (Barney, 1991a; Wernerfelt, 1984) und die Dynamisierung des Ansatzes im Rahmen des Dynamic Capability Konzeptes (Eisenhardt & Martin, 2000; Teece, Pisano & Shuen, 1997) die größten Überschneidungen mit dem Ansatz des Corporate Entrepreneurship und seinen Teildisziplinen (CVC) bieten. Ergänzend sehen Narayanan et al. (2009, S. 70)

die Ressourcenausstattung von Unternehmen als wesentlichen Einflussfaktor für die Ausrichtung der CVC-Aktivitäten hinsichtlich Entwicklungsphase, Technologie und Industrie.⁷

Zusammenfassend hat der Auszug der aktuellen MV- und CVC-Literatur gezeigt, dass CVC zwar bereits Gegenstand einer Vielzahl von Forschungsarbeiten war, es jedoch immer noch einer weiterführenden theoretischen Fundierung bedarf. Des Weiteren zeigen die Ausführungen, dass die Charakteristiken der in den letzten Jahren zunehmenden CVC-Aktivitäten sowohl innerhalb der allgemeinen CVC- als auch in der MV-Forschung kaum behandelt worden sind. Dabei bietet die Medienbranche mit der Vielzahl an CVC-Investments (Mierzejewska & Shaver, 2014) und der hohen Bedeutung von CVC-Aktivitäten (Hang & Van Weezel, 2007; Viguerie, Baghai & Smit, 2008) sehr gute Voraussetzungen für eine umfassende branchenspezifische und sekundärdatengestützte Analyse des strategischen Einsatzes von CVC. Tabelle 2 fasst die wesentlichen Arbeiten des MVs und CVCs anhand ihrer Untersuchungscharakteristiken zusammen.

⁷ Bereits Wernerfelt (1984, S. 172) hat in einer seiner Grundlagenarbeiten zur Resource-based View die ressourcenbasierte Perspektive zur Beantwortung der beiden Fragen empfohlen: (1) „In what sequence and into what markets should diversification take place? (2) What types of firms will it be desirable for this particular firm to acquire?“.

Tabelle 2: Forschungsstand Media Venturing & Corporate Venture Capital

	Autoren	Methode	Zeitraum	Untersuchungsgegenstand*
Deregulierung	Chan-Olmsted (1998)	Sekundärdatenanalyse	1991-1996	Media Venturing – M&A Aktivitäten von US-amerikanischen Medienunternehmen (SIC-Code 48) mit einem Transaktionsvolumen > 5 Mio. US\$
	Powers et al. (2002)	Sekundärdatenanalyse	1995 & 2000	– AOL, Disney, Dow Jones Co., General Electric, Gannett, Knight-Ridder, New York Times Co., Newscorp, Tribune Inc., Washington Post, Viacom
	Chon et al. (2003)	Sekundärdatenanalyse	1981-1996	– M&A Aktivitäten von US-amerikanischen Medienunternehmen (SIC-Code 27, 48, 737, 78) mit einem Transaktionsvolumen > 1 Mio. US\$
Diversifikation & Größenvorteile	Chan-Olmsted & Chang (2003b)	Fallstudien Sekundärdatenanalyse	1992-2002	– Sony, AOL, Time Warner, Bertelsmann, Vivendi, News Corp. Disney, Viacom
	Kolo & Vogt (2003)	Multilineare Regression Sekundärdatenanalyse	2001	– Transaktionen mit einem Transaktionsvolumen > 1 Mio. US\$ – 178 US-amerikanische Unternehmen (Umsatz > 1 Mio. US\$) aus Advertising, TV, Kabel & Satelliten TV, Radio, Entertainment, Consumer Internet, Newspaper, Books, Magazines, B2B Media, Education, Business Information Services
	Peltier (2004)	Sekundärdatenanalyse	1998-1999	– Time Warner, Bertelsmann, Disney, News Corporation, Sony, Viacom, Vivendi Universal, EMI, Pearson, Reed Elsevier, Lagardère
				– 45 M&A Deals mit einem Gesamtvolumen von > 500 Mio. US\$
	Jung & Chan-Olmsted (2005)	Sekundärdatenanalyse	1991-2002	– Transaktionen der umsatzstärksten 26 Medienunternehmen in 2001

	Autoren	Methode	Zeitraum	Untersuchungsgegenstand*
Desinvestment	Alexander & Owers (2009)	Fallstudien (Event- Study) Sekundärdatenanalyse	2003-2006	– Vivendi Tribune, Clear Channel, Viacom, Liberty – Desinvestition je > 500 Mio. US\$
	Owers & Alexander (2011)	Sekundärdatenanalyse (Event-Study)	1997-2008	– Medienunternehmen (SIC: 2711, 2721, 4832, 4833, 4841, 7812) – 57 M&As & 65 Desinvestitionen je > 1 Mio. US\$
Start-up Gründung	Achtenhagen (2009)	Fallstudie	bis 2007	– Gringo Magazine
	Compaine & Hoag (2012)	Interviews	2006-2009	– 30 Unternehmer in verschiedenen Phasen des Venture-Lifecycles
	Gossel & Will (2012)	Literaturanalyse	k.A.**	– Auswirkung des Informationszuganges auf den unternehmerischen Prozess
	Naldi & Picard (2012)	Fallstudien	Seit 2009	– INDenver Times, New Jersey Newsroom, Public Press (San Francisco)
	Will, Brüntje, Gossel (2012)	Literaturanalyse	k.A.	– Analyse der Entstehung neuer Medien Start-ups
CV & CVC	Vedin (1981)	Fallstudien	2 - 6 Jahre	– 6 skandinavische & britische Medienunternehmen
	Fang & Chan-Olmsted (2002)	Fallstudien Daten- & Textanalyse	1998-2001	– NBC, CBS, ABC, Fox, the WB und United Paramount Network (UPN)
	Hipp (2003)	Erfahrungsbericht	k.A.	– Holtzbrinck Gruppe
	Hang (2007)	Fallstudien mit Primär- & Sekundärdaten	k.A.	– News Corp, NY Times, Verizon Communications, YouTube, China Telecom Corp., Reuters
	Shao (2010)	Regressionsanalyse Sekundärdatenanalyse	2000-2007	– 20 US-amerikanische Medienunternehmen (Fortune 1000) – 292 Akquisitionen & Allianzen

	Autoren	Methode	Zeitraum	Untersuchungsgegenstand*
	Sullivan & Jiang (2010)	Fallstudien	1993-2007	– McClatchy Newspapers Inc, Gannett Co., Clear Channel, Comcast, Tribune, NY Times Co., Viacom/ CBS, Disney Time Warner
	Hass (2011)	Fallstudien	k.A.	– Holtzbrinck Gruppe, Rhein-Zeitung
	Corporate Venture Capital			
Allgemeine Charakteristiken und Zielsetzungen von CVC-Aktivitäten	Greenthal & Larson (1983)	Interviews	k.A.	– 12 US-amerikanische CVCs
	Siegel, Siegel & MacMillan (1988)	Fragebögen	k.A.	– 52 CVCs von verschiedenen Industrien innerhalb der USA
	Sykes (1990)	Fragebögen & Interviews	k.A.	– 31 US-amerikanische CVCs der Industrie- und Kommunikationsbranche
	Yates & Roberts (1991)	Fragebögen & Interviews	k.A.	– 49 US-amerikanische CVCs auf Basis der Forbes 500 Liste
	Schween (1996)	Fragebögen	k.A.	– 12 CVC-Programme deutscher Unternehmen
	McNally (1997)	Interviews	k.A.	– 73 CVC-Programme innerhalb Großbritanniens
	Gompers & Lerner (1998)	Sekundärdatenanalyse	1983-1994	– Utilities, Computers, Electronics, Engineering, Oil & Gas – Fokus auf CVC Investitionen in US-Portfoliofirmen – Insgesamt wurden 2.032 Transaktionen untersucht
	Kann (2001)	Sekundärdatenanalyse & Interviews	1985-1999	– 152 CVC-Programme mit Sitz in den USA von 120 Unternehmen – Communication (22%), Computing (14%), Publishing/Media (11%), Software (11%), Internet (5%), Rest (37%)
	European Commission (2001)	Sekundärdatenanalyse, Fragebögen	1999	– 84 europäische CVC-Einheiten: 2.000 größten Unternehmen Europas

Autoren	Methode	Zeitraum	Untersuchungsgegenstand*
Mackewicz & Partner (2003)	Interviews	k.A.	<ul style="list-style-type: none"> - ~ 50 % der CVCs stammen aus den Bereichen Kommunikation, Utilities, Genussmittel, Metallverarbeitung und Engineering - 31 CVC-Programme von insgesamt 13 deutschen Industrieunternehmen - 63 CVC Einheiten primär aus den USA (49%) & Deutschland/Schweiz (33%) - Telekommunikation (16%), IT-Hardware und Software (13%), Medien & Entertainment (10%), Rest (61%) - 20 deutsche CVC-Einheiten
Röper (2004)	Fragebögen & Interviews	2000	<ul style="list-style-type: none"> - 21 deutsche und dedizierte CVC-Einheiten
Weber & Weber (2005)	Fragebögen & Interviews	2001/02	<ul style="list-style-type: none"> - 48 US-amerikanische CVCs
Ernst, Witt & Brachtendorf (2005)	Fragebögen & Interviews	2001	<ul style="list-style-type: none"> - 37 CVCs aus 17 Industrien innerhalb Nordamerika, Europa & Asien
MacMillan et al. (2008)	Sekundärdatenanalyse & Fragebögen	1998-2000 2004-2006	<ul style="list-style-type: none"> - 49 CVC-Einheiten ausgewählt auf Basis der Forbes Global 2000 Liste
Ernst & Young (2009)	Fragebögen	2008	<ul style="list-style-type: none"> - TMT (33%), Industrial Goods & Services (35%); Pharma & Chemicals (19%); Consumer Goods & Retail (6%), Rest (6%)
Battistini et al. (2013)	Fragebögen & Interviews	k.A.	

* u berücksichtigen ist, dass ein Unternehmen mehrere CVC-Programme bzw. CVC-Einheiten besitzen kann. Eine Differenzierung zwischen Unternehmen, Programmen und Einheiten wird nicht in jeder Arbeit angegeben. Die Untersuchungsgegenstände sind somit nur bedingt vergleichbar hinsichtlich ihrer Quantität;

** k.A.: keine Angaben in der Studie

1.3 Fragestellung und Zielsetzung

Die vorherigen Ausführungen (Kap. 1.2) haben gezeigt, dass CVC-Aktivitäten von Medienunternehmen bisher nur begrenzt untersucht worden sind. Des Weiteren ist trotz des empirischen Nachweises, dass strategische Ziele der Ursprung der meisten CVC-Programme sind (Battistini et al., 2013, S. 33), die strategische Managementperspektive von CVC vernachlässigt worden. Die vorliegende Arbeit trägt zur Schließung dieser Forschungslücken bei. Hierzu werden zunächst unter Bezugnahme auf das Organizational-Drivetrain-Konzept von Di Stefano, Peteraf & Verona (2014) die vielseitigen CVC-Eigenschaften und Prozesse zur Initialisierung sowie Durchführung von CVC-Programmen als Dynamic Capabilities klassifiziert. Damit folgt die Arbeit zum einen der Empfehlung von Miller (2011) und Saly (2001) zur Verknüpfung des Corporate Entrepreneurships bzw. des CVCs mit den ressourcenbasierten Ansätzen des strategischen Managements und greift zum anderen erste Forschungsansätze zur Assoziation von CVC mit dem Dynamic Capability Ansatz auf und führt diese weiter aus (Dushnitsky & Lenox, 2005b, S. 615; Kann, 2001, S. 31–32; Keil, 2004, S. 800; Lee & Kang, 2015, S. 350). Die Einordnung der verschiedenen CVC-Aktivitäten als Dynamic Capabilities im Sinne des Organizational Drivetrains bildet die Grundlage für die empirische Untersuchung.

Gemäß der bisher in der akademischen Literatur geringen Berücksichtigung der CVC-Aktivitäten von Medienunternehmen zielt die erste Forschungsfrage der empirischen Untersuchung darauf ab, die CVC-Aktivitäten allumfänglich zu erfassen. So sind CVC-Investments von Medienunternehmen als Reaktion auf die sich verändernde Unternehmensumwelt bisher lediglich in ausgewählten Fallstudien behandelt worden. Eine umfangreiche Beschreibung der Ventureaktivitäten ist jedoch noch nicht erfolgt. Die akkurate Beschreibung einer beobachteten Entwicklung ist dabei – auch wenn diese in der Forschung häufig als rudimentärste Zielsetzung gilt – bereits von hohem wissenschaftlichen Wert und Grundlage weiterer Forschung (Beam, 2006, S. 533; Christensen & Raynor, 2003, S. 68). Die erste Forschungsfrage adressiert die fehlende ganzheitliche Beschreibung der CVC-Aktivitäten. Hierbei wird sich unter Berücksichtigung der anhaltenden Branchenkonvergenz der Telekommunikations-, Internettechnologie-, Unterhaltungselektronik- sowie Medien- und Entertainmentbranche (Gennis & Gundlach, 2014; Wirtz, 2016) jedoch nicht nur auf die Beschreibung der CVC-Investments klassischer Medienunternehmen

(Print, TV, Rundfunk etc.) beschränkt.⁸ Die erste Forschungsfrage lautet somit:

1. Wie und in was für Start-ups investieren die TIME-Unternehmen?

Als Reaktion auf den Eintritt neuer Marktteilnehmer und auf die voranschreitende Branchenkonvergenz agieren immer mehr Medienunternehmen außerhalb ihres ursprünglichen Kerngeschäftes. So operieren klassische Medienunternehmen mit neuen digitalen Angeboten vermehrt im strategischen Akquisitionskorridor von digitalen Unternehmen wie Google, Apple und Facebook, während diese wiederum ihre Geschäftsmodelle um die Inhalteerstellung erweitern, eine der Kernkompetenzen klassischer Medienhäuser (Clasen, 2013a). Innerhalb dieses Konkurrenzverhältnisses betont Hass (2011, S. 53), dass die Maßnahmen, auch wenn Ventureaktivitäten von klassischen Medienunternehmen aus der externen Perspektive expansiv wirken, meist einen defensiven Charakter zur Verteidigung bestehender Geschäftspotenziale aufweisen. Die Aussage unterstützend zeigen Dennis & Ash (2001, S. 31), dass traditionelle Medienunternehmen neue digitale Ventures primär als „insurance against outside digital dominance“ betrachten. Dementsprechend wird vermutet, dass Medienunternehmen CVC in erster Linie zur Verteidigung des Kerngeschäftes nutzen, während Internettechnologieunternehmen – auf Basis ihrer digitalen Kompetenzen – CVC einsetzen, um neue Geschäftsfelder zu erschließen. So konzentriert beispielsweise die Axel Springer SE ihre Ventureaktivitäten entlang der traditionellen Erlösströme des Verlagsgeschäftes (Bezahlangebote, Marketing, Kleinanzeigen), während Google Inc. mit Investitionen ins klassische Mediengeschäft und in Bereiche wie autonomes Fahren außerhalb des ursprünglichen Kerngeschäftes agiert. Ausgehend von diesem skizzierten Konkurrenz- bzw. Spannungsverhältnis lautet die zweite Forschungsfrage:

2. Wie unterscheiden sich die CVC-Aktivitäten traditioneller Medienunternehmen und der Unternehmen aus den verwandten Branchen der Telekommunikation, Internettechnologie und Unterhaltungselektronik?

Zur Beantwortung der Forschungsfragen wird auf Basis der Thomson-Reuters-EIKON-Private-Equity-Datenbank ein exploratives und quantitatives Data-Mining Projekt gemäß dem ‚Cross Industry Process for Data-Mining‘ durchgeführt. Die Datenbank ‚EIKON Private Equity‘ gilt als repräsentativ für den CVC-Markt und ist die Grundlage der Mehrzahl der sekundärdaten-gestützten CVC-Forschungsarbeiten (Dushnitsky & Lavie, 2010; Zipser,

⁸ Im folgenden Verlauf der Arbeit schließt der Begriff ‚Medienunternehmen‘ die Unternehmen der Entertainmentbranche mit ein. Eine Differenzierung zwischen Medien- und Entertainmentunternehmen erfolgt in der Arbeit also nicht.

2008). Zur Identifizierung von Unterschieden und Gemeinsamkeiten zwischen den CVC-Aktivitäten der einzelnen TIME-Sektoren werden neben deskriptiven Statistiken die strukturentdeckenden Methoden der Faktoren- und Clusteranalyse angewendet. Mit dem Studiendesign unterscheidet sich die Arbeit von den fallstudienbasierten Untersuchungen der MV-Forschung (u. a. Fang & Chan-Olmsted, 2003; Hass, 2011; Hipp, 2003) sowie von den branchenübergreifenden, auf Fortune 500 Unternehmen beschränkten und früher CVC-Wellen untersuchenden Studien der allgemeinen CVC-Forschung (u. a. Dushnitsky, 2012; MacMillan et al., 2008; Yates & Roberts, 1991). Zusätzlich folgt die Arbeit der Aufforderung von Miller (2011, S. 887) bzgl. des Einsatzes von strukturentdeckenden Methoden in quantitativen Forschungsansätzen im Kontext des Corporate Entrepreneurships.

Zusammenfassend ist das Ziel der Untersuchung, das Verhalten von TIME-Unternehmen in Bezug auf CVC-Investitionen als strategisches Tool zum Umgang mit der hochdynamischen und konvergierenden Unternehmensumwelt zu erfassen und Unterschiede sowie Gemeinsamkeiten zwischen den CVC-Aktivitäten der TIME-Unternehmen zu identifizieren. Damit liegt die Arbeit an der Schnittstelle des Medienmanagements, strategischen Managements und Corporate Entrepreneurships (siehe Abbildung 1).

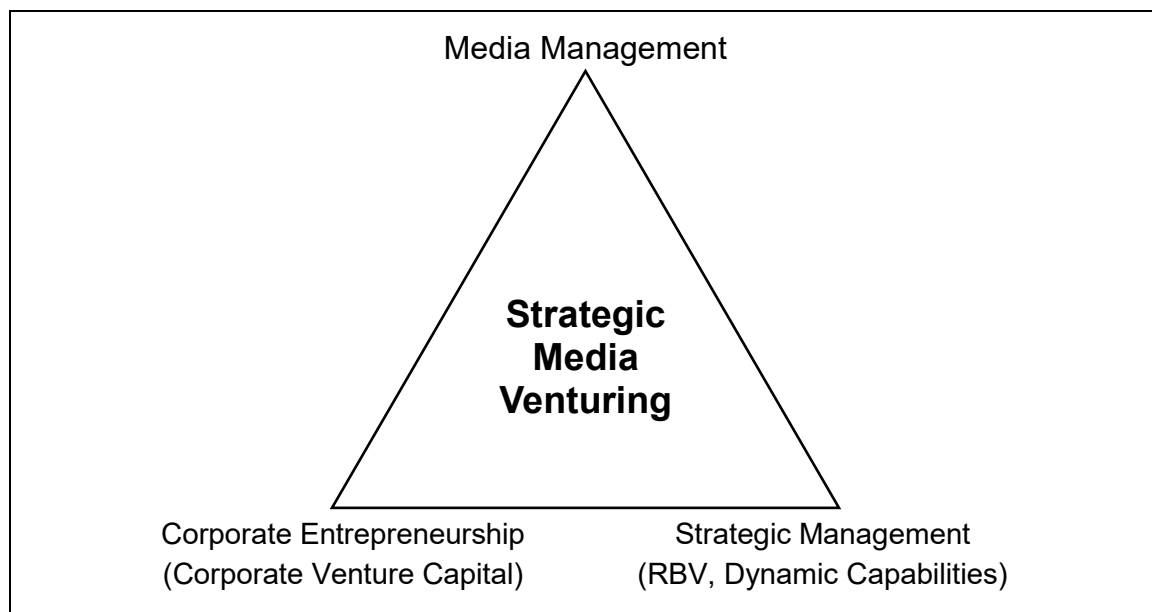


Abbildung 1: Theoretische Einordnung der Arbeit

1.4 Aufbau der Arbeit

Die in den vorherigen Abschnitten aus dem Stand der Forschung abgeleiteten Untersuchungsziele und wissenschaftstheoretischen Perspektiven deuten die für die Arbeit wesentlichen Themenfelder an. Der Aufbau der Arbeit wird,

neben der theoretischen Perspektive, vor allem durch die für die empirische Untersuchung notwendigen Bestandteile beeinflusst. Abbildung 2 fasst die Struktur der Arbeit zusammen.

Mit dem Fokus der Untersuchung auf den CVC-Aktivitäten von Medienunternehmen wird in Kapitel 2 zunächst die Wettbewerbssituation innerhalb der Medienbranche erläutert. Explizit wird auf den Begriff der Konvergenz (Kap. 2.1) sowie die Treiber und Konsequenzen der Konvergenz (Kap. 2.2) eingegangen. Das Kapitel schließt mit einer für die weitere Arbeit geltenden Definition und Abgrenzung aller Branchen des TIME-Konvergenzbereiches.

In Kapitel 3 werden die theoretischen Grundlagen und das für die Arbeit geltende Verständnis von CVC dargelegt. Hierzu werden, im Anschluss an eine umfassende Abgrenzung des CVCs von verwandten Investmentformen (z. B. Private Equity), die vielseitigen Eigenschaften und Aspekte der Initialisierung und Umsetzung von CVC erläutert. Zur Verknüpfung der einzelnen CVC-Elemente mit der strategischen Managementliteratur werden zunächst die strategischen Managementtheorien der Resource-based Views und des Dynamic Capability Views inklusive des Organizational Drivetrain Konzeptes vorgestellt. Das Kapitel schließt mit der Einordnung der einzelnen CVC-Aktivitäten in das Konzept des Organizational Drivetrains und einer Beschreibung von CVC als strategische Unternehmensmaßnahme zur Reaktion auf hochdynamische Unternehmensumwelten.

Aufbauend auf der Einordnung von CVC als Organizational Drivetrain umfassen die Kapitel 4 & 5 die empirische Untersuchung. Kapitel 4 beschreibt das methodische Vorgehen und enthält einige Vorbemerkungen zu dem im Rahmen des Data-Minings angewendeten statistischen Verfahren. Die anschließende Erhebung und Auswertung der CVC-Aktivitäten (Kap. 5) folgt stringent dem zuvor vorgestellten ‚Cross-Industry Standard Process for Data Mining‘.

Kapitel 6 fasst die Forschungsergebnisse zusammen und zeigt ihren Beitrag zur wissenschaftlichen Forschung auf. Die Arbeit schließt mit ihrer kritischen Würdigung und einem Ausblick für die weitere Forschung.

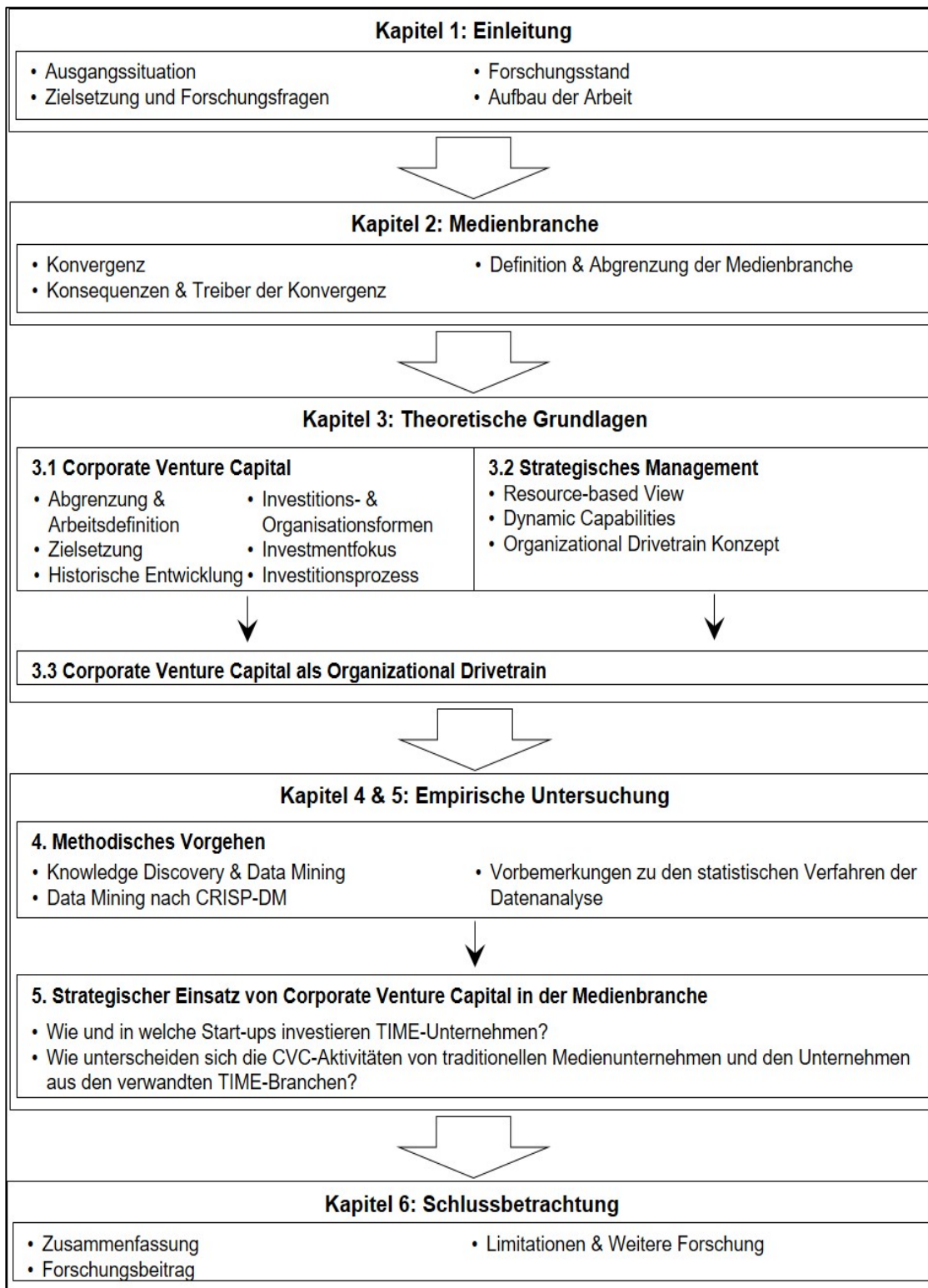


Abbildung 2: Aufbau der Arbeit

2. Die Medienbranche

Aufgrund des durch die technologischen, rechtlichen und wirtschaftlichen Entwicklungen ausgelösten Konvergenzprozesses kommt es zu einer zunehmenden Wettbewerbsintensität und Konkurrenz zwischen den Unternehmen der ursprünglich getrennten Branchen Telekommunikation (Telekom), Internettechnologie (IT), Unterhaltungselektronik (CE) sowie Medien und Entertainment (M&E) (o. A., 2006, S. 16; Wendt, 2012, S. 70–71; Wirtz, Burda & Raizner, 2006, S. 33).⁹ Ziel des Kapitels ist es, die Entwicklung dieser Branchenkonvergenz darzulegen und – trotz der immer heterogeneren Anbieterstruktur – eine klare Abgrenzung zwischen den einzelnen Branchen Telekommunikation, Internettechnologie, Unterhaltungselektronik sowie Medien und Entertainment vorzunehmen. Hierzu wird im Folgenden zunächst ein für die Arbeit geltendes Verständnis des Konvergenzbegriffs entwickelt, bevor die Treiber und Konsequenzen der konvergierenden Marktentwicklungen der TIME-Branchen dargelegt werden. Aufbauend auf den beschriebenen Entwicklungen wird anschließend eine für die Untersuchung geltende Branchenabgrenzung abgeleitet.

2.1 Konvergenzbegriff

Der Konvergenzbegriff ist in der Literatur nicht einheitlich belegt (Dennis, 2002, S. 7; Huang & Heider, 2007, S. 107; Kaspar & Hagenhoff, 2003, S. 29). Ursprünglich stammt der Begriff aus der Mathematik und bedeutet so viel wie Annäherung, Übereinstimmung, Zusammenlaufen bzw. das Streben nach demselben Ziel (Götte, 2003, S. 20; Zerdick, 2001, S. 140). Aus volks- und betriebswirtschaftlicher Perspektive bezeichnet der Begriff den Prozess des Zusammenwachsens von zuvor klar voneinander getrennten Branchen und Märkten (Gerpott, 2003a, S. 628–629; Hagenhoff, 2003, S. 14). So sind „konvergierende Märkte gekennzeichnet durch die Kombination von Leistungen verschiedener Branchen in Form der Integration, Kooperation oder durch Marktbeziehungen entsprechender Unternehmen“ (Thielmann, 2000, S. 9). Zusammenfassend beschreibt Konvergenz somit kein Ergebnis und keinen Zustand, sondern den evolutionären Prozess des Zusammenwachsens von Technologien, Produkten und Märkten (Stieglitz, 2004; Stobbe & Just, 2006, S. 3; Zerdick, 2001, S. 140). Im Kontext der Informations- und Kommunikationsbranche wird Konvergenz entsprechend als das Zusammenwachsen der Technologien und Wertschöpfungsbereiche von Telekommunikations-, Unterhaltungselektronik-, Informationstechnologie- und Medienunternehmen

⁹ Siehe auch Kap. 1.1.

bezeichnet (Chan Olmsted, Sylvia M. & Jamison, 2001, S. 318; Dennis, 2002, S. 7; Gennis & Gundlach, 2014, S. 509; Schlohmann, 2012, S. 48; Wirtz, 2016, S. 60).¹⁰

Konvergenz führt dabei nicht zwangsweise zur Substitution von Produkten, Technologien oder Märkten, sondern kann gleichermaßen auch komplementäre Beziehungen herbeiführen. Komplementäre Produkte entstehen, wenn ihre Komponenten besser zusammen funktionieren als allein oder wenn sich deren Funktionsweisen durch die Konvergenz verbessert haben. Substitution entsteht hingegen, wenn Produkte die gleichen Funktionen besitzen und sich somit gegenseitig ersetzen (Greenstein & Khanna, 1997, S. 203–204). Die Abgrenzung zwischen den beiden Ausprägungsformen ist fließend, sodass durch voranschreitende technologische Entwicklungen aus komplementären Produkten irgendwann Substitute werden können (Götte, 2003, S. 23; Rockenhäuser, 1999, S. 44).

In der TIME-Industrie ist nach anfänglich überwiegend komplementären Produkten eine zunehmende Substitution von Produkten zu beobachten (Wendt, 2012, S. 58). Des Weiteren vollzieht sich der Konvergenzprozess zwischen den TIME-Märkten vor allem auf einem aggregierten Niveau (Wirtz et al., 2006, S. 41), sodass in der Literatur mittlerweile eine vollständige Markt- bzw. Branchenkonvergenz der TIME-Märkte postuliert wird (Picot, 2007, S. 21; Schlohmann, 2012, S. 48; Wendt, 2012, S. 58). Trotz der Auswirkungen der Kommunikations- und Informationstechnologien auf andere Sektoren (z. B. Verkehr, Gesundheit, Sozialwesen etc.) beschränkt sich diese Konvergenzentwicklung dabei auf die vier genannten TIME-Sektoren (Wulf & Zarnekow, 2011, S. 281–283).¹¹

2.2 Entwicklung und Treiber der Konvergenz

Der Konvergenzprozess zur TIME-Industrie erfolgte schrittweise, sodass sich in der ersten Stufe ab 1970 die Grenzen zwischen Telekommunikation und IT¹² und ab 1980 auf der zweiten Stufe zwischen Telekommunikation, IT und Medien auflösten (Götte, 2003, S. 63; Hagenhoff, 2003, S. 14; Picot, 2006,

¹⁰ Beispiele außerhalb der TIME-Branche finden sich im Finanzsektor hinsichtlich der Verschmelzung von Banken, Versicherungen und Finanzdienstleistern zur Allfinanz-Branche sowie im Tourismus- und Transportwesen in Form von ‚Fly & Drive‘-Angeboten (Thielmann, 2000, S. 266–267).

¹¹ Zur empirischen Untersuchung der Beschränkung der Marktkonvergenz auf die vier Teilbranchen der TIME-Unternehmen verwenden Wulf & Zarnekow (2011, S. 281–283) Assoziations- und Clusteranalysen und zeigen auf, dass eine Verschmelzung mit anderen Sektoren gegenwärtig noch nicht stattgefunden hat.

¹² Diese Stufe wird auch als Telematik bezeichnet. Telematik repräsentiert eine Wortschöpfung aus Telekommunikation und Informatik.

S. 15; Zerdick, 2001, S. 142–143). Mittlerweile bedienen die meisten TIME-Unternehmen weitestgehend ähnliche Kundenbedürfnisse, was zu einem Konkurrenzverhältnis zwischen den Anbietern der ehemals getrennten Märkte führt (Hagenhoff, 2003; Stobbe & Just, 2006, S. 1). Die Anbieterstruktur in der TIME-Industrie ist somit zunehmend von heterogenen Unternehmen geprägt, die in den verschiedenen TIME-Branchen aktiv sind (Wendt, 2012, S. 67). Folglich konkurrieren u. a. Medienunternehmen mit Unternehmen aus der Internetwirtschaft, Kabelanbieter mit Telekommunikationsunternehmen und IT-Unternehmen mit Herstellern von Unterhaltungselektronik. So integrieren beispielsweise Internet- und Telekommunikationsunternehmen zunehmend Inhalte, um sich von ihren direkten Wettbewerbern zu differenzieren (Gerpott, 2003b, S. 1209; Wirtz, 2016, S. 63). Damit treten sie in den direkten Wettbewerb mit klassischen Medienunternehmen, deren Kerngeschäft die Erstellung und Verbreitung von Inhalten darstellt (Gläser, 2010, S. 69; Sjurts, 2005, S. 7). Vor allem Internetunternehmen wie Google und Facebook agieren durch die Vermittlung von Inhalten und deren Finanzierung durch Werbeinnahmen immer mehr wie klassische Medienunternehmen (Clasen, 2013b, S. 61).¹³ Derweil versuchen Unterhaltungselektronikhersteller, mit internetfähigen Spielekonsolen und Smart-TVs die Schaltzentrale des Wohnzimmers zu stellen und Medienunternehmen bemühen sich indessen um eigene Distributionstechnologien zur Verbreitung ihrer Inhalte (Bitkom & Roland Berger Strategy Consultants, 2007, S. 7).

Die wesentlichen Treiber¹⁴ der Konvergenzentwicklung sind die voranschreitenden technologischen Entwicklungen, die Liberalisierung¹⁵, die Globalisierung und die Veränderung des Konsumentenverhaltens (Dennis, 2002, S. 7; European Commission, 1997, S. 6; Faustino & Ribeiro, 2016, S. 61–62; Ferrer, 2013, S. 224; Götte, 2003, S. 23–26; Kaspar & Hagenhoff, 2003, S. 29; PWC, 2015; Wendt, 2012, S. 57). Die Faktoren stehen dabei in keinem systematischen Ursachen-Wirkungs-Zusammenhang, sondern sind voneinander abhängig bzw. intensivieren sich gegenseitig (Wendt, 2012, S. 57; Yoffie, 1997a, S. 8; Zerdick, 2001, S. 147). Zum Beispiel reagierten die Privatkunden der Telekommunikationsanbieter auf die durch die Liberalisierung ausgelösten Preissenkungen mit einer deutlichen Erhöhung des Gesprächsaufkommens (Zerdick, 2001, S. 78).

¹³ Aktuell werden bereits 85 Prozent der Online-Werbeinnahmen durch Google und Facebook erzielt (Schröder, 2016).

¹⁴ Als Treiber oder Triebkräfte werden in der vorliegenden Arbeit alle Faktoren verstanden, die die Geschwindigkeit und das Ausmaß der Konvergenz bestimmen und somit die unternehmerischen Aktivitäten der TIME-Unternehmen beeinflussen. Siehe u. a.: Rockenhäuser (1999, S. 19); Wendt (2012, S. 56).

¹⁵ Liberalisierung und Deregulierung werden in der vorliegenden Arbeit als Synonyme verstanden.

Als Haupttreiber der Konvergenz gelten die technologischen Fortschritte und insbesondere die Digitalisierung von Informationen (Rockenhäuser, 1999, S. 20; Wirtz, 2016, S. 61; Zerdick, 2001, S. 150).¹⁶ Unter Digitalisierung wird die Umwandlung von analogen Informationen (Sprach-, Text-, Daten- und Bildinformationen) in digitale Daten bezeichnet, die in Form von Bit-Strömen aus Ketten von Nullen und Einsen bestehen (Löbbecke, 2006, S. 360; Rockenhäuser, 1999, S. 20; Zerdick, 2001, S. 150). Digitale Systeme zeichnen sich gegenüber analogen Systemen durch eine geringere Störanfälligkeit gegen Schmutz und Lärm bei der Übertragung, eine stärker ausgeprägte Entwicklungsfähigkeit, eine verbesserte Datenkompression sowie eine exaktere Reproduzierbarkeit der digitalen Einheiten aus (Götte, 2003, S. 24; Rockenhäuser, 1999, S. 22). Durch die Immaterialität und den Wegfall eines zur Verbreitung notwendigen Trägermediums sind die Grenzkosten für die Produktion und Verbreitung weiterer Bits bzw. digitaler Einheiten fast null (Zerdick, 2001, S. 150). Die Verbreitung der digitalen Technologie wurde zudem durch weitere technologische Fortschritte in der Mikroprozessortechnologie, der digitalen Speichertechnologie und den Übertragungstechnologien begünstigt (Rockenhäuser, 1999, S. 22; Yoffie, 1997a, S. 7; Zerdick, 2001, S. 141). So hat sich nach dem Gesetz von Moore die Mikroprozessorleistung bei gleichbleibenden Preisen alle 18 Monate verdoppelt und nach dem Gesetz von Gilder die Bandbreite für die Datenübertragung innerhalb eines Jahres jeweils verdreifacht (Picot, 2006, S. 11; Zerdick, 2001, S. 92). Diese Leistungssteigerungen bei gleichzeitigem Preisverfall führten zu einer zügigen Verbreitung der notwendigen Infrastruktur, verkürzten Produktzyklen sowie einer dadurch bedingten allgemeinen Beschleunigung der Konvergenz bzw. einer Erhöhung der Marktdynamik (Keuper & Hans, 2003, S. 800; Rockenhäuser, 1999, S. 80; Wendt, 2012, S. 58; Zerdick, 2001, S. 150). Als Resultat der einheitlichen Verwendung der Digitaltechnologie und somit aufgrund der technologischen Konvergenz kam es zu einer strukturellen Kopplung der TIME-Unternehmen, da nun mittels der gleichen Infrastruktur unterschiedliche Inhalte wie Musik, Filme, Ton und Sprache verbreitet werden konnten (Wendt, 2012, S. 58; Wirtz, 2003, S. 707).

Ein weiterer Konvergenztreiber sind die Veränderungen im Konsumentenverhalten. So hat die steigende Akzeptanz neuer Technologieprodukte unter den

¹⁶ Technologien bzw. technologische Entwicklungen sind seit jeher ein zentraler Antriebsfaktor für die Entwicklung von Volkswirtschaften. So sind es nach der Theorie der langen Wellen von Kondratieff (1984) vor allem technologische Innovationen wie die Dampfmaschine, Elektrizität oder die Eisenbahn, die in zyklischen Abständen die wirtschaftliche und gesellschaftliche Entwicklung prägten. Die Digitalisierung bezeichnet insgesamt den fünften Kondratieff-Zyklus und beschreibt den Übergang vom Industrie- zum Informationszeitalter. Siehe u. a. Clasen (2013b, S. 17); Kaspar & Hagenhoff (2003, S. 30); Zerdick (2001, S. 149).

Konsumenten zu einer Vielzahl an neuen Nutzungsmöglichkeiten digitaler Medienprodukte geführt (Holznagel, 2007, S. 2; Wendt, 2012, S. 60). Die Auswirkungen der erweiterten Nutzungsmöglichkeiten auf die unterschiedlichen Mediengattungen sind dabei verschieden. Während z. B. die Printauflagen klassischer Tageszeitungen rückläufig sind, bleiben die TV-Nutzungszahlen – trotz neuer Nutzungssituationen aufgrund von innovativen Endgeräten (z. B. Multi-Screening) – relativ stabil bzw. scheinen sich erst über Generationen hinweg nachhaltig zu verändern (Giersberg, 2014; Quayle, 2012, S. 20; Rhody, Adler, González & Neumüller, 2014, S. 49; van Eimeren & Frees, 2014, S. 388–390). So nutzen insbesondere junge Konsumenten eine Vielzahl an unterschiedlichen Angeboten zur Befriedigung ihres Informations- und Unterhaltungsbedürfnisses, wobei soziale Netzwerke und die Akzeptanz von User-Generated-Content eine zunehmende Relevanz erlangen (Wirtz, 2016, S. 62). Des Weiteren ist festzustellen, dass die Vorhersehbarkeit des Kundenverhaltens zurückgeht und auch eine klare Typologisierung und Segmentierung angesichts des immer noch zunehmenden Bedürfnisses nach Individualisierung und Personalisierung bei sich gleichzeitig verstärkender Preisorientierung schwierig ist (Wendt, 2012, S. 60–61).

Zusätzlich zu den technologischen und bedarfsseitigen Veränderungen wurde der Konvergenzprozess durch die weltweiten Liberalisierungsmaßnahmen auf den Telekommunikations- und Medienmärkten begünstigt (Götte, 2003, S. 25; Yoffie, 1997b, S. 8). Liberalisierung beschreibt den Abbau staatlicher Vorschriften hinsichtlich Preisgestaltung und Produktion sowie der Begrenzung des Marktzugangs auf einen oder wenige staatlich kontrollierte Anbieter (Götte, 2003, S. 25; Rockenhäuser, 1999, S. 29; Wendt, 2012, S. 57). Im Rahmen der ersten Stufe der Konvergenz kam es zu einer schrittweisen Deregulierung des zuvor weltweit durch staatlich geschützte Monopole gekennzeichneten Telekommunikationsmarktes (European Commission, 1997, S. 6; Fransman, 2010, S. 16; Götte, 2003, S. 42; Holznagel, 2007, S. 8; Zerdick, 2001, S. 73). So fiel in weiten Teilen der EU am 1. Januar 1998 und in den USA mit dem Telecommunication Act von 1996 in den meisten westlichen Ländern das Telefonmonopol (Rockenhäuser, 1999, S. 29–30; Zerdick, 2001, S. 77).¹⁷ Im Rundfunkbereich setzte der Liberalisierungstrend bereits in den 1970er Jahren mit den ersten Privatsendern ein (Götte, 2003, S. 25). In Deutschland gilt die Einführung des privaten Rundfunks 1984 als Meilenstein des heutigen dualen Rundfunksystems (Kaspar & Hagenhoff, 2003, S. 33). Trotz der Privatisierung und weiterer Liberalisierungsmaßnahmen unterliegt

¹⁷ Im Zuge der Liberalisierungsmaßnahmen bzw. des Telecommunication Acts kam es vermehrt zu M&A-Aktivitäten. Diese waren Gegenstand mehrerer Forschungsarbeiten im Bereich des Media Venturing (siehe Kap. 1.2.).

der Rundfunk in Deutschland aufgrund seiner grundgesetzlichen Aufgaben strikten Regeln. Diese Regeln sind im Wesentlichen im Rundfunkstaatsvertrag, den Landesrundfunkgesetzen sowie im Grundgesetz verankert (Wirtz, 1994, S. 10–15, 2016, S. 337–340). Eine Ausweitung der Regulierungsrichtlinien auf die neuen Wettbewerber klassischer Medienunternehmen bzw. der Abbau der Vorschriften zur Sicherstellung eines ‚fairen‘ Wettbewerbs ist eine im Zuge der Konvergenz kontrovers diskutierte Thematik (Fransman, 2010; Garcia-Munilo & MacInnes, 2002; o. A., 2016; Ring, 2006).¹⁸

Schließlich wurde die Konvergenz der TIME-Märkte durch die zunehmende Globalisierung und Wirtschaftsverflechtungen gefördert. Die OECD (o. J.) definiert Globalisierung als „ein[en] Prozess, durch den Märkte und Produktion in verschiedenen Ländern immer mehr voneinander abhängig werden.“ Angesichts der durch den technologischen Fortschritt und die Deregulierung der Märkte ausgelösten Eintritt neuer nationaler, aber auch internationaler Konzerne und aufgrund der wachsenden internationalen Verflechtungen durch Beteiligungen und Kooperationen werden das Geschäft und die Branchenentwicklungen der TIME-Unternehmen zunehmend von global agierenden Konzernen bestimmt (Götte, 2003, S. 25; Wendt, 2012, S. 62; Zerdick, 2001, S. 81).

2.3 Branchendefinition und -abgrenzung

Durch die Konvergenzentwicklung und die zunehmend heterogenen Unternehmen mit Aktivitäten in verschiedenen TIME-Sektoren (siehe Kap. 2.2) ist eine Abgrenzung zwischen den Sektoren Telekommunikation, Unterhaltungselektronik, Internettechnologie sowie Medien und Entertainment (M&E) nur noch bedingt möglich (Hagenhoff, 2003, S. 45, 2003, S. 12–14; Stobbe & Just, 2006, S. 7; Wendt, 2012, S. 22; Wirtz, 2016, S. 60). Bisherige Forschungsarbeiten nutzen zur Branchenabgrenzung unterschiedliche Kriterien, wie zum Beispiel die Leistungsausrichtung, Produkte, Marktregulierungen, Technologien oder die Stellung der jeweiligen Unternehmen innerhalb der Wertschöpfungskette. Dabei zeigt sich, dass jedoch auch hinsichtlich der Abgrenzungskriterien unterschiedliche Auffassungen bestehen (Owers, Carveth & Alexander, 2004, S. 4–6; Wirtz, 2016, S. 15). Mit Bezug auf die Wertschöpfungskette existieren beispielsweise für Medienunternehmen eng gefasste Definitionen, nach denen ein Unternehmen nur dann ein Medienunternehmen darstellt, wenn es im Rahmen des Content-Packaging Vorprodukte, Information, Unterhaltung und Werbung zu einem marktreifen Endprodukt

¹⁸ Trotz der Relevanz der regulatorischen Aspekte im Rahmen der Konvergenz sind diese nicht Gegenstand der Arbeit. Für eine ausführlichere Debatte wird auf die angegebene Literatur und die dortigen Quellen verwiesen.

kombiniert oder selbstständig Inhalte erstellt (z. B. Sjurts, 2005, S. 7). Demgegenüber existieren weitgefaste Definitionen, die alle rechtlichen Einheiten als Medienunternehmen bezeichnen, die in der Wertschöpfungskette von Medienprodukten oder Inhalten eine nennenswerte Rolle bei der Konzeption, Produktion, Bündelung oder Distribution spielen (z. B. Gläser, 2010, S. 69). Als weitere Variante unterscheidet Hess (2014) hinsichtlich Medienunternehmen zwischen dem ‚Publishing-Broadcasting Approach‘ für klassische, auf Inhalte fokussierte Print- und Rundfunkmedien und dem ‚Platform Approach‘ für online- bzw. plattformgetriebene Medienunternehmen (z. B. YouTube). Unabhängig von der Ausprägungsform klassifiziert Hess Unternehmen beider Varianten sowie hybride Mischformen als Medienunternehmen: „media companies [are] organizers of public, media-based communication which today operate as content providers [broadcasting-approach], as platform operators [platform approach], or in hybrid forms“ (Hess, 2014, S. 6).

Angesichts der heterogenen Anbieterstruktur von Medienprodukten und der Zielsetzung, branchenspezifische Unterschiede innerhalb der CVC-Investmentansätze von TIME-Unternehmen aufzudecken, wird in der vorliegenden Arbeit hinsichtlich der ursprünglichen Definitionen der einzelnen TIME-Sektoren differenziert.¹⁹ So fokussieren sich im Allgemeinen die Unternehmen der Internettechnologie- und Telekommunikationsbranche auf infrastrukturelle Aktivitäten, während klassische Medienunternehmen die Produktion und Verbreitung von Inhalten als Hauptaktivitäten aufweisen (Zerdick, 2001, S. 48). Anders ausgedrückt, erfasst die vorliegende Arbeit als klassische Medienunternehmen Verlage, TV- und Radiounternehmen und Produzenten von Teilprodukten wie Werbeagenturen, Filmstudios und Musikverlage. Dem stehen die Unternehmen der Telekommunikations- und Internettechnologiebranche mit traditionell primär infrastrukturbasierten Angeboten sowie die auf die Herstellung von Elektrogeräten spezialisierten Unternehmen der Unterhaltungselektronikbranche gegenüber. Zur Umsetzung der Definitionen und zur Abgrenzung wird im Zuge der empirischen Erhebung auf NACE-Industriecodes zurückgegriffen. Tabelle 3 fasst die für die Arbeit geltenden Branchendefinitionen und Abgrenzungen innerhalb der TIME-Branche zusammen.²⁰

¹⁹ In Bezug auf die ursprüngliche Branchenabgrenzung der TIME-Märkte siehe Tabelle 3 sowie Gerpott (2003b); Götte (2003); Schlohmann (2012); Wendt (2012); Zerdick (2001).

²⁰ Neben dem in der Arbeit gewählten pragmatischen und datengetriebenen Ansatz zur Differenzierung existieren vielfältige weitere Möglichkeiten zur Unterscheidung von Medienunternehmen. So finden sich Differenzierungen hinsichtlich der Distribution (elektronisch, nicht elektronisch) oder des Erstellungsprozesses (einmalig, kontinuierlich). Ein weiterer beliebter Ansatz zur Differenzierung zwischen etablierten und neuen Marktteilnehmern ist das 4- bzw. 5-C-Modell zur Klassifizierung von digitalen Geschäftsmodellen. So wird die Medienbranche nach Content,

Tabelle 3: Branchendefinition & -abgrenzung

TIME-Branche			
Die TIME-Branche umfasst alle Unternehmen der klassischen Medien (Print, TV, Radio) inkl. ihrer Teilproduzenten (Musikverlage, Filmstudios, Agenturen, Nachrichtenagenturen etc.) sowie alle Betriebe der Internettechnologie-, Unterhaltungselektronik- und Telekommunikationsbranche.			
Sub-Branchen	Definition	Unternehmenskategorien	Unternehmensbeispiele
M&E	Alle Unternehmen, die primär Informations- und Unterhaltungsinhalte generieren, bündeln oder vermarkten bzw. distribuieren, werden zum Bereich <i>M&E</i> gezählt. Dabei schließt die Branche zusätzlich zu den Unternehmen aus dem Bereich des Publishings und Rundfunks auch Produzenten von Teilprodukten wie Werbeagenturen, Filmstudios und Musikverlage mit ein. Branchencodes: 18.**, 58.**, 59.**, 60.**, 63.9*, 73.1*	<ul style="list-style-type: none"> • Publishing • TV • Radio • etc. 	<ul style="list-style-type: none"> • Axel Springer • ProSieben • Sat.1 • Time Warner • Bertelsmann • Burda Media
IT	Im weitesten Sinne beschreibt der Sektor alle Unternehmen, die Produkte und Dienstleistungen auf Basis von digitaler Schalttechnik und Mikroelektronik herstellen bzw. anbieten (Wendt, 2012, S. 35). In der vorliegenden Arbeit umfasst die <i>Internettechnologiebranche</i> vor allem Unternehmen, die Dienstleistungen über das Internet anbieten. Branchencodes: 63.11, 63.12, 62.09	<ul style="list-style-type: none"> • Internet Provider • Hosting • Web-Portale • etc. 	<ul style="list-style-type: none"> • Google • Yahoo • AOL

Commerce, Context, Connection und Community getrennt. Durch den Konvergenzprozess ist eine eindeutige Zuordnung von Medienunternehmen hinsichtlich der fünf Geschäftsmodelltypen jedoch nicht möglich, weshalb auf die Branchenklassifizierung gemäß der TIME-Märkte zurückgegriffen wurde. Siehe hierzu und explizit zum 4- und 5-C-Modell u. a. Sigler (2010); Wirtz (2016).

Sub-Branchen	Definition	Unternehmenskategorien	Unternehmensbeispiele
Telekom	<p>Als <i>Telekommunikation</i> wird im weitesten Sinne die analoge oder digitale Übertragung von Daten jeglicher Art (Bild, Ton, Text, Video etc.) verstanden (Götte, 2003, S. 40; Zerdick, 2001, S. 73). Hierzu gehören sowohl das Bereitstellen der Netzinfrastruktur wie der Betrieb der Kommunikationsnetze (Hagenhoff, 2003, S. 5). Entsprechend gehören zur Telekommunikationswirtschaft alle privaten und öffentlichen Unternehmen die Produkte und Dienstleistungen herstellen, die eine solche Übertragung zwischen mindestens einem Sender und einem Empfänger unabhängig von der räumlichen Distanz zwischen den Kommunikationspartnern ermöglichen. Trotz dieser weitgreifenden Definition werden als Telekommunikationsunternehmen im engeren Sinne jedoch hauptsächlich nur Telekommunikationsausrüster, -netzbetreiber und -dienstleister gezählt (Gerpott, 2003b, S. 1207).</p> <p>Branchencodes: 46.52, 47.42, 95.12, 26.3*, 61.**</p>	<ul style="list-style-type: none"> • TK-Ausrüster • TK-Netzbetreiber • TK-Dienstleister • Kabel- und Satellitennetzbetreiber • etc. 	<ul style="list-style-type: none"> • AT&T • British Telecom • Comcast • Deutsche Telekom • Japan Telecom
CE	<p>Der Bereich der <i>Unterhaltungselektronik</i> umfasst alle Unternehmen, deren primäre Geschäftstätigkeit die Herstellung von Produkten wie Rundfunkempfängern, HiFi-Anlagen, mobilen Audiogeräten (MP3-Playern, CD, DVD), Videorecordern, Videokameras und Spielekonsolen beinhaltet (Götte, 2003, S. 60–61; Rockenhäuser, 1999, S. 81).</p> <p>Branchencodes: 26.2*, 26.4*, 47.43, 95.21, 26.8*, 46.51, 47.41</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Retail von Computern • Retail von Audio- und Video-geräten • etc. 	<ul style="list-style-type: none"> • Apple • Nintendo • Sony

3. Theoretische Grundlagen

Ziel des Kapitels ist es, durch die Verknüpfung von Corporate Venture Capital als zentrales Konstrukt des Corporate Entrepreneurships mit den ressourcenbasierten Theorien des strategischen Managements zur theoretischen Fundierung von CVC beizutragen. Hierzu wird zunächst CVC als Gegenstand des Corporate Entrepreneurships eingeführt, bevor auf die vielfältigen Eigenschaften und Besonderheiten von Corporate Venture Capital eingegangen wird (3.1). Anschließend werden die Grundlagen des strategischen Managements erläutert (Kap 3.2) und auf die Perspektiven des Resource-based View (Kap. 3.2.1) und Dynamic Capability View (Kap. 3.2.2) eingegangen. Abschließend werden die verschiedenen Ansätze zusammengeführt, indem CVC als dynamisches System aus mehreren Dynamic Capabilities („Organizational Drivetrain“) zur Anpassung an sich verändernde Unternehmensumwelten definiert wird (Kap. 3.3).

3.1 Corporate Venture Capital

Corporate Entrepreneurship umfasst alle Unternehmensprozesse etablierter Unternehmen zur Identifizierung, Bewertung und Erschließung von unternehmerischen Möglichkeiten. Ziel der Prozesse ist dabei nicht nur die Erneuerung bestehender, sondern auch die Erschließung neuer Geschäftsaktivitäten zur Sicherstellung der Wettbewerbsfähigkeit (Fuchs, 2013, S. 4; Ireland, Covin & Kuratko, 2009, S. 21; Morris et al., 2007, S. 24; Müller, Fueglistaller, Müller & Volery, 2016, S. 390). Mit diesem Fokus auf unternehmerischen Prozessen zur Aufrechterhaltung der Wettbewerbsfähigkeit steht Corporate Entrepreneurship an der Gabelung zwischen Entrepreneurship und strategischem Management (Zahra et al., 2013a, S. 358). Dabei zielt Entrepreneurship primär auf die Identifizierung und Erschließung von Optionen ab, während das strategische Management die Bildung und Verteidigung von Wettbewerbsvorteilen anstrebt (Hitt, Ireland, Sirmon & Trahms, 2011, S. 59). Im Sinne des strategischen Managements besteht der Auftrag des Corporate Entrepreneurships somit in der Implementierung eines unternehmerischen Denkens und Handelns zur Identifikation neuer Möglichkeiten, die anschließend durch geeignete Maßnahmen in Wettbewerbsvorteile überführt werden (Haid, 2004, S. 293; Kuratko, 2009, S. 421–423).²¹

²¹ An dieser Stelle sei darauf hingewiesen, dass die Corporate Entrepreneurship Forschung durch eine Vielzahl an teilweise synonym, aber auch konträr verwendeten Begriffen gekennzeichnet ist. Für eine weiterführende Diskussion der Begriffsursprünge sowie Vor- und Nachteile der je-

Ein zunehmend an Bedeutung gewinnendes und zentrales Konstrukt des Corporate Entrepreneurships ist Corporate Venture Capital (Corbett, Covin, O'Connor & Tucci, 2013, S. 813).²² Im Allgemeinen wird Corporate Venture Capital als (Minderheits-)Beteiligungen von etablierten Unternehmen an jungen, unabhängigen und innovativen Start-ups definiert (Dushnitsky & Shaver, 2009, S. 1046; Keil, 2002; Napp & Minshall, 2011, S. 27; Van de Vrande, Vareska & Vanhaverbeke, 2013, S. 1020). Diese Eigenkapitalbeteiligungen durch etablierte Unternehmen zielen dabei darauf ab, von den unternehmerischen Fähigkeiten und der Flexibilität junger Start-up-Unternehmen zu profitieren und damit neue innovative Ideen außerhalb der starren Hierarchien von Großkonzernen zu erschließen (Müller et al., 2016, S. 895; Stein & Klein, 2005, S. 585).²³ Im Vergleich zu anderen externen Ventureformen wie Akquisitionen, Allianzen und Joint Ventures sind CVC-Investments aufgrund der geringeren Investitionssummen flexibler und beinhalten ein geringeres Risikopotenzial (Benson & Ziedonis, 2009; Lee & Kang, 2015; Van de Vrande, Vareska, Vanhaverbeke & Duysters, 2009; Van de Vrande, Vareska & Vanhaverbeke, 2013).

Aufbauend auf der zunehmenden Relevanz von CVC als zentralem Konstrukt des Corporate Entrepreneurships (Corbett et al., 2013, S. 813) und dem in den letzten Jahren zugenommenen CVC-Einsatz (Kap. 1), wird im folgenden Kapitel detaillierter auf das CVC-Konzept eingegangen. Hierzu wird zunächst CVC von anderen bzw. verwandten Konzepten aus dem Bereich des Private Equity abgegrenzt und eine CVC-Arbeitsdefinition geschaffen (Kap. 3.1.1). Anschließend werden die historische Entwicklung der CVC-Aktivitäten (Kap. 3.1.2), deren mannigfaltige Zielsetzungen (3.1.3) und die verschiedenen Investitionsarten bzw. Organisationsformen (Kap. 3.1.4) sowie der CVC-Investitionsprozess (Kap. 3.1.5) erläutert. Die Erläuterungen bilden die Basis

weiligen Verwendungen sei auf die relevante Literatur u. a. bei Antoncic & Hisrich, 2004; Ginsberg & Hay, 1994; Guth & Ginsberg, 1990; Morris, Kuratko & Covin, 2007; Schindehutte & Morris, 2009; Sharma & Chrisman, 1999; Van Rensburg, Deryck J., 2013 verwiesen.

²² Als zweites Konstrukt nennen Corbett et al. die Entrepreneurial Orientation (EO). EO beschreibt die Neigung eines Unternehmens zur Förderung und Verfolgung von sich bietenden Möglichkeiten (Zahra et al., 2013, S. 364). Dabei werden hauptsächlich die auf Miller (1983) zurückgehenden Dimensionen Innovativität, Risikobereitschaft und Proaktivität als Analyseebene verwendet. Mit dem Fokus der Arbeit auf CVC-Aktivitäten wird im Folgenden das EO-Konzept nicht weiter explizit berücksichtigt. Für eine umfassende Diskussion des EO-Konzeptes sei u. a. auf die Arbeiten von Covin & Lumpkin (2011); Covin, Green & Slevin (2006); George (2011); George & Marino (2011); Kreiser, Marino & Weaver (2002); Saly (2001) verwiesen.

²³ Eine ausführliche Diskussion der CVC-Zielsetzungen findet sich in Kap. 3.1.3. Für eine Gegenüberstellung der charakteristischen Unterschiede zwischen Start-ups und etablierten Unternehmen siehe u. a. Morris et al. (2007); Nathusius (1979); Röper (2004); Stein & Klein (2005).

für die empirische Untersuchung sowie die Klassifizierung von CVC als Organizational Drivetrain.

3.1.1 Abgrenzung des CVC-Konzeptes

Im folgenden Kapitelabschnitt wird ein für die Arbeit geltendes Begriffsverständnis von Corporate Venture Capital entwickelt. Hierzu werden die Begriffe Private Equity, Venture Capital und Buyout voneinander abgegrenzt (3.1.1.1). Anschließend werden – aufbauend auf der Beschreibung der Finanzierungs- bzw. Entwicklungsphasen von Start-up-Unternehmen (Kap. 3.1.1.2) und anhand der Erläuterung des klassischen Venture-Capital-Geschäftsmodelles (Kap. 3.1.1.3) – die wesentlichen Unterschiede zwischen Venture Capitalists und Corporate Venture Capitalists dargestellt. Aus diesen Darstellungen wird das in der Arbeit vorherrschende CVC-Verständnis abgeleitet (Kap. 3.1.1.4).

3.1.1.1 Begriffsverständnis Private Equity & Venture Capital

Der Begriff ‚Private Equity‘ (PE) ist innerhalb der wissenschaftlichen Forschung wie auch in der Praxis uneinheitlich definiert (Hess, 2007, S. 27; Landau, 2010, S. 21; Neubecker, 2006, S. 13). So definiert beispielsweise Wright (2013, S. 1) Private Equity generell als Risikokapital, „ranging from start-up financing to the purchase of larger, mature quoted companies“, während die European Private Equity & Venture Capital Association (EVCA) PE auf Eigenkapitalbeteiligungen an nicht börsennotierten Unternehmen beschränkt (EVCA, o. J.c).²⁴ Trotz dieser Unterschiede entwickelte sich in den letzten Jahren ein Konsens bezüglich der Unterteilung des PE-Begriffes einerseits in Venture Capital und andererseits in Buyouts als Private Equity im engeren Sinne (Boué, Kehlbeck & Leonhartsberger-Heilig, 2012, S. 44; Gilligan & Wright, 2014, S. 14; Poser, 2003, S. 36; Zipser, 2008, S. 12). So wird in Abhängigkeit von Zeitpunkt, Umfang und Wachstumspotenzial des Investitionsobjektes zwischen Venture Capital als, langfristiger Minderheitsbeteiligung an jungen Unternehmen mit hohem Wachstumspotenzial, und Buyouts, als Erwerb von Mehrheitsbeteiligungen an reiferen Unternehmen mit dem Ziel eines Eigentümerwechsels, unterschieden (EVCA, o. J.b, S. 10;

²⁴ Das fehlende einheitliche Begriffsverständnis erschwert eine deutsche Übersetzung der Begriffe Private Equity, Venture Capital und Buyouts. Am häufigsten werden die Begriffe mit dem deutschen Begriff ‚Beteiligungskapital‘ übersetzt. Weitere häufige Übersetzungen sind jedoch auch Risiko- oder Wagniskapital. Allzu freie Übersetzungen sorgen dabei häufig für Missverständnisse oder betonen das Risiko der Investitionsformen stark, ohne die gegenüberstehenden Chancen zu berücksichtigen (Neubecker, 2006, S. 12; Schween, 1996, S. 13–16). In der vorliegenden Arbeit werden deshalb entweder die angloamerikanischen Begriffe oder der neutrale Begriff des Beteiligungskapitals verwendet.

Landau, 2010, S. 43; National Venture Capital Association, 2016, S. 106; Wright, 2013, S. 1; Zipser, 2008, S. 14).²⁵

Der Umfang der beiden Begriffe Venture Capital und Buyouts wird in Europa und den USA unterschiedlich abgegrenzt (siehe Abbildung 3). So werden in Europa z. B. Management-Buy-Outs (MBO) und Management-Buy-Ins (MBI) als Venture Capital Investments klassifiziert, während in den USA die beiden Investmentformen als Buyouts deklariert werden (Hess, 2007, S. 27; Macharzina & Wolf, 2012, S. 762; Poser, 2003, S. 36). Eine Begründung für die Berücksichtigung von MBOs und MBIs als VC-Investitionen ist laut Schefczyk (2006, S. 8), dass die Personenbezogenheit und der niedrige Investitionsumfang beider PE-Formen eher VC- als Buyout-Finanzierungen ähneln. In der Forschungsliteratur und Praxis überwiegt jedoch das US-amerikanische Begriffsverständnis (BVK, 2015; Röper, 2004, S. 24), das entsprechend auch in der vorliegenden Arbeit angewandt wird. Folglich wird Venture Capital als langfristige Minderheitsbeteiligung an jungen Unternehmen innerhalb der Seed-, Early-Stage-, Expansion- oder Later-Stage-Phase verstanden, während unter Buyouts alle anderen Eigenkapitalinvestitionen wie z. B. Leverage-Buy-Outs, MBOs, MBIs und Turnaround-Finanzierungen zusammengefasst werden.²⁶

Private Equity				
Venture Capital (US-amerikanisches Verständnis)				Development Capital
Venture Capital (europäisches Verständnis)				
Seed	Early Stage	Expansion	Later Stage	<ul style="list-style-type: none"> - Bridge-Financing - MBO/ MBI Financing - Turnaround-Financing

Abbildung 3: Europäisches vs. US-amerikanisches Venture Capital Begriffsverständnis

Quelle: In Anlehnung an Röper (2004, S. 23)

²⁵ Neben Venture Capital und Buyouts wird in einigen Arbeiten die Mezzanine-Finanzierung zur Private Equity hinzugezählt. Mezzanine-Finanzierungsformen sind eine Mischform, die sowohl Eigen- wie auch Fremdkapitalcharakteristiken aufweisen. Zu PE gehören insbesondere die Mezzanine, die einen hohen Eigenkapitalcharakter besitzen. Mezzanine-Finanzierungsmodelle sind aus Investorensicht i. d. R. weniger risikobehaftet, da sie häufig mit hohen Rückzahlungsverpflichtungen und Zinssätzen versehen sind. In der vorliegenden Arbeit werden Mezzanine als Sonderform nicht weiter betrachtet. Siehe hierzu: Grummer & Brorhilker (2012); Landau (2010, S. 22).

²⁶ Eine ausführliche Beschreibung der einzelnen Finanzierungsphasen findet sich im nachfolgenden Kapitel 3.1.1.2

3.1.1.2 Finanzierungs- und Entwicklungsphasen

In Anlehnung an das Lebenszykluskonzept haben sich in der Literatur verschiedene Systematiken zur Einteilung der Finanzierungs- und Entwicklungsphasen von Start-up-Unternehmen entwickelt (Dauderstädt, 2013, S. 19; Ehlers & Rau, 2014, S. 66; Landau, 2010, S. 21; Schefczyk, 2006, S. 24). Im Allgemeinen wird zwischen Früh-, Wachstums- und Spätphasenfinanzierung unterschieden. Trotzdem divergieren die Bezeichnungen der Finanzierungsphasen stark zwischen den verschiedenen Autoren und Organisationen (siehe Tabelle 4). In Anlehnung an die in Kapitel 3.1.1.1 angeführte VC-Definition gilt für die vorliegende Arbeit die Beschreibung der Finanzierungsphasen gemäß der US-amerikanischen National Venture Capital Association (2014, S. 115–116):²⁷

Tabelle 4: Ausgewählte Systematiken der Finanzierungsphasen

	Landau (2010, S. 23)	Schefczyk (2006, S. 24–25)**	Boué et al. (2012, S. 48)	NVCA 2015(2015, S. 119–120)	EVCA (o. J.a)/ BVK (2014, S. 3)	BVK (2003, S. 35–36)
Frühphasen- finanzierung	Seed	Seed	Seed	Seed	Seed	Seed
			Start-up			
	Start-up	Start-up	First stage	Early	Start-up	Start-up
Wachstums- finanzierung	Expansion	Expansion	Second Stage	Expansion	Later-Stage	Expansion
			Third Stage			
	Bridge		Fourth Stage		Growth	
Spätphasen- finanzierung	Classic Buyout	Bridge	Buyout Stage	Later-Stage	Buyout	Bridge
	Turnaround Buyout		Take Private Stage	MBO/LBO		MBO/M BI

²⁷ Die nachstehenden Ausführungen beschränken sich auf die Entwicklungsphasen von Venture Capital (siehe Kap. 3.1.1.1). Für eine nähere Erläuterung der verschiedenen Sonderformen sei auf die entsprechende Literatur verwiesen: BVK (2003); EVCA (o. J.a); Meuleman, Amess, Wright & Scholes (2009); National Venture Capital Association (2014); Schefczyk (2006).

	Landau (2010, S. 23)	Schefczyk (2006, S. 24– 25)**	Boué et al. (2012, S. 48)	NVCA 2015(2015, S. 119–120)	EVCA (o. J.a)/ BVK (2014, S. 3)	BVK (2003, S. 35–36)
Sonder- formen*		LBO		Recap/ Turna- round	Turna- round	LBO
		Replace- ment		Second- ary Buy- out	Replace- ment	Replace- ment
		Turna- round		Acquisi- tion Financing		Turna- round
				Acquisi- tion for Ex- pansion		

**Sonderformen lassen sich nicht eindeutig in einen zeitlichen Ablauf einordnen; ** Der zeitlichen Einordnung von Schefczyk (2006, S. 24-25) folgen u.a. auch Ehlers & Rau (2014, S. 65); Neubecker (2006, S. 81)*

Quelle: Eigene Darstellung

- **Seed:**
Unternehmen in der Seed-Phase befinden sich in der unmittelbaren Gründungsphase. Investoren stellen in dieser Phase Kapital bereit, um eine erste Idee voranzutreiben, umzusetzen und einen etwaigen Prototyp zu entwickeln. Ziel der Finanzierung ist die Transformation einer Idee zu einem durch Markt- und Kundenanalysen gestützten Geschäftskonzept (BVK, 2003, S. 35; Grummer & Brorhilker, 2012; Schefczyk, 2006, S. 24). Charakteristisch für Unternehmen der Seed-Phase ist ein i. d. R. geringer Unternehmenswert bei hohem Wachstumspotenzial. Folglich ist im Verhältnis zu späteren Finanzierungsphasen die durchschnittliche Investitionssumme relativ gering, wobei gleichzeitig ein erhöhtes Ausfallrisiko besteht (Hipp, 2003, S. 259).

- **Early-Stage:**
Im Vergleich zur Seed-Phase ist in der Early-Stage-Phase die Produktentwicklung weitestgehend abgeschlossen. In der Regel sind die Unternehmen in dieser Phase nicht länger als drei Jahre am Markt vertreten (National Venture Capital Association, 2015, S. 119). Typische Maßnahmen der Early-Stage-Phase sind die Entwicklung erster Marketingaktivitäten und der Aufbau der Produktionsstätten (BVK, 2003, S. 35; Schefczyk, 2006, S. 24). Den durch den Geschäftsaufbau entstehenden hohen Aufwendungen stehen nur langsam wachsende Einnahmen gegenüber. Entsprechend ist frisches externes Kapital von z. B. (C)VC-Investoren zur Deckung der Aufwendungen notwendig (Boué et al., 2012, S. 50–52). Zusätzlich zu der Kapitalbedarfsdeckung ist die größte Herausforderung für Early-Stage-Unternehmen die Beschaffung von geeignetem Führungs- und Fachpersonal (Ehlers & Rau, 2014, S. 67).
- **Expansion:**
Investitionen in Unternehmen innerhalb der Expansion-Phase dienen hauptsächlich zur Wachstumsfinanzierung von Start-ups rund um den Break-Even-Point (BVK, 2003, S. 35; Schefczyk, 2006, S. 24). Die in dieser Phase eingeworbenen Finanzmittel werden überwiegend für den Ausbau der Produktionskapazitäten, zur Produktdiversifizierung oder Marktausweitung eingesetzt (BVK, 2003, S. 35). Das Ausfallrisiko für ein Investment sinkt überproportional stark, da bereits ein erstes Produkt und ein Kundenstamm vorhanden sind (Ehlers & Rau, 2014, S. 68).²⁸ Einhergehend mit dem geringeren Risiko sinkt i. d. R. auch das Wachstumspotenzial. Des Weiteren übersteigen in den meisten Fällen die notwendigen Investitionssummen das Investmentvolumen einzelner Investoren. Dies hat zur Folge, dass es in der Expansionsphase häufig zu mehreren Finanzierungsrunden und zu einem Anstieg der Anzahl an institutionellen Investoren kommt (Ehlers & Rau, 2014, S. 68; Hipp, 2003, S. 259; National Venture Capital Association, 2015, S. 119).

²⁸ In diesem Zusammenhang wird häufig auch von einem erfolgten ‚Proof of Concept‘ gesprochen.

- **Later-Stage:**
Mit dem Übergang in die Spätphasenfinanzierung nimmt das Investitionsrisiko weiter ab (Ehlers & Rau, 2014, S. 59). Unternehmen in der Later-Stage-Phase zeichnen sich durch eine stabile Wachstumsrate und einen meist positiven Cashflow aus. Herausforderungen in der Later-Stage-Phase bestehen insbesondere in der Erschließung neuer Teilmärkte sowie in der Vorbereitung des Unternehmens auf einen etwaigen Börsengang (National Venture Capital Association, 2014, S. 115).

Die Beschreibungen der Finanzierungsphasen zeigen, dass eine eindeutige Zuordnung eines konkreten Start-up-Unternehmens zu einer der Finanzierungsphasen nicht immer möglich ist. Des Weiteren legen die Beschreibungen dar, dass Start-up-Unternehmen nicht nur Kapital, sondern vor allem auch Managementberatung und Netzwerkkontakte zum Ausbau ihres Unternehmens benötigen. Wegen der Bereitstellung solcher als ‚Value-added‘ bezeichneten Zusatzleistungen wird Venture Capital auch als Smart Capital bzw. Smart Money bezeichnet (Achleitner & Engel, 2002, S. 686; Boué et al., 2012, S. 44; Dauderstädt, 2013, S. 21).

Darüber hinaus offenbaren die Erläuterungen zu den Finanzierungsphasen, dass sich mit der zunehmenden Etablierung des Start-up-Unternehmens für Investoren der sogenannte ‚Risk-Return-Tradeoff‘ bzw. die ‚Verlust-Rendite-Ratio‘ verschiebt. So nimmt mit fortgeschrittener Entwicklungsphase das Risiko von CVC-Investitionen in eine Unternehmung sowie der zu erwartende Return on Investment ab (Poser, 2003, S. 121; Van de Vrande, Vareska & Vanhaverbeke, 2013, S. 1019, Van de Vrande, Vareska & Vanhaverbeke, 2013, S. 1019). Entsprechend liegt laut Poser (2003, S. 69) die angestrebte Internal Rate of Return von VC-Investoren in der Frühphasenfinanzierung bei 80 Prozent und in der Spätphasenfinanzierung zwischen 30–40 Prozent pro Jahr. Dabei scheuen institutionelle Investoren wie VCs und CVCs das hohe Risiko in der Frühphasenfinanzierung und werden meist erst in der Wachstumsphase aktiv (Aernoudt & San José, 2003, S. 282; Dushnitsky & Zur Shapira, 2010, S. 1002; MacMillan et al., 2008, S. 6). Die Frühphasenfinanzierung erfolgt somit meist durch die Gründer selbst oder informelle Investoren (z. B. Freunde, Familie, Business Angels²⁹), die den meist noch niedrigen Kapitalbedarf des Start-up-Unternehmens decken (Grummer & Brorhilker, 2012).

²⁹ In der Regel handelt es sich bei Business Angels um erfolgreiche Unternehmer, die aufgrund der eigenen Berufserfahrung über Gründungs-Know-how, eine Vielzahl an Kontakten und Kapital verfügen.

3.1.1.3 Venture Capital Geschäftsmodell

In der Regel bestehen unabhängige VC-Gesellschaften (IVC) aus einer Gruppe von Investmentmanagern (General Partner), die Kapital von institutionellen Investoren (Limited Partners) akquirieren und in einem Venture Capital Fonds bündeln (siehe auch Abbildung 4).³⁰ Typische Limited Partners sind Pensionsfonds, Versicherungen, Banken und Stiftungen, aber auch Handels- und Industrieunternehmen (Neubecker, 2006, S. 1; Poser, 2003, S. 48; Zider, 1998, S. 133). Das akquirierte Kapital wird in risikoreiche Geschäftsfelder bzw. Start-ups mit lukrativen Exit-Optionen investiert. Die durch die Veräußerung der Portfoliounternehmen erzielten Gewinne werden an die institutionellen Investoren ausgeschüttet, wobei üblicherweise 20 Prozent von den General Partnern einbehalten werden („Carried Interest“). Bis auf eine jährliche Aufwandsentschädigung an die General Partner werden keine weiteren Beträge in Form von z. B. Zinsen oder Dividenden ausgeschüttet. Der Investitionserfolg von IVCs bemisst sich ausschließlich an der Veräußerung der Investments. Die Exit-Strategie hat somit eine überproportionale Bedeutung für IVCs (Dauderstädt, 2013, S. 21), weshalb diese ihre Aktivitäten zu meist auf Industrien und Unternehmen mit einer hohen Renditeerwartung bzw. Wertsteigerung fokussieren (Weber, 2005, S. 26). Zusammenfassend agiert die VC-Gesellschaft als Intermediär zwischen Investoren und Start-ups mit dem Ziel, durch Value-added-Leistungen eine Wertsteigerung des Unternehmens zu erreichen und diese durch eine Veräußerung, abzüglich der Aufwandsentschädigung und des Carried Interests, an die Investoren weiterzugeben (Dauderstädt, 2013, S. 18; Dushnitsky, 2012, S. 158; Ernst et al., 2005, S. 31; Schefczyk, 2006, S. 11; Zider, 1998, S. 135).

³⁰ Die folgenden Ausführungen zum Venture-Capital-Konstrukt bzw. seinem Geschäftsmodell basieren, wenn nicht anders angegeben, auf den Ausführungen von Bygrave & Timmons (1992); Röper (2004); Zider (1998).

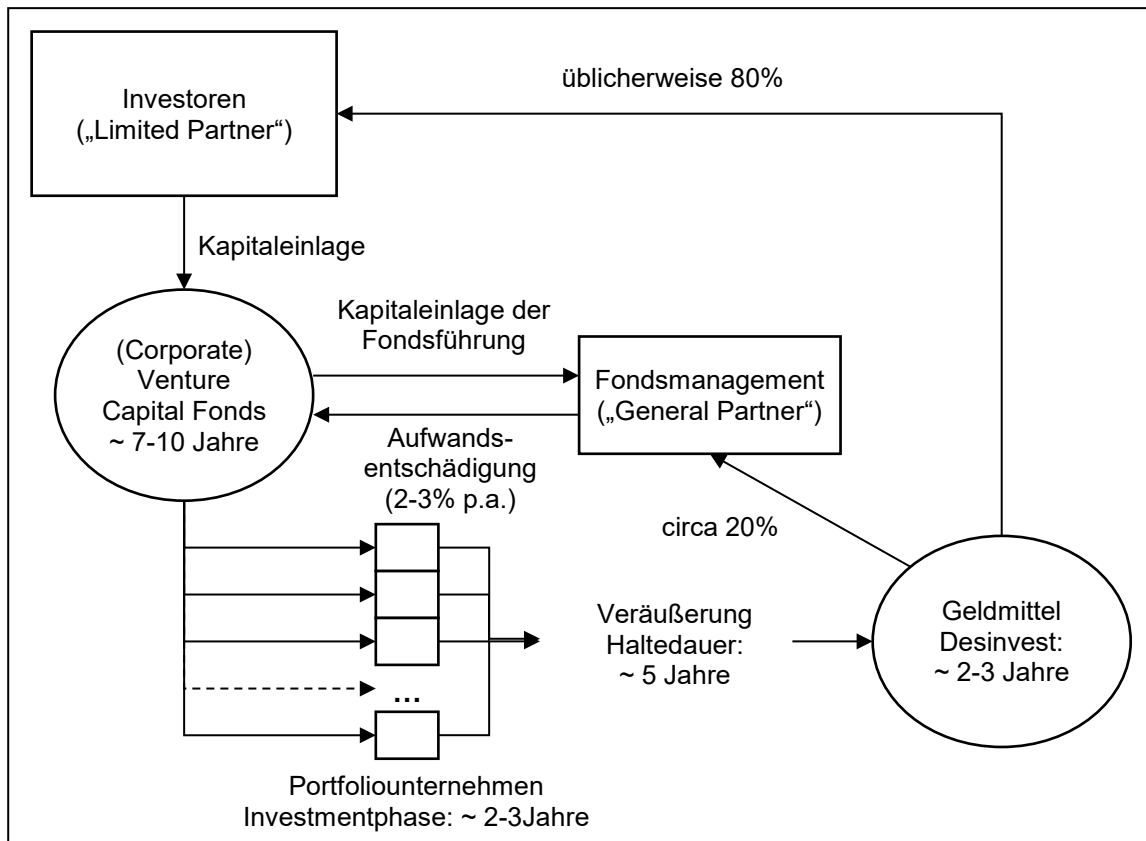


Abbildung 4: Fondsmechanismen von (Corporate) Venture Capital Investments

Quelle: In Anlehnung an Bygrave & Timmons (1992, S. 11); Röper (2004, S. 47); Zider (1998, S. 137)

Im Vergleich zum Fondskonstrukt unabhängiger Venture Capitalists ist bei CVC-Gesellschaften meist die jeweilige Konzernmutter der alleinige Limited Partner.³¹ CVC-Gesellschaften müssen somit keine Kapitalakquise an den Kapitalmärkten durchführen, sondern beziehen ihre Finanzmittel ad hoc oder im Rahmen der Budget- und Jahresplanung von der jeweiligen Konzerngesellschaft (Knyphausen-Aufseß, 2005, S. 25; Neubecker, 2006, S. 83). Aufgrund der Abhängigkeit von der Konzerngesellschaft werden Investitionen durch CVC-Gesellschaften meist nicht nur unter renditemaximierenden Gesichtspunkten getätigt, sondern beziehen auch strategische Zielsetzungen der Konzernmutter mit ein (BVK, o. J.; Luther & Broich, 2005, S. 146; Napp & Minshall, 2011, S. 30). Dies hat zur Folge, dass nicht alle CVC-Beteiligungen

³¹ Neben dem beschriebenen ‚klassischen‘ Fondskonstrukt gibt es verschiedene weitere CVC-Organisationsformen. So können etablierte Unternehmen z. B. auch als einer von mehreren Limited Partners oder als einziger Limited Partner von unabhängigen VC-Gesellschaften fungieren. Durch das Einsetzen einer VC-Gesellschaft als Intermediär wird in diesem Fall meist von indirekten CVC-Aktivitäten gesprochen. Siehe hierzu im Folgenden die Kap. 3.1.4.1 und Kap. 3.1.4.2.

unbedingt in einer Veräußerung enden müssen. So können z. B. finanziell nicht lukrative, aber strategisch relevante Beteiligungen – statt veräußert – in die Konzerngesellschaft integriert werden (Brinkrolf, 2002, S. 23; Schween, 1996, S. 21–23).³²

3.1.1.4 Arbeitsdefinition von Corporate Venture Capital

In den vorherigen Kapitelabschnitten wurde Corporate Venture Capital als VC-Investitionen in junge, innovative Start-up-Unternehmen durch etablierte Unternehmen definiert, wobei durch das Involvement einer einzigen Konzerngesellschaft als Limited Partner – neben den finanziellen Interessen klassischer VCs – vor allem strategische Zielsetzungen verfolgt werden. Die Betonung von strategischen Zielsetzungen zur Abgrenzung von CVC gegenüber IVCs nimmt als einer der ersten Sykes (1990, S. 45) vor: „Unlike independent venture capital funds, most corporations do not make venture capital investments primarily for investment return.“ Mittlerweile ist die strategische Bedeutung von CVC-Investments ein Teilaspekt der meisten CVC-Definitionen. So definiert z. B. Kann (2001, S. 2–3) CVC als „equity investments in privately held entrepreneurial firms by established corporations, usually motivated by strategic interest“ und Battistini et al. (2013, S. 32) sehen CVC-Gesellschaften als Organisationseinheiten „with the mandate to make strategic investments in new business ventures“.

Neben dieser ‚Einheitsdefinition‘ von Corporate Venture Capital als strategisch motivierte Eigenkapitalbeteiligungen an Start-ups durch etablierte Unternehmen finden sich detailliertere definitorische Auseinandersetzungen mit den Eigenschaften von Corporate Venture Capital bei Schween (1996), Poser (2003), Röper (2004), Neubecker (2006), Napp & Minshall (2011) und Dushnitsky (2012). Die Eigenschaften von CVC lassen sich nach den Charakteristiken der Investition, des Start-up-Unternehmens, der Konzernmutter, des Beteiligungsverhältnisses, der Zielsetzung und sonstiger Eigenschaften unterscheiden. Die Definitionen bilden, ergänzend zu den vorherigen Ausführungen, die Grundlage für das der Arbeit zugrundeliegende Corporate Venture Capital Verständnis (siehe Tabelle 5).³³

³² Auf die Zielsetzungen von Corporate Venture Capital wird explizit in Kap. 3.1.3 eingegangen.

³³ Die Definitionen von Poser, Röper und Neubecker basieren auf der Definition von Schween und ergänzen diese um, aus der Sicht der Autoren, notwendige Aspekte. Die von Napp & Minshall und Dushnitsky angeführten Definitionen basieren auf einer Auswertung der aktuellen CVC-Literatur. Zusammen beleuchten die fünf CVC-Definitionen alle relevanten definitorischen Aspekte von CVC.

Tabelle 5: Übersicht Corporate Venture Capital Definitionen

Charakteristika...	der Investition	des Start-up Unternehmens	der Konzernmutter	des Beteiligungsverhältnisses	der Zielsetzung	Sonstige
<p>Schwen (1996, S. 21)</p>	<p>„Beteiligungskapital oder beteiligtes ähnliches Kapital“ „Langfristige Perspektive“</p>	<p>„[Kapital] das wachstums-trächtigen, technologisch innovativen, im Zielzustand rechtlich selbstständigen, kleinen und mittleren Unternehmen [...] zur Verfügung gestellt wird“</p>	<p>„etablierte Industrieunternehmen“</p>	<p>„Mutterunternehmen [übernehmen] auf direkten und indirekten Wegen auch eine Beratungsfunktion für das Management des Ventures und stellen optional auch ihre Reputation sowie Unterstützung in den Bereichen Beschaffung, Produktion oder Absatz zur Verfügung“</p>	<p>„Rendite erzielt [CVC] sowohl indirekt durch strategische Vorteile aus der Zusammenarbeit, als auch direkt durch Kapitalgewinne bei der Veräußerung“</p>	

Charakteristika...	der Investition	des Start-up Unternehmens	der Konzernmutter	des Beteiligungsverhältnisses	der Zielsetzung	Sonstige
Poser (2003, S. 86)	„CVC Investments [...] are equity investments [...] have a long-term but typically limited time focus [...] are] invested for the launch, early development or expansion of a business“	„privately held [...] high-growth companies [which] are legally independent entities [...] not originating from the investing company“	„Investing company pursues core business other than providing capital“	„Corporate Venture Capitalists provide active support for funded start-ups [...] and] exercise significant control over funded start-ups“	„Investing company has strategic objectives and does not only focus on maximizing the value of the investment portfolio“	„Investing companies generate a constant deal flow and evaluate it for potential investment opportunities [regular investments]“
Röper (2004, S. 27)	„(1) mittelbare oder unmittelbare, (2) zeitlich begrenzte (3) Kapitalbeteiligung mittels (4) Bereitstellung von Eigenkapital und/oder eigenkapital-ähnlichen Mitteln“	„(5) vorwiegend junge, (6) technologisch innovative, (7) nicht börsennotierte Unternehmen (8) kleiner und mittlerer Größe“	„(9) etablierte Industrie-/Serviceunternehmen die (10) nicht Finanzinstitutionen sind“	„Neben Kapital werden den Beteiligungsunternehmen [...] (12) Managementwissen und/ oder sonstige Unterstützungsleistungen zur Verfügung gestellt.“	„(11) [CVC Investments sind] finanziell und strategisch motiviert und müssen nicht auf den langfristigen Wertzuwachs der Portfoliounternehmen ausgerichtet sein“	Es handelt sich (13) nicht um die rein finanziell motivierte Anlage von Mitteln aus Pensionsfonds

Charakteristika...	der Investition	des Start-up Unternehmens	der Konzernmutter	des Beteiligungsverhältnisses	der Zielsetzung	Sonstige
<p style="text-align: center;">Neubecker (2006, S. 28–29)</p>	<p>„Eigenkapital- und/ oder eigenkapital-ähnliche Finanzierung (Minderheitsbeteiligung)“ „CVC wird Schwerpunkt-mäßig in Unternehmen, die sich in den Entwicklungsphasen Seed, Start-up und Expansion befinden, investiert“ „[...] zeitlich befristet, jedoch in der Regel mit etwas längerem Zeithorizont als bei rein renditeorientierten VCG“</p>	<p>„kleine und mittlere, nicht börsennotierte, wachstumsorientierte Unternehmen“</p>	<p>„Industrie- oder Dienstleistungsunternehmen außerhalb des Finanzsektors“</p>	<p>„Neben der Finanzierung wird das PU bei wichtigen Managementfragen beraten [...] Neben der Unterstützung durch die CVC-Einheit findet auch eine Unterstützung durch [...] das Mutterunternehmen statt“. „[Die Konzernmutter hat] umfangreiche, über ihre Kapitalanteile hinausgehende Kontroll- und Mitspracherechte“</p>	<p>„(...) im Gegensatz zum VC [liegen] strategische Ziele vor, die i.d.R. eine höhere Priorität als finanzielle Ziele haben“</p>	

Charakteristika...	der Investition	des Start-up Unternehmens	der Konzernmutter	des Beteiligungsverhältnisses	der Zielsetzung	Sonstige
Napp & Minshall (2011, S. 30)	„[...] specific form of direct, external corporate venturing. [...] The form of investment in the ventures is equity.”	„The start-ups receiving the investments are legally independent of the (corporate) investor and originate externally”	„CVC investments are made by [established] companies or their subsidiaries for whom finance is not a core business”		„Part of the return on investment is expected to be financial. [...] Part of the return on investment is expected to be strategic”	„The corporation has established a process by which to make a series of investments”
Dushnitsky (2012, S. 157-158)	„minority equity investment“	„funded ventures are privately held considerations and are independent (legally and otherwise) from the investing corporation“	„by an established corporation“		„while financial returns are an important consideration, there are often strategic objectives that motivate corporate venture capital activities”	„investments by financial firms aimed solely at diversifying their financial portfolios are not part of CVC activities”

Alle in Tabelle 5 erfassten CVC-Definitionen folgen dem zuvor festgestellten Grundverständnis von CVC als überwiegend strategisch motivierten Eigenkapitalbeteiligungen. Allerdings setzen die angeführten CVC-Definitionen bezüglich einzelner Untersuchungskategorien verschiedene inhaltliche Schwerpunkte, die im Folgenden zu spezifizieren sind. So betonen Schween und Röper die technologische, innovative Ausrichtung der CVC-Beteiligungsunternehmen. Während technologische Innovationen zwar einen häufigen Treiber von CVC-Investments darstellen, ist es aktuell primär die Etablierung neuer Geschäftsmodelle oder genauer die Entwicklung von Geschäftsmodellinnovationen, die etablierte Unternehmen vor neue Herausforderungen stellt (Engel, 2011, S. 42; Teece, 2007, S. 1327). Dementsprechend soll in der vorliegenden Arbeit ein weitreichender Technologiebegriff Anwendung finden. So werden unter dem Technologiebegriff nicht nur technologische Innovationen per se, sondern auch Geschäftsmodelle, Kundengruppen oder Absatzkanäle einer Unternehmung zusammengefasst (Clasen, 2013b, S. 42; Poser, 2003, S. 84). Zusätzlich wird auch die von Poser und Neubecker vorgeschlagene Beschränkung auf Venture Capital Investments in der Früh- und Wachstumsphase kritisch gesehen. Etablierte Start-up-Unternehmen der Later-Stage-Phase bieten zwar ein geringeres Wachstums-, dafür aber ein hohes Synergiepotenzial für die Konzernmutter (z. B. Nutzung/Auslastung von Produktionskapazitäten). Des Weiteren sind Later-Stage-Investments ein zentraler Bestandteil der US-amerikanischen VC-Definition und sollten somit auch innerhalb des Corporate Venture Capitals berücksichtigt werden.

Aus Sicht des Autors sind weitere wesentliche Ergänzungen der allgemeinen CVC-Definition der Ausschluss von finanziell motivierten Beteiligungen aus Pensionsfonds (Dushnitsky, 2012; Röper, 2004) und die regelmäßige Durchführung von Investments (Napp & Minshall, 2011; Poser, 2003). Einmalige CVC-Investitionen widersprechen dem Einsatz von CVC als umfassendem, strategischem Instrument zum Erkennen und Ausnutzen von unternehmerischen Möglichkeiten. Dasselbe gilt für die Einbeziehung von finanziell motivierten VC-Investments durch Pensionsfonds.

Aufbauend auf den vorherigen Ausführungen zu Private Equity bzw. Venture Capital und den diskutierten Definitionsansätzen zu Corporate Venture Capital soll folgende CVC-Arbeitsdefinition festgehalten werden.

Arbeitsdefinition:

1. Bei Corporate Venture Capital handelt es sich um regelmäßige, durch mittel- oder unmittelbare Bereitstellung von Eigenkapital oder eigenkapitalähnlichen Mitteln gekennzeichnete, zeitlich befristete (Minderheits-)Beteiligung an zumeist externen,
2. überwiegend jungen, innovativen, nicht an der Börse gelisteten Unternehmen kleiner und mittlerer Größe
3. durch etablierte Service- und Industrieunternehmen, die nicht aus dem Finanzsektor stammen bzw. deren Kerngeschäft nicht in der Kapitalbereitstellung liegt.
4. Ziel der Beteiligungen ist, durch die Bereitstellung von finanziellem Kapital und zusätzlichen Unterstützungsleistungen („Value-added“) sowie durch umfassende Kontroll- und Mitspracherechte bei der strategischen Ausrichtung des Portfoliounternehmens
5. neben einer finanziellen Rendite vor allem strategische Mehrwerte für die Konzernmutter zu generieren.

Im Vergleich zu klassischen VC-Investitionen unterscheiden sich CVC-Investitionen somit hinsichtlich folgender Punkte:³⁴ (1) Der meist einzige Limited Partner ist ein Service- oder Industrieunternehmen, das (2) neben einer finanziellen Rendite vor allem auch strategische Zielsetzungen verfolgt. (3) Die Unterstützungsleistungen beschränken sich nicht nur auf die möglichen Leistungen durch die CVC-Gesellschaft. Einzelne Personen, Entwicklungsteams oder ganze Organisationseinheiten der Konzernmutter können durch operative oder strategische Zusammenarbeit das Start-up-Unternehmen voranbringen. Ebenso können sie durch die Lösung operativer und strategischer Problemsituationen Synergien zwischen dem jungen und dem etablierten Unternehmen generieren. Zudem müssen (4) CVC-Beteiligungen nicht in einer zeitnahen Veräußerung der Beteiligung enden. Langfristige CVC-Investments oder eine Integration einer CVC-Beteiligung in die Organisation der Konzernmutter sind eine weitere Exit-Option.

³⁴ Siehe hierzu auch Neubecker (2006, S. 30); Schween (1996, S. 21–23).

3.1.2 Historische Entwicklung von CVC-Investmentaktivitäten

Eine Betrachtung der CVC-Aktivitäten der letzten Jahrzehnte zeigt einen wellenförmigen Verlauf. So gab es immer wieder Zeiträume mit stark zunehmenden Investmentaktivitäten etablierter Unternehmungen, gefolgt von nahezu ausbleibenden Aktivitäten auf dem VC-Markt. Ein kontinuierliches, langfristiges CVC-Engagement lässt sich, zumindest auf aggregiertem Niveau des CVC-Marktes, nicht beobachten (Bielsch, Brigl, Khanna, Ross & Schmiegl, 2012, S. 4; Dushnitsky, 2011, S. 48–49; Freese, 2006, S. 2).

Die Einflussfaktoren für die schwankenden CVC-Aktivitäten sind Gegenstand einer Vielzahl bisheriger CVC-Forschungsarbeiten (z. B. Anokhin et al., 2016; Basu et al., 2011; Dushnitsky & Lenox, 2006; Fulghieri & Sevilir, 2009; Gaba & Bhattacharya, 2012; Gaba & Meyer, 2008; Sahaym, Steensma & Barden, 2010). Als wesentliche externe Faktoren, die die CVC-Investmentanzahl beeinflussen, identifizieren die Autoren die allgemeine Situation an den Finanzmärkten, technologische Entwicklungszyklen sowie politische Entscheidungen bezüglich Deregulierungen, Steuervergünstigungen und Schutzrechten geistigen Eigentums. Des Weiteren investieren insbesondere Unternehmen in hochdynamischen Unternehmensumwelten in Start-up-Unternehmen. Ergänzend wird die Anzahl der CVC-Aktivitäten durch interne Faktoren der Unternehmung wie das Ressourcenprofil (freie Cashflows, umfassende Marketing- und Technologieressourcen), die Absorptionsfähigkeit³⁵ sowie die vorherigen Erfahrungen der Organisation und des Top-Managements mit CVC-Investments positiv beeinflusst (Anokhin et al., 2016, S. 4749; Basu et al., 2011, S. 166; Dushnitsky & Lenox, 2006, S. 948; Fulghieri & Sevilir, 2009, S. 1291; Sahaym et al., 2010, S. 376). Hinsichtlich der Wechselwirkung zwischen internen und externen Einflussfaktoren stellen Basu et al. (2011, S. 168) fest, dass sich in hochdynamischen Umwelten ‚ressourcenstarke‘ Unternehmen vermehrt auf ihre eigene Ressourcenstärke verlassen und weniger CVC-Investments tätigen als ihre ‚ressourcenärmeren‘ Konkurrenten. Zusätzlich zeigen Gaba & Meyer (2008, 988–994), dass die Nähe zu einem VC-Cluster, der zu erwartende Investmenterfolg der Venture Capitalists und das CVC-Verhalten der Wettbewerber die Anzahl an Investments positiv beeinflussen. Dabei sind die Nähe zu einem VC-Cluster und der zu erwartende VC-Erfolg entscheidender als das Investmentverhalten der

³⁵ Die Absorptionsfähigkeit (engl.: absorptive capacity) beschreibt die Fähigkeit einer Unternehmung, neues Wissen zu bewerten, aufzunehmen und anzuwenden (Cohen & Levinthal, 1990, S. 128). Für eine aktuelle Zusammenfassung zur Absorptionsfähigkeit sei u. a. auf Duchek (2013) verwiesen.

Wettbewerber. Dieses wirkt sich erst mit zunehmender Entfernung von einem VC-Cluster auf die Investmentaktivitäten von CVC-Gesellschaften aus.

Aufbauend auf den Ausführungen zu den Einflussfaktoren und zur späteren Einordnung der Erhebungsgesamtheit der vorliegenden Arbeit (Kap. 5) werden abschließend die vier zentralen CVC-Wellen der letzten Jahrzehnte skizziert. Die ersten beiden CVC-Wellen fanden primär in den USA statt (Dushnitsky, 2012; European Commission, 2001, S. 40):

Auslöser der *ersten CVC-Welle* zu Beginn der 1960er Jahre war der große finanzielle Erfolg unabhängiger VC-Gesellschaften durch das starke Wachstum an der US-amerikanischen Börse (Bielsch et al., 2012, S. 4). Mit dem Zusammenbruch des IPO-Marktes 1973 sowie aufgrund der Ölkrise und ihrer makroökonomischen Folgen reduzierte sich der Cashflow der Unternehmen und eine Vielzahl an CVC-Programmen wurde eingestellt (Dushnitsky, 2012, S. 162). Ergänzend zu den makroökonomischen Faktoren wurden insbesondere die fehlende organisatorische Einbindung und die kurzfristigen Zielsetzungen der CVC-Aktivitäten als Ursachen für das Scheitern der CVC-Programme ausgemacht (Stein & Klein, 2005, S. 588–589).

Die *zweite CVC-Welle* begann bereits Ende der siebziger bzw. Anfang der achtziger Jahre des vergangenen Jahrhunderts. Auslöser der erneuten CVC-Aktivitäten waren steuerliche Vergünstigungen für Kapitalerträge (Gompers & Lerner, 1998, S. 21; Neubecker, 2006, S. 53; Rind & Kenneth W., 1981, S. 171). Mit einem Anteil von zwölf Prozent am gesamten Investmentvolumen des VC-Marktes erreichten die CVC-Aktivitäten der zweiten CVC-Welle im Jahr 1986 ihren Höhepunkt (Gompers & Lerner, 1998, S. 21). Aufgrund der im nächsten Jahr folgenden Weltwirtschaftskrise wurden jedoch die meisten CVC-Programme wieder eingestellt (Dushnitsky, 2012; Stein & Klein, 2005, S. 588–589).

Die technologischen Fortschritte in der Telekommunikations- und Biotechnologie sowie die Entwicklung des Internets waren die Auslöser der *dritten CVC-Welle* (Neubecker, 2006, S. 31; Stein & Klein, 2005, S. 588–589). Zusätzlich sorgten gute Exit-Optionen durch IPOs und steigende Aktienkurse für eine positive Investmentstimmung. Insgesamt stiegen zwischen 1996 und 2000 die Aktien von ‚Internetunternehmen‘ um bis zu 1000 Prozent (Bhattacharya, Galpin, Ray & Yu, 2009, S. 657; Ofek & Richardson, 2003, S. 1113). Angetrieben durch den Internethype, verdoppelte sich die Anzahl an CVC-Investments jährlich (Maula, 2007). Entsprechend war, über die in der zweiten Welle primär finanziellen Zielsetzungen hinaus, vor allem die Erschließung des Internets als neuer Absatzkanal Ziel der CVC-Aktivitäten

(Neubecker, 2006, S. 53). Mit dem Zusammenbruch der ‚New Economy‘ nahmen die CVC-Aktivitäten jedoch rapide ab (Maula, 2007, S. 378).

Seit Mitte des letzten Jahrzehnts wird von einer *vierten und weiterhin andauernden CVC-Welle* gesprochen (Bielsch et al., 2012, S. 4; Dushnitsky, 2011, S. 48–49; Maula, 2007, S. 378). Treiber der Aktivitäten sind die zunehmende Globalisierung, die voranschreitenden technologischen Entwicklungen und die damit einhergehende wachsende Wettbewerbsintensität (Bielsch et al., 2012, S. 4). Der Innovations- und Wettbewerbsdruck scheint dabei so hoch, dass selbst die Finanzkrise 2007/08, mit einem weltweiten durchschnittlichen Rückgang der Börsenindizes um 60 Prozent (Finkle, 2012, S. 863), nur einen kurzfristigen Rückgang der Anzahl an CVC-Investments auslöste (Bielsch et al., 2012, S. 4; Hasenpusch, 2015). Mit dem Ende der Finanzkrise stiegen die CVC-Aktivitäten der Unternehmen zügig wieder an und zeigen erstmalig steigende Corporate Venture Capital Investments zu Beginn eines Wirtschaftskreislaufes. Des Weiteren ist es das erste Mal in der Geschichte, dass Venture Capital Investments etablierter Unternehmen vor den Aktivitäten klassischer VC-Gesellschaften zunahm (Battistini et al., 2013, S. 32; Dushnitsky, 2011).

3.1.3 Zielsetzungen von CVC-Aktivitäten

Die mittels CVC-Aktivitäten verfolgten Zielsetzungen sind eines der am meisten untersuchten Teilgebiete der CVC-Forschung (Dauderstädt, 2013, S. 34; Maula, 2007, S. 373).³⁶ Hauptsächlich wird zwischen der Verfolgung strategischer und finanzieller Zielsetzungen unterschieden.³⁷ Kernansatz der strategischen CVC-Zielsetzungen ist es, von den unternehmerischen Fähigkeiten und der Flexibilität junger, innovativer Start-ups zu profitieren und so innovative Ideen außerhalb der überwiegend starren Strukturen der Konzernmutter zu fördern bzw. zu erschließen (Dushnitsky & Lenox, 2005b, S. 615; Macharzina & Wolf, 2012, S. 758; Müller et al., 2016, S. 395; Stein & Klein,

³⁶ Die hier dargelegten Zielsetzungen beziehen sich ausschließlich auf die Perspektive der Konzernmutter. Der Erfolgsbeitrag von CVC für einzelne Portfoliounternehmen ist abhängig von der jeweiligen Managementunterstützungsleistung der Investoren (siehe Kap. 3.1.5.4). Generell zeigt sich, dass die Überlebensrate bei Start-up-Unternehmen, die durch CVC-Programme unterstützt werden, deutlich höher ist als bei nur durch IVCs unterstützten Start-ups. Für weitere Informationen über die Auswirkungen von CVC auf die Portfoliounternehmen siehe u. a. Dushnitsky (2012); Gompers & Lerner (1998); Maula, Autio & Murray (2009).

³⁷ Ein dritter, besonders in europäischen Studien anzutreffender Zielbereich ist Social Responsibility. So wird davon ausgegangen, dass durch Beteiligungskapitalinvestitionen u. a. eine höhere Beschäftigungsquote entsteht und somit ein sozialer Wert geschaffen wird. Makroökonomische Auswirkungen von Corporate Venture Capital sind jedoch nicht Gegenstand der vorliegenden Arbeit und werden deshalb nicht weiter berücksichtigt. Siehe z. B. European Commission (2001, S.12).

2005, S. 585). Finanzielle Zielsetzungen fokussieren hingegen nicht den strategischen Beitrag zum Gesamtunternehmen, sondern ausschließlich die Wertmaximierung der einzelnen Beteiligungen bzw. des gesamten Investmentportfolios (Poser, 2003, S. 87). Die Berücksichtigung von strategischen wie finanziellen Zielsetzungen gilt als größter Unterschied zwischen CVC- und klassischen VC-Gesellschaften (siehe Kap. 3.1.1.3).

Eine Betrachtung der Zielsetzungen im Zeitverlauf zeigt eine Pendelbewegung bezüglich der Dominanz einer der beiden Zielbereiche hin zu einer aktuell ausgeglichenen Berücksichtigung strategischer wie finanzieller Interessen (Müller et al., 2016, S. 394). So identifizieren z. B. Siegel et al. (1988, S. 235) den Return on Investment als primäres Ziel, während MacMillan et al. (2008, S. 8) zeigen, dass nur 35 Prozent der CVC-Programme rein oder überwiegend finanzielle Interessen verfolgen. Die restlichen CVC-Programme sind entweder ausschließlich (15 %) oder überwiegend strategisch motiviert (50 %). Die in vielen Studien³⁸ dokumentierte dominierende strategische Ausrichtung ist zwar meist entscheidend für die Gründung eines CVC-Programmes, die einzelnen Investmententscheidungen sind jedoch gleichermaßen durch finanzielle Aspekte beeinflusst, um zumindest die Mitarbeiter- und Kapitalaufwendungen der CVC-Programme zu decken (Campbell, Birkinshaw, Morrison & van Basten Batenburg, 2003, S. 31; Ernst & Young, 2009, S. 6; Hipp, 2003, S. 271; Sykes, 1990, S. 38). Dementsprechend fassen Battistini et al. (2013, S. 33) das Zusammenspiel der beiden Zielbereiche wie folgt zusammen: „The rationale given for establishing a venturing unit typically combines a set of strategic and financial objectives, with the former representing the underlying rationale for the mandate and the latter the necessary conditions for the sustainability of the activities.“ In anderen Worten: Strategische Zielsetzungen sind der Auslöser für die CVC-Programme und die finanziellen Zielsetzungen dienen als interne Rechtfertigungsgrundlage gegenüber dem Top-Management zur Fortführung der Aktivitäten.

Explizite strategische Einzelziele sind unter anderem Technologiebeobachtung, Marktbeobachtung, Förderung einer unternehmerischen Kultur, Veränderung von Herstellungsprozessen, Ausbildung des Nachwuchsmanagements, Nachfrageerhöhung für bestehende Produkte und die Unterstützung zur Einführung von Technologiestandards. Die relative Bedeutung dieser Vielzahl an strategischen Zielen wurde bereits durch mehrere Studien untersucht (Maula, 2001, S. 25). Eine Auswertung der verschiedenen Studien zeigt

³⁸ Zum Beispiel: Bielsch, Brigl, Khanna, Ross & Schmiegl (2012, S. 12), Chesbrough (2002, S. 95), Covin & Miles (2007, S. 185), Dushnitsky (2012, S. 177), Gompers & Lerner (1998, S. 46), Mackewicz & Partner (2003, S. 10), Maula (2001, S. 26).

dabei, dass weder eine einheitliche Zielbezeichnung noch eine allgemeingültige Reihenfolge hinsichtlich der Bedeutung der Zielsetzungen existiert (Maula, 2007, S. 373). So identifiziert Sykes (1990, S. 41) die Identifikation von Geschäftspotenzialen und den Aufbau von Geschäftsbeziehungen als wichtigste Ziele. Hingegen sind laut Silver (1993) die Identifizierung und gleichzeitige Kostenreduktion von Akquisitionen sowie die Entdeckung neuer Märkte entscheidend. Nach Ernst & Young (2009, S. 6) sind wiederum die wichtigsten Zielsetzungen: „Map emerging innovations and technical developments“, „Window on new market opportunities“ und „Import or enhance innovation within existing business units“. MacMillan et al. (2008, S. 9) identifizieren hingegen die Unterstützung des aktuellen Geschäfts und die Technologiebeobachtung („Window on Technology“) als zentrale CVC-Ziele. Eine Ursache für die abweichenden Bedeutungen und Bezeichnungen der strategischen Ziele können, neben dem Zeitpunkt der Erhebung, auch industrielle Unterschiede innerhalb der jeweiligen Erhebungsgesamtheit sein (siehe Tabelle 2). So kann Röper (2004, S. 320) Anzeichen für inter-industrielle Unterschiede hinsichtlich der Bedeutung und des Erreichungsgrads strategischer Zielsetzungen feststellen.³⁹

Als Folge der Diversität der strategischen Einzelziele existieren zur Kategorisierung in der Literatur verschiedene Systematiken auf Basis theoretischer Überlegungen (Chesbrough, 2002), multivariater Verfahren (Weber & Weber, 2005), öffentlich zugänglicher CVC-Programmbeschreibungen (Röper, 2004) sowie vergangener empirischer Studien (Freese, 2006; Maula, 2001; Neubecker, 2006; Poser, 2003). Trotz der unterschiedlichen Herangehensweisen zeigen die Systematiken, dass strategische CVC-Aktivitäten zur Informationsbeschaffung und Bewertung von unternehmerischen Möglichkeiten, zur Erschließung von sich bietenden Gelegenheiten und zur Stärkung bzw. Anpassung des Kerngeschäftes genutzt werden. So unterscheiden beispielsweise Napp & Minshall (2011) zwischen explorativen und exploitiven Zielsetzungen, während Maula (2007) zwischen den Dimensionen Lernen, Hebeleffekte, Optionen und finanziellem Gewinn differenziert. Dauderstädt (2013) wiederum identifiziert insgesamt neun verschiedene Zielcluster mit mehreren Subzielen.

³⁹ Die Studie von Röper (2004) basiert auf 68 Unternehmen aus insgesamt zwölf Branchen. Dies hat zur Folge, dass branchenspezifische Ergebnisse nur bedingt aussagekräftig sind. Die Unternehmen der TIME-Industrie zeigen in der Untersuchung kaum Unterschiede hinsichtlich der Zielsetzungen. In allen Teilbranchen ist das strategische Ziel ‚Window on Technology‘ am relevantesten.

Angesichts der Vielzahl an bestehenden Systematiken wird auf die Einführung einer weiteren Systematik bzw. auf die Aktualisierung einer vorhandenen Systematik an dieser Stelle verzichtet. Eine solche Systematik stellt aus Sicht des Autors keinen Mehrwert für die eigene empirische Untersuchung sowie die generelle CVC-Forschung dar. Stattdessen werden die in der Literatur bekannten Systematiken in Tabelle 6 vorgestellt.⁴⁰ Hierzu werden die Zielcluster, ihre jeweilige Ausprägung sowie die Vorgehensweise zur Ermittlung der Systematik erfasst.

Im weiteren Verlauf der Arbeit wird primär der Systematik von Maula (2001, S. 27–30, 2007, S. 374–377) gefolgt. Die Systematik bietet durch die schrittweise Aggregation der einzelnen Ziele auf die drei Zielcluster ‚Lernen‘, ‚Optionen‘ und ‚Hebeleffekte‘ einen guten Kompromiss zwischen der inhaltlichen Tiefe, der Vergleichbarkeit mit vorherigen Studien und der Handhabung im Rahmen der empirischen Untersuchung. Die einzelnen Zielcluster werden im Folgenden kurz erläutert.

Das Zielcluster ‚Lernen‘ unterteilt sich in (1) Marktkenntnisse aus der kontinuierlichen Beobachtung neuer Ventures und ihrer Technologien, Märkte und Geschäftsmodelle, (2) indirekte Erkenntnisse aus dem CVC-Prozess und (3) spezifische Erkenntnisse aus der Zusammenarbeit mit den Portfoliounternehmen. Während die ersten beiden Unterkategorien eine mehr oder weniger unweigerliche Folge aus der Durchführung von CVC-Aktivitäten darstellen (u. a. Deal-Flow zur Marktbeobachtung, Co-Investments mit Venture Capitalists), werden zu PU-spezifischen Erkenntnissen und zum Einsatz von CVC als externem Forschungs- und Entwicklungstool meist Investitionen in kerngeschäftsnahen Start-ups getätigt (Kann, 2001, S. 106).⁴¹ Das Zielcluster ‚Optionen‘ umfasst die Erschließung neuer Geschäfts- und Aktivitätsfelder (1) durch den Einsatz von CVC mit dem Ziel einer späteren Akquisition des Startup-Unternehmens oder (2) zum Abschätzen des richtigen Zeitpunktes für die Erschließung eines neuen Marktsegmentes (Kann, 2001, S. 106; Keil, 2002). Unter dem Zielcluster ‚Hebeleffekte‘ werden alle CVC-Aktivitäten zusammengefasst, die entweder auf die Unterstützung eigener Technologien und Plattformen abzielen (z. B. Aufbau von Standards, Steigerung des Absatzes eigener Produkte) oder freie Ressourcenkapazitäten auslasten.

⁴⁰ Eine Übersicht und ein Vergleich der verschiedenen Systematiken sind trotz des Mehrwertes zur Konsolidierung des Verständnisses der CVC-Zielsetzungen, soweit dem Autor bekannt, nicht in der Literatur vorhanden.

⁴¹ Die Interaktion zwischen der Konzernmutter, der CVC-Einheit und dem jeweiligen Portfoliounternehmen wird explizit in Kap. 3.1.5.4 behandelt.

Unabhängig von der Verfolgung eines der Zielcluster gilt die gleichzeitige Verfolgung mehrerer und teilweise gegensätzlicher Ziele (z. B. Erschließung neuer Märkte vs. Stärkung des Kerngeschäftes) als größtes Hemmnis für ein erfolgreiches CVC-Programm (Campbell et al., 2003, S. 30; Freese et al., 2007, S. 115; Poser, 2003, S. 113; Siegel et al., 1988, S. 238; Stein & Klein, 2005, S. 591). Um dennoch verschiedene Zielsetzungen zu verfolgen, gründen einige Unternehmen mehrere CVC-Einheiten bzw. CVC-Programme mit unterschiedlichen strategischen Mandaten (MacMillan et al., 2008, S. 30). Die verschiedenen Investitionsarten und Organisationsformen zur Durchführung von CVC-Investments und ihre Auswirkungen auf die Verfolgung strategischer oder finanzieller Ziele ist Gegenstand des nachfolgenden Kapitels.

Tabelle 6: Übersicht CVC-Zielcluster

Autoren	Grundlagen	Vorgehensweise	Zielcluster	Ausprägungen
Chesbrough (2002, S. 94–98)	Basiert auf theoretischen Überlegungen	Klassifizierung von CVC-Investments hinsichtlich der Zielsetzung (strategisch – finanziell) und der Beziehung der PUs zum Kerngeschäft des Mutterkonzerns (eng – locker)	Driving Investments (strategisch – eng)	– Advances strategies of current business by e.g. promoting a standard
			Enabling Investments (strategisch – locker)	– Complements strategy of current business by e.g. stimulating demand
			Emergent Investments (finanziell – eng)	– Allows exploration of potential new businesses by e.g. leveraging underutilized technologies, experimenting with new capabilities, developing a backup technology, exploring strategic whitespace
			Passive Investment (finanziell – locker)	– Provides financial returns only

Auto- ren	Grundlagen	Vorgehensweise	Zielcluster	Ausprägungen
Poser (2003, S. 90-94)	(Berger & Dördrechter, 1998; Greenthal & Larson, 1983; Kann, 2001; McNally, 1997; Schween, 1996; Siegel et al., 1988; Silver, 1993; Sykes, 1990; Winters & Murfin, 1988)	Auflistung der innerhalb der verwendeten Studien aufgeführten strategischen und finanziellen Ziele und Aggregation in Haupt- (Zielcluster) und Sub-Ziele (Ausprägungen)	Achieve financial returns	<ul style="list-style-type: none"> - Leverage company expertise, contacts and reputation to achieve financial returns
			Build technology & market knowledge	<ul style="list-style-type: none"> - Gain insights into new developments early on - Identify specific new opportunities - Support decisions to move or not to move into new fields - Scan for and assess potential acquisition targets
			Change attitude towards innovation & change	<ul style="list-style-type: none"> - Increase sensitivity to the need to innovate - Increase openness to outside developments and foster willingness to cooperate with external partners - Improves the ability to deal with change - Generate innovative ideas - Start innovative projects - Develop region to improve innovative atmosphere
			Acquire skills & increase company attractiveness for employees	<ul style="list-style-type: none"> - Attract and retain talent - Generate insights into role and management of alliances - Leverage venture capital skills for management of internal projects and for spin-offs
			Build & leverage partner network	<ul style="list-style-type: none"> - Improve image among potential business partners - Identify and develop alternative suppliers - Identify and develop new customers - Improve own value proposition - Access new markets - Stimulate demand for own products indirectly - Participate in standard design

Auto- ren	Grundlagen	Vorgehensweise	Zielcluster	Ausprägungen
			Source & leverage technologies	<ul style="list-style-type: none"> - Improve internal processes - Improve the customer value of own products - Enable move into new fields - Enhance technological capabilities that may be important in the future
			Create additional revenues by leveraging company resources	<ul style="list-style-type: none"> - License out technologies - Leveraging sales channels - Rent out R&D facilities - Leverage manufacturing capabilities
Maula (2001, S. 27-30, 2007, S. 374-377) & Freese (2006, S. 22-25)	(Alter & Buchsbaum, 2000; Brody P. & Ehrlich D., 1998; Chesbrough, 2003; Kann, 2001; Keil, 2002; Maula & Murray, 2000; McNally, 1997; Siegel et al., 1988; Silver, 1993; Sykes, 1990; Winters & Murfin, 1988)	Auf Basis von Keil (2000) und Kann (2001) entwickelte Maula (2001) eine Systematisierung der strategischen Ziele und ergänzt diese um weitere empirische Arbeiten. Freese (2006) sowie Maula (2007) selbst greifen den Ansatz auf und aktualisieren bzw. ergänzen diesen um	Finanzieller Gewinn	<ul style="list-style-type: none"> - Finanzieller Gewinn durch Unternehmensbeteiligungen
			Lernen	<ul style="list-style-type: none"> - Marktkenntnisse: <ul style="list-style-type: none"> - Früherkennung und Beobachtung neuer Technologien, Märkte & Geschäftsmodelle - Indirektes Lernen: <ul style="list-style-type: none"> - Veränderung der Unternehmenskultur - Ausbildung des Nachwuchsmanagements - Über Venture Capital lernen - Verbesserung des Internal Venturings - Kontakte zu anderen Investoren (Venture Capitalists, Investmentbanken etc.) - Venture Spezifische Erkenntnisse: <ul style="list-style-type: none"> - Externe Forschung & Entwicklung und Unterstützung von Innovationen - Verbesserung der Herstellungsprozesse

Auto- ren	Grundlagen	Vorgehensweise	Zielcluster	Ausprägungen
Weber & Weber (2005, S. 41)	Auf Basis einer eigenen empirischen Umfrage	Mittels einer konfirmatorischen Hauptkomponentenanalyse über alle in einer empirischen Untersuchung (Befragung) abgefragten strategischen Zielsetzungen, identifizieren Weber & Weber (2005) insgesamt vier Faktoren (Cluster)	Ausbau	<ul style="list-style-type: none"> – Stärkung vorhandener Geschäftsfelder – Stärkung der Nachfrage nach Produkten des Mutterunternehmens
			Aufbau	<ul style="list-style-type: none"> – Diversifikation in neue Geschäftsfelder – Investition in radikale Innovationen
			Window on Technology	<ul style="list-style-type: none"> – Einschätzung der Chancen neuer Technologie – Informationen über Kundenwünsche und Trends – Informationen über Wettbewerber – Wissenstransfer zwischen Portfolio- und Mutterunternehmen
			Human Resources	<ul style="list-style-type: none"> – Motivation & Bindung vorhandenen Personals – Gewinnung neuen Personals – Förderung einer unternehmerischen Kultur

Autoren	Grundlagen	Vorgehensweise	Zielcluster	Ausprägungen
Röper (2004, S. 37–40)	Die Basis bilden öffentlich zugängliche CVC-Programmbeschreibungen	Im Anschluss an eine Literaturanalyse führt Röper (2004) eine Analyse von frei zugänglichen CVC-Programmbeschreibungen durch und ermittelt so die primären Investitionsmotive der CVC-Programme	Gewinn Technologie + Innovation	<ul style="list-style-type: none"> – Rein finanzielle Zielsetzungen – Zugang zu innovativen Technologien (gleich oder strategisch affine Industrie/ andere Industrie, strategisch nicht affin) – Verbreitung einer selbstentwickelten (Basis-) Technologie – Kontrolle über Innovationen mit Implikationen für das Kerngeschäft
			Wachstum	<ul style="list-style-type: none"> – Schaffung von Wachstumsimpulsen für eigene Produkte & Dienstleistungen – Market Push der eigenen Produkte in (neue) Märkte/ Distributionskanal – Aufbau neuer regionaler Märkte – Aufbau zukünftiger Akquisitionsoptionen
			Externe Inkubatoren	<ul style="list-style-type: none"> – Kommerzialisierung eigener F&E-Ergebnisse – Identifikation neuer Technologien in frühen Entwicklungsstadien
			Sonstige	<ul style="list-style-type: none"> – Verfolgung sozialer Zielsetzungen – Zugang zu Know-How über Marktmechanismen in deregulierten Märkten

Autoren	Grundlagen	Vorgehensweise	Zielcluster	Ausprägungen
Napp & Minshall (2011, S. 31)	Die Grundlage der Systematik bilden neun Fallstudien.	Ausgehend von den Fallstudien untersuchen Napp & Minshall (2011) den Beitrag von CVC auf die Innovativität	<p>Innovation enhancement through explorational opportunities</p> <p>Innovation enhancement through exploitational opportunities</p>	<ul style="list-style-type: none"> - Market knowledge - Window on new technology - Options <ul style="list-style-type: none"> - Access to complementary technologies - Leveraging of internal technologies - Expansion of markets
Daerstadt (2013, S. 34-36)	Studien zur Zielsetzung des externen Venturings. (Studien werden nicht näher benannt)	Literaturrecherche und Auswertung von empirischen Studien und Entwicklungen einer zwei-dimensionalen Matrix. Auf der horizontalen Achse wird hinsichtlich des Abstraktionsgrades der Ziele zwischen Access (Direkte Mehrwerte), Change (Strukturwandel) und Develop	<p>Financial Return</p> <p>Access New Products & Technologies (Access – micro/macro)</p> <p>Leverage Internal Resources (access – micro)</p> <p>Ecosystem Development (change – macro)</p>	<ul style="list-style-type: none"> - Net profit - Return on Investment - Internal Rate of return - Access to existing products, technologies, processes, services <ul style="list-style-type: none"> - Utilize plant, space, R&D facilities, human capital and other resources - Capitalized on unused intellectual property - Neutralize future competitors - Create barriers to entry - Create new customers - Support own technologies - Develop customers and suppliers

Autoren	Grundlagen	Vorgehensweise	Zielcluster	Ausprägungen
		(intangible Ziele) unterschieden. Die vertikale Achse unterscheidet hinsichtlich der Zielorientierung zwischen intern-orientierten Zielen (micro-level) und markt-orientierten Zielen (macro-level)	<p>Networking & Option Generation (change – micro/macro)</p> <p>Outsource R&D (change – micro)</p> <p>Scouting (develop – macro)</p> <p>Image & Positioning (develop – micro/macro)</p> <p>Intrapreneurship (develop – micro)</p>	<ul style="list-style-type: none"> – Develop a network structure within industry, government, VC industry, educational systems, entrepreneurs – Signaling cooperation ability to other partners – Option generation and risk reduction for later M&As – Outsourcing of R&D – Window on technology – Identify, monitor future trends, technologies and markets – Identify customer needs – Observe competition – Improve corporate image – Attract talents – Higher quality of dealflow – Publicity – Act social responsible – Forster intrapreneurship – Increase sensitivity for innovation

Autoren	Grundlagen	Vorgehensweise	Zielcluster	Ausprägungen
Neubecker, (2006, S 58–62)	(Chesbrough, 2002; Kann, 2001; Keil, 2000; Mackewicz & Partner, 2003; Maula & Murray, 2000; Maula, 2001; McNally, 1997; Poser, 2003; Siegel et al., 1988; Silver, 1993; Sykes, 1990; Winters & Murfin, 1988)	Aufbauend auf den Zielclustern von Poser (2003) und Chesbrough (2002) entwickelt Neubecker (2006) sieben eigene Zielcluster zur Gruppierung strategischer Zielsetzungen	<p>Förderung von Technologiestandards</p> <p>Stimulierung der Nachfrage</p> <p>Aufbau von Technologie- und Marktwissen</p> <p>Experimentieren mit und Akquirieren von unternehmensexternen Fähigkeiten</p> <p>Informationsgewinnung und Erschließung von neuen attraktiven Markt- und Technologiepotentialen</p> <p>Kommerzialisierung nicht genutzter Technologien und Ressourcen</p> <p>Veränderung der Einstellung im Unternehmen</p>	<p>Neubecker verzichtete auf die Auflistung von Subzielen sondern sortiert die jeweiligen Studienergebnisse nur den einzelnen Clustern zu. Auf eine Übernahme wird verzichtet und auf die Arbeit von Neubecker (2006, S. 58–62) verwiesen.</p>

3.1.4 CVC Investitionsarten und Organisationsformen

Der Kapitelabschnitt beschreibt und diskutiert die Ausgestaltung und organisatorische Eingliederung von CVC-Programmen. Dabei wird mit der Darstellung und Diskussion der verschiedenen Investitionsarten begonnen (Kap. 3.1.4.1). Anschließend werden die eng mit den Investitionsarten zusammenhängenden CVC-Organisationsformen (Kap. 3.1.4.2) und ihre Spezifizierung innerhalb der Fondskonditionen (Kap. 3.1.4.3) erläutert. Der Kapitelabschnitt schließt mit der Beschreibung des Investmentfokus bzw. der Investmentstrategie anhand der vier typischen Elemente eines CVC-Investments: Technologie, Industrie, Finanzierungsphase und Region (Kap. 3.1.4.4).

3.1.4.1 Investitionsarten

Corporate Venture Capital Beteiligungen können durch die mittel- oder unmittelbare Bereitstellung von Eigenkapital erfolgen (siehe Kap. 3.1.1.4). Dementsprechend wird in der Literatur zwischen direkten und indirekten CVC-Investitionen bzw. -Beteiligungen unterschieden (siehe Abbildung 5). Bei indirekten CVC-Beteiligungen übernimmt ein unabhängiger Intermediär (i. d. R. ein Venture Capitalist) die Durchführung der Investition und die etablierte Unternehmung agiert als Limited Partner (Neubecker, 2006, S. 105). Direkte Investitionen werden hingegen unmittelbar durch unternehmensinterne Organisationseinheiten der Konzernmutter oder durch rechtlich selbstständige CVC-Tochtergesellschaften getätigt (Neubecker, 2006, S. 104). Zusätzlich zu der Durchführung lassen sich die beiden Investitionsarten – mit Bezug auf den Investitionsfokus und den Syndizierungsgrad – weiter hinsichtlich Einzel- oder Syndikatinvestitionen sowie dedizierten und pooled Fonds differenzieren (Brody P. & Ehrlich D., 1998, S. 60; Neubecker, 2006, S. 102; Poser, 2003, S. 114; Röper, 2004, S. 43).

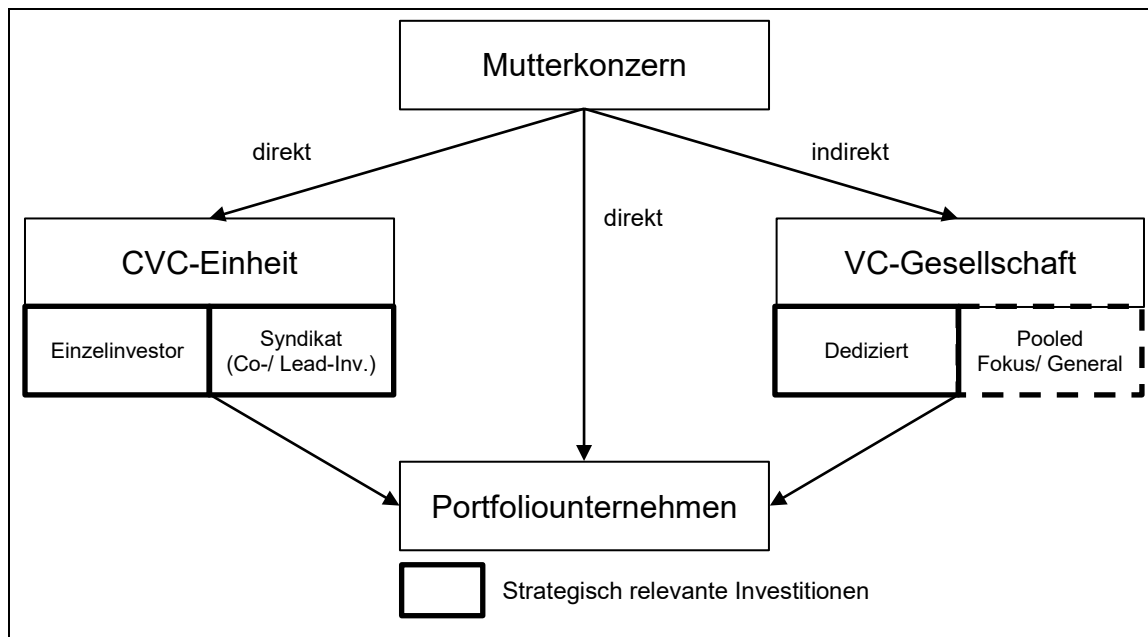


Abbildung 5: Investitionsoptionen für Corporate Venture Capitalists

Quelle: In Anlehnung an Neubecker (2006, S. 22); Poser (2003, S. 114); Röper (2004, S. 44)

3.1.4.1 Indirekte CVC-Investments

Indirekte CVC-Investitionen können in dedizierte und pooled Fonds getätigt werden. Dedizierte Fonds sind von einer unabhängigen VC-Gesellschaft gemanagte Fonds, bei denen ein industrieller Investor als alleiniger Limited Partner fungiert. Dies hat die Vorteile, dass der Limited Partner sich ein Mitspracherecht bei Investitionsentscheidungen einräumen lassen kann und die Anlageziele des Fonds definiert (Brody P. & Ehrlich D., 1998, S. 60; Röper, 2004). Bei sogenannten pooled Fonds bilden mehrere Limited Partner einen Fonds, der von einem IVC verwaltet und gemanagt wird. Damit entsprechen pooled Fonds dem allgemeinen Fondskonstrukt bzw. Geschäftsmodell von VC-Gesellschaften (siehe Kap. 3.1.1.3). Ist ein pooled Fonds auf spezifische Technologien, Regionen, Finanzierungsphasen oder Industrien fokussiert, wird auch von Fokus-Fonds gesprochen. Ohne eine spezifische Ausrichtung wird der Begriff General-Fonds verwendet (Poser, 2003, S. 114–115).

Grundsätzlich unterscheidet sich im Rahmen indirekter Investitionen ein CVC-Investor nur unwesentlich von den übrigen Investoren (Schween, 1996, S. 120). So besteht in der Regel nur ein eingeschränkter direkter Zugang zu den jeweiligen Beteiligungsunternehmen des Fonds, was die Realisierung strategischer Zielsetzungen erschwert (Neubecker, 2006, S. 25; Schween, 1996, S. 121). In Kombination mit den Wertmaximierungsbestrebungen von

IVCs werden indirekte CVC-Beteiligungen primär zur Umsetzung finanzieller Zielesetzungen verfolgt (Hipp, 2003, S. 255–256; Landau, 2010, S. 36; Poser, 2003, S. 115). Allerdings stärken indirekte Investitionen auch die Verbindung zur VC-Community, erhöhen den eigenen Deal-Flow durch Einblicke in die Dealauswahl der VC-Gesellschaft und helfen, eigene VC-Kompetenzen aufzubauen (Hülsebüsch & Haug, 2013, S. 262–263; MacMillan et al., 2008, S. 6; Sykes, 1990, S. 37). Des Weiteren werden weniger Ressourcen (Kapital, Personal etc.) gebunden und eine schnelle Implementierung der CVC-Aktivitäten ist umsetzbar (Röper, 2004, S. 51). Als Folge dessen bilden indirekte Investitionen häufig den Anfang von CVC-Investmentaktivitäten etablierter Unternehmungen, auf den später direkte Investments folgen (Aruda, Cozzi, Souza & Penido, 2013, S. 147; Neubecker, 2006, S. 105–106; Rind & Kenneth W., 1981, S. 169; Winters & Murfin, 1988, S. 208; Yates & Roberts, 1991, S. 1).

3.1.4.1.2 Direkte CVC-Investments

Direkte CVC-Investments bezeichnen eine unmittelbare Beteiligung der Konzernmutter bzw. ihrer CVC-Einheit an einem Portfoliounternehmen. Durch die direkten Kontakt-, Zugriffs-, Kontroll-, Interaktions- und Einflussmöglichkeiten sind direkte Investitionsarten besser zur Realisierung strategischer Mehrwerte geeignet als indirekte Investments (Neubecker, 2006, S. 103; Poser, 2003, S. 115; Rind & Kenneth W., 1981, S. 173–174; Röper, 2004, S. 58; Schween, 1996, S. 131). Zur Durchführung direkter Investments ist jedoch ein deutlich höheres finanzielles Commitment notwendig, um die notwendigen Ressourcen und Kompetenzen (z. B. erfahrene VC-Manager) aufzubauen bzw. zu akquirieren (Siegel et al., 1988, S. 234). Zusätzlich muss sich das Unternehmen erst innerhalb der VC-Community etablieren, um Zugang zu qualitativ hochwertigen Investitionsoptionen zu bekommen (Brody P. & Ehrlich D., 1998, S. 60; Poser, 2003, S. 114–116; Rind & Kenneth W., 1981, S. 177; Röper, 2004, S. 51).

Direkte Investments können sowohl allein (Einzelinvestments) als auch in Zusammenarbeit mit mehreren Co-Investoren durchgeführt werden (Syndikatinvestments). Im Rahmen dieser sogenannten Syndikatinvestments investieren mehrere Beteiligungsgesellschaften gemeinsam und zum gleichen Zeitpunkt in ein Portfoliounternehmen (Freese et al., 2007, S. 115; Neubecker, 2006, S. 107). Die wesentlichen Vorteile von Syndikatinvestments gegenüber Einzelinvestments liegen in den Möglichkeiten, die Risiken, Kosten und Aufgaben innerhalb des Beteiligungsprozesses zu teilen und so – dank des ‚Vier-Augen-Prinzips‘ – eine objektivere Investmententscheidung zu treffen (Freese et al., 2007, S. 115; Neubecker, 2006, S. 107; Poser, 2003, S. 114–

115; Röper, 2004, S. 44–49; von Buchwaldt, Rupertl & Weide, 2014, S. 15).⁴² Dabei übernimmt ein Investmentpartner („Lead-Investor“) die Organisation der notwendigen Aufgaben, während die anderen Syndikatpartner in der Regel lediglich als Co-Investoren bei Teilaufgaben (z. B. im Rahmen der Due Diligence) unterstützend tätig sind. Der dadurch entstehende hohe Koordinationsaufwand und das Risiko fehlender Partizipation von Investmentpartnern sind, neben etwaigen Interessenskonflikten zwischen den Co-Investoren in Bezug auf den weiteren Verlauf einer Investition, die wesentlichen Nachteile von Syndikatinvestments (Poser, 2003, S. 71). So möchte beispielsweise ein Corporate Investor eine schnelle, kostengünstige Akquisition des Start-ups tätigen, während die unabhängigen Venture Capitalists der Syndikatpartnerschaft die maximale Wertsteigerung (genauer: den maximalen Veräußerungsgewinn) anstreben (Hill et al., 2009, S. 9; MacMillan, Siegel & Narasimha, 1985, S. 240).⁴³

Trotz des Konfliktpotenzials kommt es häufig zu Syndikatinvestments zwischen CVCs und IVCs, da sich die jeweiligen Ressourcen und Fähigkeiten gut ergänzen (Maula et al., 2005, S. 16). So haben IVCs aufgrund ihrer großen Investorfahrung vor allem Fähigkeiten hinsichtlich der Dealstrukturierung, des Recruitments neuer Mitarbeiter und des Vorbereitens weiterer Finanzierungsrunden. CVCs können hingegen – durch die Ressourcenausstattung der Muttergesellschaft – primäre geschäftsbildende Leistungen wie Markt- und Kundenzugänge, Nutzungsrechte, Lieferantenbeziehungen und einen Reputationsgewinn für das Start-up-Unternehmen beisteuern (Dierks & Weber, 2002, S. 691; Freese et al., 2007, S. 115; Knyphausen-Aufseß, 2005, S. 25; Maula et al., 2005, S. 3). Der Zugang zu den einzigartigen Ressourcen und Fähigkeiten der Konzernmutter ermöglicht es CVCs häufig sogar, eine zentrale Position in Syndizierungsnetzwerken einzunehmen (Keil, Maula & Wilson, 2010, S. 83). So ist die Ressourcenausstattung der Unternehmen und deren Einsatz zum Support des Start-ups wesentlicher Treiber für den Erfolg von (C)VC-Syndikatinvestments. Hay, Verdin & Williamson (1993, S. 36–37) zeigen, dass die Überlebensrate von CVC-finanzierten Start-up-Unternehmen zweimal so hoch ist wie bei ausschließlich IVC-finanzierten Start-ups. Hochberg, Ljungqvist & Lu (2007, S. 289) ergänzen, dass bereits Portfoliounternehmen von VCs mit häufigem Kontakt zu CVCs erfolgreicher sind als solche von anderen Venture Capitalists.

Zum Abschluss des Kapitelabschnittes fasst die nachstehende Tabelle 7 die Vor- und Nachteile aller indirekten und direkten Investitionsarten aus Sicht der Muttergesellschaft zusammen.

⁴² Der Beteiligungsprozess wird detailliert in Kap. 3.1.5 behandelt.

⁴³ Siehe hierzu auch Kap. 3.1.5.6.

Tabelle 7: Vor- und Nachteile der CVC-Investitionsarten

Arten	Direktes CVC		Indirektes CVC	
	Einzelinvestition	Lead-Investor	Co-Investor	General
Vorteile	<ul style="list-style-type: none"> – Unmittelbare Kontakt- und Zugangsmöglichkeiten zum PU – Höhere Kontroll- und Einflussmöglichkeiten auf das PU – Aufnahme und Intensivierung direkter und indirekter Geschäftsbeziehungen – Keine Carried-Interest-Partizipation externer Finanzintermediäre – Auf konkrete strategische Bedürfnisse/Erfordernisse abstimmbare 	<ul style="list-style-type: none"> – Kennlernen der VC-Industrie – Möglichkeit zur Kombination komplementärer Kompetenzen der Partner – Risikostreuung durch die Verteilung der Investments auf mehrere Partner 	<ul style="list-style-type: none"> – Rückgriff auf Erfahrung, Netzwerk und Glaubwürdigkeit einer professionellen VC-Gesellschaft → Erfahrungsaufbau für etwaig später geplante, direkte CVC-Aktivitäten – Möglichkeit zum Aufbau eines Netzwerkes und von Reputation – Geringe Bindung von Managementkapazitäten – Schnelle Umsetzbarkeit – Langfristigkeit sichergestellt – Geringeres finanzielles Commitment als bei direktem CVC 	<ul style="list-style-type: none"> – Kombinationsmöglichkeiten der spezifischen Ressourcen und Kompetenzen aller Partner – Stärkerer Bezug zu strategisch relevanten Themenfeldern der Konzernmutter als bei generellen Fonds
	<ul style="list-style-type: none"> – Keine potenziellen Konflikte mit anderen Investoren – Keine Aufteilung der potentiellen finanziellen Profite 	<ul style="list-style-type: none"> – Möglichkeit zur Kombination komplementärer Kompetenzen der Partner – Risikostreuung durch die Verteilung der Investments auf mehrere Partner 	<ul style="list-style-type: none"> – Stärker auf die spezifischen Bedürfnisse zugeschnitten als pooled Fonds – Ggf. Einflussnahme auf die Investitionsentscheidungen und das Mitwirken im Due Diligence Prozess – Möglichkeit, eine strategische Beziehung zum Start-up aufzubauen 	<ul style="list-style-type: none"> – Kombinationsmöglichkeiten der spezifischen Ressourcen und Kompetenzen aller Partner – Stärkerer Bezug zu strategisch relevanten Themenfeldern der Konzernmutter als bei generellen Fonds

Arten	Direktes CVC			Indirektes CVC		
	Einzelinvestition	Lead-Investor	Co-Investor	Dediziert	Focused	General
Nachteile	<ul style="list-style-type: none"> – Hohes finanzielles Commitment – Hohe Bindung von Managementkapazitäten – CVC-Einheiten in direktem Wettbewerb mit unabhängigen VCs – Gute Reputation zur Generierung von Investmentopportunitäten notwendig 	<ul style="list-style-type: none"> – Umfangreiche VC-Skills und Erfahrung notwendig – Hohe Koordinations- und Abstimmungsanfordernisse – Hohes Konfliktpotenzial 	<ul style="list-style-type: none"> – Hohe Koordinations- und Abstimmungsanfordernisse – Hohes Konfliktpotenzial 	<ul style="list-style-type: none"> – VC-Gesellschaft ist auf finanzielle Renditen aus; Konfliktpotenzial bei etwaigem Eingreifen durch den Mutterkonzern (Kapitalgeber) und der Verfolgung strategischer Interessen 	<ul style="list-style-type: none"> – Keine Entscheidungen bei Investitionsentscheidungen – Nur vorab Einfluss auf die Investitionsstrategie – Investitionen in (potenzielle) Konkurrenten möglich – Kein Aufbau einer strategischen Beziehung 	<ul style="list-style-type: none"> – Keine Entscheidungen bei Investitionsentscheidungen – Kein Einfluss auf die Investitionsstrategie – Investitionen in (potenzielle) Konkurrenten möglich – Kein Aufbau einer strategischen Beziehung
	<ul style="list-style-type: none"> – Keine Risikostreuung durch die Verteilung auf mehrere Partner – Alle notwendigen Ressourcen und Kompetenzen müssen im Unternehmen vorhanden sein 					

Quelle: In Anlehnung an Poser (2003, S. 115–116), Röper (2004, S. 51) und vorherige Ausführungen

3.1.4.2 Organisationsformen

In Anlehnung an die im Kapitelabschnitt zuvor beschriebenen Investitionsarten hat sich eine Vielzahl an Organisationsformen für CVC-Programme etabliert (Battistini et al., 2013, S. 33). Dushnitsky (2012, S. 178–179) unterscheidet hinsichtlich der Rechtsform und der Investitionsart zwischen „CVC as Limited Partner“, „Dedicated VC Fund“, „Wholly Owned Subsidiary“ und „Direct Investments“, wobei die letzte Organisationsform als unternehmensinterne CVC-Geschäftseinheit am stärksten in die Organisationsstruktur der Konzernmutter integriert ist. Eine weitere Differenzierung findet sich bei Röper (2004, S. 43–44), der zwischen acht Organisationsformen hinsichtlich der Positionierung im Unternehmen und der Einbeziehung von Intermediären unterscheidet. Souitaris, Zerbinati & Liu (2012, S. 499) bzw. Souitaris & Zerbinati (2014, S. 341) differenzieren derweil, unter Bezug auf die organisationale Einbindung (2012) und Investmentpraxis (2014) von CVC-Einheiten, zwischen stärker auf die strategischen Belange der Konzernmutter fokussierten und integrierten Organisationsformen sowie der VC-Industrie zugewandten und losgelösten CVC-Programmen. Mit dem ausschließlichen Fokus auf direkten Investitionen trennt Poser (2003, S. 129) zwischen Tochtergesellschaften, CVC als Aufgabe einer dedizierten CVC-Abteilung und CVC als Aufgabengebiet des Corporate & Developments bzw. einer anderen internen Abteilung. Die unterschiedlichen Granularitäten bzgl. der Differenzierung zwischen CVC-Organisationsformen zeigen die Vielfalt zur Ausgestaltung von CVC-Programmen. In dem weiteren Verlauf der Arbeit wird zwischen eigenständigen Rechtspersönlichkeiten (Tochtergesellschaften) und unternehmensinternen (dedizierten) Geschäftseinheiten (engl.: Business Units) unterschieden. Die beiden Formen sind die am häufigsten in empirischen Studien dokumentierten Organisationsformen (Ernst & Young, 2009, S. 7; Mackewicz & Partner, 2003, S. 7; Röper, 2004, S. 324; Weber, 2005, S. 15). Nach Ernst & Young (2009, S. 6) repräsentieren eigenständige Rechtspersönlichkeiten und dedizierte Geschäftseinheiten circa 91 Prozent aller CVC-Einheiten.

Die Wahl der Organisationsform steht – wie die Wahl der Investitionsart (Kap. 3.1.4.1) – in Wechselwirkung mit einer Vielzahl an Faktoren wie der Zielsetzung, Wahrnehmung in der VC-Community, rechtlichen und steuerlichen Aspekten, Commitment und der Handlungsautonomie der CVC-Manager (Battistini et al., 2013, S. 37; Poser, 2003, S. 129–130; Röper, 2004, S. 328–329; Schween, 1996, S. 136–137).⁴⁴ Trotz dieser Wechselwirkungen

⁴⁴ Rechtliche und steuerliche Aspekte werden in der vorliegenden Arbeit nur nachrangig betrachtet. Grundsätzlich bietet die Ausgliederung von CVC-Einheiten in eigenständige Tochterunterneh-

und der Relevanz der Wahl der Organisationsform ist die Organisationsstruktur von CVC-Programmen in der wissenschaftlichen Literatur bisher nur begrenzt thematisiert worden (Dushnitsky, 2012, S. 178; Maula, 2007, S. 380).⁴⁵

Die Mehrheit bisheriger CVC-Studien empfiehlt die Organisation als selbständige Rechtspersönlichkeit (Hülsebüsch & Haug, 2013; Siegel et al., 1988; Weber & Weber, 2005; Winters & Murfin, 1988; Witt & Brachtendorf, 2002). Die Hauptargumente für die Organisation als Tochtergesellschaft sind die umfangreichere Entscheidungsautonomie der CVC-Manager sowie ein stärkeres Commitment der Organisation zu CVC-Aktivitäten. So argumentieren Siegel et al. (1988, S. 233): „The corporate venture fund should be established as an independent entity and should have access to a committed, separate pool of funds. This will enable CVCs to respond aggressively to, and manage, investment opportunities with minimal corporate interference. Such an independent entity will defuse justifiable concerns on the part of entrepreneurs related to such interference.“ Eine eigenständige Rechtspersönlichkeit mit selbstverwaltetem Fondskonstrukt wirkt sich jedoch nicht nur positiv auf die Wahrnehmung der Unternehmer, sondern, durch die im Vergleich zu internen Abteilungen unbürokratischeren und schnelleren Entscheidungen, auch fördernd auf die Vernetzung mit der VC-Industrie aus (Weber, 2005, S. 28; Winters & Murfin, 1988, S. 218–219). Des Weiteren sind eigenständige CVC-Gesellschaften unabhängiger von der aktuellen Finanzierungs- und Marktsituation der Konzernmutter. Dies erhöht die Beständig- und Verlässlichkeit der CVC-Einheit als Investmentpartner (Hülsebüsch & Haug, 2013, S. 260–261). So werden z. B. anschließende Finanzierungsrunden (Follow-on Investments) erleichtert und es wird die zusätzliche Einbeziehung von externen Kapitalgebern ermöglicht.⁴⁶ Des Weiteren bietet eine organisatorische Trennung von der Konzernmutter mehr Freiraum für die Entwicklung und Beobachtung in-

men steuerliche Vorteile. Diese sind jedoch aufgrund der unterschiedlichen Steuergesetzgebungen von Land zu Land unterschiedlich (European Commission, 2001, S. 46). Für einen kurzen Überblick hinsichtlich steuerlicher Regularien für CVCs in Deutschland siehe Hülsebüsch & Haug (2013).

⁴⁵ Als Ursache für das zurückhaltende Forschungsinteresse vermutet Dushnitsky (2012) die geringe Erfassung der Organisationsstruktur in kommerziellen Datenbanken. Beispielsweise hat die National Venture Capital Association (2014, S. 1) zwar eine Berücksichtigung der CVC-Organisationsformen aufgrund der zunehmenden Bedeutung von CVC angekündigt, diese Ankündigung aber noch nicht umgesetzt. Im Rahmen der empirischen Untersuchung wird zwischen eigenständigen und nicht eigenständigen Rechtspersönlichkeiten unterschieden (siehe Kap. 5.3).

⁴⁶ Laut Ernst, Witt & Brachtendorf (2005, S. 238) sind jedoch rechtlich eigenständige CVC-Einheiten zu 95 Prozent ausschließlich durch die Konzernmutter finanziert.

novativer, kerngeschäftsfernerer und ggfs. sogar kannibalisierender Technologien und Geschäftsmodelle (Bernhardt, 2009, S. 36; Hass, 2011, S. 57; Winters & Murfin, 1988, S. 218–219; Witt & Brachtendorf, 2002, S. 685).

Die Vorteile hinsichtlich der Entscheidungsautonomie und Isolation von rechtlich eigenständigen Abteilungen sind gleichzeitig auch Ursache der größten Nachteile im Vergleich zu Business Units. So sind – aufgrund der Isolation – Rückgriffe auf die technische Expertise im Unternehmen (z. B. im Rahmen der Due Diligence) sowie die allgemeine Kommunikation und Transformation neuer Erkenntnisse in die Konzernmutter bei eigenständigen Rechtspersonlichkeiten erschwert (Souitaris & Zerbinati, 2014, S. 337–338). Des Weiteren besitzt eine rechtlich selbständige CVC-Einheit in der Regel geringere Kenntnisse über die Fähigkeiten und Ressourcen der Organisation als eine interne Business Unit (Freese et al., 2007, S. 120; Keil, Autio & George, 2008, S. 1493–1494). Die Abstimmung von Investmententscheidungen mit der Konzernmutter führt zwar zu längeren Entscheidungsprozessen, sichert jedoch auch den strategischen Fit von CVC-Investments mit der Unternehmensstrategie (Souitaris & Zerbinati, 2014, S. 338). Entsprechend zeigt Röper (2004, S. 328–329), dass in dedizierten Geschäftseinheiten strategische Zielsetzungen eine statistisch signifikant höhere Bedeutung aufweisen als bei eigenständigen Rechtspersonlichkeiten. In eigenständigen Rechtspersonlichkeiten sind hingegen finanzielle Zielsetzungen von höherer Bedeutung.

Zusammenfassend zeigen die jeweiligen Vor- und Nachteile der Organisation von CVC als eigenständiger Rechtspersonlichkeit oder Business Unit einen ‚Trade-off‘ zwischen einer umfassenderen Entscheidungsautonomie, intensiverem Kontakt zur VC-Community und einem weniger durch unternehmensinterne Denkweisen beeinflussten Investitionsfokus auf der einen Seite (Tochtergesellschaft) und einem eng mit der Konzernmutter verbundenen, auf dem Wissen der Organisation aufbauenden Investitionsfokus auf der anderen Seite (Business Unit). Entsprechend diesen Eigenschaften eignet sich eine selbständige Tochtergesellschaft besonders für einen diversifizierenden und explorativen CVC-Ansatz zur Erschließung neuer Geschäftsfelder (Zielcluster: Optionen und Lernen), während interne Business Units durch die engere und intensivere Anbindung an die Konzernmutter und die Verwendung der konzerninternen Ressourcen und Fähigkeiten für einen exploitiven CVC-Ansatz geeignet sind (Zieldimension: Hebeleffekte und Lernen).

3.1.4.3 Fondskonditionen

Die Fondskonditionen spezifizieren die durch die Organisationsstruktur vorgegebenen Rahmenbedingungen. Sie umfassen die finanzielle Ausstattung,

die Regeln zur Einbeziehung der Konzernmutter bei Investitionsentscheidungen, die Berichtsempfänger in Bezug auf die CVC-Aktivitäten, die Lebensdauer des Fonds, die angestrebte Portfoliogröße sowie die Vergütung der CVC-Manager (Hülsebüsch & Haug, 2013; Poser, 2003, S. 57).

Die finanzielle Ausstattung der CVC-Einheit eines Konzerns erfolgt entweder in Form von dedizierten Fonds bzw. festgelegten Jahresbudgets oder durch die Bereitstellung finanzieller Mittel ad hoc im Rahmen der unternehmensinternen Investitionsgenehmigungsverfahren. Die Freiheitsgrade der CVC-Einheit nehmen in derselben Reihenfolge ab (Weber, 2005, S. 15). Mehrere empirische Studien (Battistini et al., 2013, S. 34; Ernst et al., 2005, S. 238–239; MacMillan et al., 2008, S. 11) haben gezeigt, dass ein dedizierter und selbstverwalteter Fonds nur einem Drittel der CVC-Einheiten zur Verfügung steht. Entsprechend erfolgt die finale Investitionsentscheidung in den meisten CVC-Einheiten nur nach Abstimmung mit dem Top-Management der Konzernmutter (European Commission, 2001, S. 25; Siegel et al., 1988, S. 242; Weber, 2005, S. 28). Folglich ist der CEO, CTO oder, bei hauptsächlich finanziellen Zielsetzungen, der CFO der oberste Berichtsempfänger (Ernst et al., 2005, S. 239; Ernst & Young, 2009, S. 6–7; MacMillan et al., 2008, S. 11; Winters & Murfin, 1988, S. 219).

Bei einer durchschnittlichen Erfolgsquote von 20 Prozent je Investment und einer Beteiligungssumme zwischen 0,5 und 5 Millionen EUR pro Investment sollte das Fondsvolumen bei mindestens 50 Millionen EUR liegen, um eine ausreichend kritische Masse von 20 bis 30 Investments zu erreichen (Ernst & Young, 2009, S. 8; Hipp, 2003, S. 260–263; Hülsebüsch & Haug, 2013, S. 262). In Abhängigkeit von der Entwicklungsphase ist – je Investment – eine Beteiligungsquote zwischen fünf und 25 Prozent üblich (Röper, 2004, S. 346; Yates & Roberts, 1991, S. 40). Dabei ist die Beteiligungsquote bei Investments in Start-ups zu Beginn ihres Lebenszyklus in der Regel höher als in späteren Lebenszyklusphasen (siehe auch Kap. 3.1.1.3). Zusätzlich wird die Beteiligungsquote durch die internationalen Rechnungsvorschriften (US-GAAP, IAS, HGB) beeinflusst. So sind Beteiligungen ab 20 Prozent mit in den Jahresabschluss zu übernehmen. Um diesen zusätzlichen Bilanzierungs- und Bewertungsaufwand zu vermeiden, limitieren viele CVC ihren Beteiligungsanteil auf unter 20 Prozent (Röper, 2004, S. 347–348).

Bei unabhängigen VC-Gesellschaften unterteilt sich die Lebensdauer eines Fonds typischerweise in eine je fünfjährige Investitions- und Haltephase (Hülsebüsch & Haug, 2013, S. 261).⁴⁷ Durch die Einstellung der meisten CVC-Programme nach dem Rückgang einer CVC-Welle (siehe Kap. 3.1.2)

⁴⁷ Siehe hierzu auch Kap. 3.1.1.3.

liegt die durchschnittliche Lebensdauer eines CVC-Fonds zwischen vier und fünf Jahren (Dushnitsky, 2012, S. 167; Gompers & Lerner, 1998; Weber, 2005, S. 15). Neben den in Kapitel 3.1.2 dargelegten makroökonomischen Ursachen für die vorzeitige Beendigung von CVC-Programmen sind zusätzlich häufig Wechsel im Top-Management und die gerade zu Beginn der CVC-Programme ausbleibenden finanziellen Erfolge Gründe für die Terminierung (Bygrave, Hay & Peeters, 1999; Freese et al., 2007, S. 117; Gompers & Lerner, 1999).

Anstatt einer erfolgsabhängigen Vergütung – wie in der VC-Industrie (siehe Abbildung 4) – wird die Mehrheit der CVC-Manager nach der in der Unternehmung üblichen Vergütungsstruktur entlohnt (Dushnitsky, 2012, S. 182; Ernst & Young, 2009, S. 8; Poser, 2003, S. 135; Siegel et al., 1988, S. 241). Hierdurch wird verhindert, dass CVC-Manager schnell zu Spitzenverdienern des Unternehmens aufsteigen und es zu internen Unstimmigkeiten kommt (Ernst & Young, 2009, S. 8; Weber, 2005, S. 30). Allerdings führt die Abweichung von der in der VC-Industrie üblichen und tendenziell höheren Vergütung dazu, dass erfolgreiche CVC-Manager⁴⁸ häufig zu unabhängigen VC-Gesellschaften wechseln (Dauderstädt, 2013, S. 31). Eine Adaption der VC-Vergütungsstruktur führt jedoch zu einer höheren Risikoaffinität durch vermehrte Investitionen in Early-Stage Ventures (Dushnitsky & Zur Shapira, 2010, S. 1) sowie zur primären Verfolgung finanzieller Zielsetzungen (Hill et al., 2009, S. 21). Aufgrund der skizzierten Vor- und Nachteile der Vergütungsmodelle haben sich in der CVC-Praxis immer mehr Mix-Modelle etabliert, die Fixgehälter mit Bonuszahlungen kombinieren. Die Bonuszahlungen sind dabei sowohl an die finanzielle Performance wie auch an den Technologie- und Wissenstransfer gebunden (Ernst et al., 2005, S. 240; Weber, 2005, S. 31).

3.1.4.4 Investmentfokus

Der Investmentfokus wird durch die angestrebten Zielsetzungen (siehe Kap. 3.1.3) bestimmt und besteht in der Regel aus den vier typischen Elementen einer CVC-Beteiligung: Industrie, Technologie⁴⁹, Finanzierungsphase und

⁴⁸ Ein guter CVC-Manager ist durch VC-Erfahrung, relevantes Know-how (Technologie, Markt etc.), umfassende Unternehmenskenntnisse mit internem Netzwerk sowie eine hohe interne und externe Reputation charakterisiert. Siehe hierzu u. a. Dierks & Weber (2002, S. 548); Ernst & Young (2009, S. 7); Poser (2003, S. 131–132); Weber & Weber (2005, S. 53).

⁴⁹ Der Technologiebegriff wird überwiegend mit technischen Entwicklungen wie dem Internet, Elektrotechnik und Maschinen etc. assoziiert. In der vorliegenden Arbeit wird der Begriff um den Aspekt der Geschäftsmodellinnovationen erweitert. So sind es meist disruptive Geschäftsmodellinnovationen, die das Kerngeschäft etablierter Medienunternehmen kannibalisieren. Siehe hierzu u. a. Clasen (2013a, S. 38–39); Engel (2011, S. 42); Teece (2007, S. 1327).

Region (Hülsebüsch & Haug, 2013, S. 263–265; Keil, Zahra & Maula, 2004, S. 3–4; Poser, 2003, S. 119–120).⁵⁰ Die Ausgestaltung der Elemente kann dabei je nach Zielsetzung sehr spezifisch oder weitgefasst ausfallen. Zum Beispiel würde ein CVC-Programm mit dem Ziel eines umfassenden Frühwarnsystems einen eher weiten, unspezifischen Ansatz zur Beobachtung einer Vielzahl von Technologien und Industrien wählen, während ein CVC-Programm zur Stärkung des Kerngeschäftes einen spezifischeren, begrenzten Investmentfokus verfolgen würde (Poser, 2003, S. 119–120). Entsprechend zeigt Kann (2001, S. 106–107), dass CVC-Programme mit einem F&E-Auftrag fast ausschließlich in das Kerngeschäftsfeld der Konzernmutter investieren. Ist das Ziel die Erschließung neuer Märkte und Technologien, werden hingegen beinahe ausnahmslos Beteiligungen an Start-up-Unternehmen aus sogenannten ‚emerging industries‘ eingegangen. Des Weiteren ergänzt Hass (2011, S. 53), dass Investmentaktivitäten aus einer externen Perspektive zwar meist einen expansiven Charakter vermuten lassen, bei detaillierter Analyse jedoch eher einen verteidigenden und bestandswahrenden Charakter haben. Dabei zeigt er, dass dies gerade für die traditionellen Medienunternehmen aus dem Bereich des Publishings der Fall zu sein scheint. Neben der Zielsetzung ist bei der Ausgestaltung des Investmentfokus zusätzlich zu berücksichtigen, dass es bei zu vielen und spezifischen Investitionskriterien schwierig ist, eine ausreichende Masse an Beteiligungsunternehmen zu identifizieren (Hardy-*mon*, DeNino & Salter, 1983, S. 120; Siegel et al., 1988, S. 234).⁵¹

Untersuchungen bezüglich der Auswirkungen des Verwandtschaftsgrades zwischen Portfoliounternehmen und Konzernmutter auf die Innovationsleistung der Konzernmutter zeigen eine ‚inverted U-shape‘-Beziehung. So wirken sich insbesondere Beteiligungen an verwandten, nicht kerngeschäftsnahen Unternehmen positiv auf die Innovationsleistung aus. Kerngeschäftsnahen Beteiligungen bestätigen hingegen primär bestehende Unternehmenskenntnisse, während Beteiligungen an vollkommen unverwandten Start-up-Unternehmen zu wenig Ansatzpunkte zur Hebung von Synergien besitzen (Keil, Maula, Schildt & Zahra, 2008, S. 904; Lee & Kang, 2015, S. 367; Wadhwa, Phelps & Kotha, 2016, S. 96).⁵² Die Problematik der Diversifikation in kerngeschäftsfernen Geschäftsfelder fasst Sykes (1990: 47) wie folgt zusammen:

⁵⁰ Im weiteren Verlauf des Kapitelabschnittes wird primär auf die Auswirkungen des Verwandtschaftsgrades zwischen den beteiligten Unternehmen und deren geografischer Distanz eingegangen. Zu der Relevanz der Finanzierungsphasen sei auf die Ausführungen in den Kapiteln 3.1.1.2 und 3.1.4.3 verwiesen.

⁵¹ Zur Notwendigkeit eines ausreichend großen Investmentportfolios siehe Kap. 3.1.4.3.

⁵² Die ‚inverted U-shape‘-Beziehung bzw. die Vorteilhaftigkeit von Investitionsbestrebungen in verwandte Geschäftsfelder entspricht den Forschungsergebnissen in der allgemeinen Managementliteratur. So zeigen beispielsweise Hauschild & Knyphausen-Aufseß (2013, S. 333) in ihrer Literaturzusammenfassung zur ressourcenorientierten Diversifikationsliteratur, dass 29 von 31

„[The] use of venture capital to explore entirely new, unrelated business areas also may be of value, but development of effective communication channels and implementation of follow-on strategies will be more difficult because it will be more difficult to find areas for mutually benefits business relationships through CVC.“ Die Ausführungen unterstützen die Ergebnisse einer aktuelleren Befragung unter 49 weltweiten CVC-Einheiten, nach der mehr als die Hälfte der CVCs überwiegend in verwandte Geschäftsbereiche (56 %), weniger als ein Drittel in das Kerngeschäft der Konzernmutter (27 %) und nur 17 Prozent in nicht verwandte sogenannte „White Space Opportunities“ investieren (Battistini et al., 2013, S. 33).⁵³ Die meisten VC-Investitionen wurden im letzten Jahr in Start-ups aus der Software (40 %)-, Biotechnologie (11 %)- und Media- und Entertainment-Branche (10 %) getätigt (National Venture Capital Association, 2016, S. 39).

Die regionale Fokussierung der CVC-Aktivitäten ist wesentlich durch die Anzahl potentieller Beteiligungen bestimmt. So existieren weltweit lokale Ballungszentren für unternehmerische Aktivitäten (Graybeal, Martinez & Lee Angela, 2016; Kommorowski, 2016). Beispielsweise werden 69 Prozent aller US-amerikanischen VC-Deals in den fünf Staaten Kalifornien, Massachusetts, New York, Texas und Washington State getätigt. Eine ähnliche Konzentration zeigt sich auch in Europa, wo London und Berlin mit zusammen 163 VC-Investitionen im Jahr 2014 fast doppelt so viel VC-Investitionen registrierten wie die restlichen Top-7-Städte Europas zusammen (Ernst & Young, 2015, S. 22).⁵⁴ Zusätzlich zu der Anzahl an potentiellen Investmentoptionen wird die regionale Fokussierung durch die Möglichkeit zur Interaktion mit dem Start-up beeinflusst (Poser, 2003, S. 53). So versuchen CVCs wie IVCs, die Reisezeit zur Teilnahme z. B. an Board Meetings der Portfoliounternehmen zu minimieren. Des Weiteren erschwert eine große geografische Entfernung die gerade für CVCs zur Generierung der strategischen Mehrwerte notwendigen Austauschbeziehungen zwischen der CVC-Einheit, dem Portfoliounternehmen und der Konzernmutter. Entsprechend werden CVC-Investments häufig in regionaler Nähe zur Konzernmutter getätigt (MacMillan et al., 2008, S. 33; Weber & Weber, 2005, S. 61). Ferner gibt es mehrere etablierte Unternehmen, die CVC-Einheiten in den genannten Ballungszentren unternehmerischer Aktivitäten gründen (z. B. Bertelsmann

Forschungsarbeiten eine direkte oder indirekte positive Auswirkung der Ressourcenverwandtheit auf die Unternehmensperformance nachweisen. Siehe hierzu u. a. auch Palich, Cardinal & Miller (2000); Wan, Hoskisson, Short & Yiu (2011).

⁵³ Die Ergebnisse von Battistini et al. bestätigen weitestgehend eine vorherige Untersuchung von Ernst et al. (2005, S. 238), nach der es 60 Prozent der CVCs bevorzugen, sich an Unternehmen mit komplementären Technologien („related non-core business“) zu beteiligen.

⁵⁴ Die restlichen Top-7-Städte sind (Anzahl Investments): Paris (40), Stockholm (14), München (13), Moskau (13) und Hamburg (9).

mit Bertelsmann Digital Media Investments in New York), um am dortigen VC-Markt aktiv zu werden und die Interaktionsmöglichkeiten zu verbessern (Dushnitsky, 2012, S. 169). Ein weiteres prominentes deutsches Beispiel ist Axel Springer mit seiner Büroeröffnung in New York im Jahr 2016 als zweitem US-Standort neben dem Silicon Valley. Ziel der Büroeröffnung ist es, durch eine Vorortpräsenz besser an den dortigen digitalen journalistischen Innovationen zu partizipieren (Mota, 2016).

Zur Umsetzung des Investmentfokus und zur Erreichung der damit verfolgten Zielsetzung ist ein effektiver CVC-Investitionsprozess notwendig. Dieser CVC-Investitionsprozess ist Gegenstand des nachfolgenden Kapitels.

3.1.5 CVC-Investitionsprozess

Der Ablauf der einzelnen Phasen des Investitionsprozesses (siehe Abbildung 6) ist zwischen VC- und CVC-Gesellschaften deckungsgleich (Poser, 2003, S. 108). Insgesamt unterteilt sich der (C)VC-Investitionsprozess in fünf Phasen: Deal Flow, Due Diligence, Investitionsentscheidung, Interaktion und Desinvestition bzw. Exit (Dauderstädt, 2013, S. 20–21; Poser, 2003, S. 139). Innerhalb jeder Prozessphase ist dabei zu kontrollieren, inwieweit die Maßnahmen zur Erreichung der angestrebten Zielsetzung beitragen. Trotz des kongruenten Investitionsprozesses zwischen VC und CVC existieren, aufgrund der strategischen Zielsetzungen von CVC, der notwendigen Interaktion mit der Konzernmutter und der Nutzung der unternehmensinternen Ressourcen und Fähigkeiten, einige CVC-Besonderheiten bei der Umsetzung der einzelnen Prozessschritte (Souitaris & Zerbinati, 2014, S. 339–340). Ziel des Kapitels ist es, die wesentlichen Aufgaben innerhalb der Prozessschritte zusammenzufassen und die CVC-Besonderheiten innerhalb des Investitionsprozesses herauszustellen.

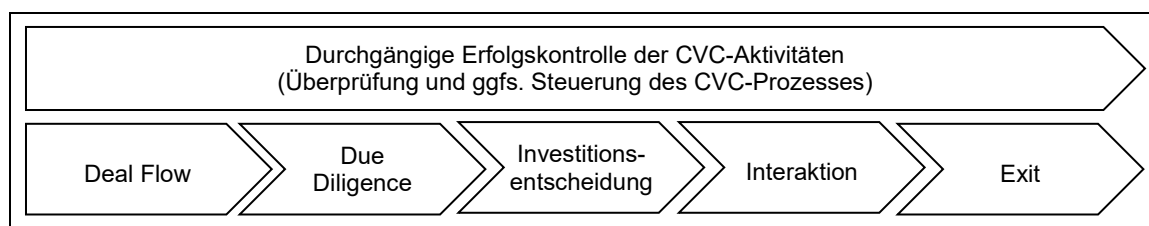


Abbildung 6: CVC-Investitionsprozess

Quelle: In Anlehnung an Poser (2003, S. 139)⁵⁵

⁵⁵ Der Investitionsprozess („process of running CVC“) von Poser (2003) findet sich in einer Vielzahl von CVC-Arbeiten (u.a. Neubecker, 2006) und basiert auf den Arbeiten von Berger & Dördrer (1998, S. 39); Schween (1996, S. 16); Yates & Roberts (1991, S. 31).

3.1.5.1 Deal Flow

Der Deal Flow (dt.: Handelsfluss) beschreibt den Zugang zu bzw. die Akquisition von Geschäftsideen bzw. potentiellen Beteiligungen. Ein hoher Deal Flow ist essentiell für den Erfolg von Corporate Venture Capital, da mit steigendem Deal Flow auch die Wahrscheinlichkeit wächst, geeignete Investitionsoptionen zu identifizieren (Winters & Murfin, 1988, S. 208–209). Des Weiteren gibt ein hoher Deal Flow einen Überblick über aktuelle Trends und Entwicklungen und ist damit bereits ein wesentlicher Teilaspekt der Zieldimension ‚Lernen‘ bzw. ‚Marktkennntnis‘ (Poser, 2003, S. 140; Weber, 2005, S. 17).⁵⁶

Zur Generierung von Deal Flow können Unternehmen auf verschiedene Quellen zurückgreifen (siehe Tabelle 8). Die meisten Investitionsoptionen werden durch Netzwerkkontakte in die VC-Community, zu Entrepreneuren oder durch interne Abteilungen generiert. Dabei sind Netzwerkkontakte zu unabhängigen Venture Capitalists am aussichtsreichsten für den Investorfolg. So zeigen Yates & Roberts (1991, S. 11), dass die ‚Top-Performer‘ ihren Deal Flow hauptsächlich über VC-Netzwerkkontakte generieren, während die ‚Bottom-Performer‘ auf interne Quellen zurückgreifen. Das Nutzen von Empfehlungen aus operativen Abteilungen der Konzernmutter bzw. die Förderung interner Geschäftsideen bietet allerdings auch einige Mehrwerte: (1) Aufgrund der Nähe ist ein strategischer Fit⁵⁷ zwischen der Empfehlung und der Unternehmensstrategie der Konzernmutter sehr wahrscheinlich; (2) es existiert bereits eine Vielzahl von zwischenmenschlichen Beziehungen, die den Austausch zur Generierung von Synergien zwischen den Parteien erleichtern; (3) es fördert die Wahrnehmung der CVC-Einheit als interne Entwicklungseinheit und reduziert etwaiges Konfliktpotenzial in Bezug auf andere Abteilungen innerhalb der Organisation (Souitaris & Zerbinati, 2014, S. 328–329). Insbesondere die sogenannte ‚Not-invented-here‘-Problematik kann durch eine enge Zusammenarbeit zwischen CVC-Einheit, operativen Geschäftseinheiten und internen F&E-Abteilungen der Konzernmutter reduziert werden (Brody P. & Ehrlich D., 1998, S. 62). Die ‚Not-invented-here‘-Problematik bezeichnet den Widerstand von internen Geschäftseinheiten oder Projektgruppen gegenüber der Integration externen Wissens und der Adaption externer Innovationsideen (Hauschildt, Salomo, Schultz & Kock, 2016, S. 52). So

⁵⁶ Nach Ernst et al. (2005, S. 17) und Röper (2004, S. 305) prüfen 71 bzw. 73 Prozent der CVCs über 200 Investitionsoptionen pro Jahr.

⁵⁷ Im Rahmen des ‚strategic Fit‘-Konzeptes wird die Kongruenz der Beteiligung, Akquisition oder Innovation mit der langfristigen Unternehmensstrategie der Konzernmutter kontrolliert. Die Leitfrage dieser Überprüfung ist dabei, inwieweit die Aktivität in das langfristige Produkt-/Marktkonzept bzw. die Ressourcen- und Technologiestrategie der jeweiligen Unternehmung passt (Hauschildt et al., 2016, S. 322).

fühlen sich häufig Mitarbeiter interner Abteilungen in ihrer eigenen Arbeitsleistung diffamiert, wenn Innovationen durch die CVC-Einheit generiert bzw. an sie herangetragen werden (Gaba & Bhattacharya, 2012, S. 180).

Tabelle 8: Bevorzugte Deal Flow-Quellen

	Siegel et al. (1988)	Sykes (1990)	Yates & Roberts	European Commission	Ernst et al. (2005)	MacMillan et al. (2008)*
Unabhängige VCs	34,6% (1)	27% (1)	28,2% (2)	4% (6)	-	89% (1)
Interne Abteilungen/Mitarbeiter	25,0% (3)	20% (2)	32% (1)	46% (2)	26,2% (2)	62% (2)
Initiativbewerbungen/Direkter Kontakt zu Entrepreneurern	28,8% (2)	-	17% (3)	49% (1)	36% (1)	-
Aktive Suche	-	-	-	44% (3)	-	57% (3)
Finanzielle Partner (z. B. Banken, Business Angels etc.)	7% (4)	-	7,6% (5)	-	21,6% (3)	9% (5)
Suche durch Externe (z. B. Unternehmensberatungen)	-	-	4,9% (6)	24% (4)	13,5% (4)	-
Andere CVCs	-	-	-	-	-	30% (4)
Weitere Quellen (Universitäten, VC-Foren, Beteiligungsbörsen etc.)	-	-	10,3% (4)	23% (5)	2,7% (5)	-

* Werte spielen die Bedeutung als wichtig und sehr wichtig wieder; (#): Rangfolge innerhalb der jeweiligen Studie

Quelle: Eigene Darstellung

3.1.5.2 Due Diligence

Die Due Diligence (dt.: Beteiligungswürdigkeitsprüfung) ist ein mehrstufiger Prozess innerhalb des CVC-Investitionsprozesses zur Bewertung und Analyse einer potenziellen Beteiligung (Bestmann, 2013, S. 223; Neubecker, 2006, S. 84). Ziel der Due Diligence ist es, die Informationsasymmetrien zwischen Portfoliounternehmen und Investoren zu reduzieren (Poser, 2003, S. 62). Als Informations- und Entscheidungsgrundlage fungieren – neben den eigenen Recherchen und Trendbeobachtungen der CVC-Einheit – die durch die Portfoliounternehmen zur Verfügung gestellten Unternehmensdaten sowie die Geschäfts- und Businesspläne (Neubecker, 2006, S. 89; Poser, 2003, S. 65).

Generell lässt sich der Due-Diligence-Prozess in eine Vor-, Haupt- und Feinprüfung unterteilen, in denen die im Rahmen des Deal Flow angeworbenen Geschäftsideen hinsichtlich finanzieller, steuerlicher, rechtlicher, technologischer, marktbedingter, personeller sowie kultureller Faktoren untersucht werden (Blöcher, 2001, S. 34–35; Schefczyk, 2006, S. 27–29; Scott, 2001, S. 26–27; Siegel et al., 1988, S. 237). Die einzelnen Prüfkriterien werden sowohl von IVCs als auch von CVCs gleichermaßen angewendet. Durch die strategischen Zielsetzungen messen CVCs den einzelnen Prüfkriterien jedoch eine von der VC-Industrie abweichende Bedeutung bei. So sind CVCs eher dazu bereit, bei einem strategischen Fit der Investitionen Schwächen bzgl. des erwarteten finanziellen Returns und der Qualität der Gründer zu tolerieren (Dierks & Weber, 2002, S. 686–687; Poser, 2003, S. 143; Siegel et al., 1988, S. 236). Zudem sind insbesondere die Kriterien „product fits with corporation long-term strategy“ und „market industry is attractive to corporation“ als produkt- und marktspezifische Kriterien für CVCs relevant (Röper, 2004, S. 351–355; Siegel et al., 1988, S. 236).

Zur Bewertung der einzelnen Prüfkriterien greifen CVCs meist auf die Ressourcen und Fähigkeiten der Konzernmutter zurück und beschäftigen weniger externe Berater als klassische VC-Investoren. So prüfen hauptsächlich interne Unternehmenseinheiten das technologische Potenzial und den Fit zwischen Portfoliounternehmen und Konzernmutter (Ernst & Young, 2009, S. 9; Soutaris & Zerbinati, 2014, S. 330).⁵⁸ Problematisch an der Einbeziehung operativer Einheiten ist, dass dadurch die vorhandenen Kompetenzen als Informationsfilter wirken und somit etwaige vorteilhafte kerngeschäftsferne und disruptive Technologien bzw. Beteiligungsoptionen, die strategisch opportun erscheinen oder Kannibalisierungseffekte hervorrufen könnten, aufgrund der Eigeninteressen der operativen Einheit abgelehnt werden (Freese et al., 2007, S. 112; Hipp, 2003, S. 295).

3.1.5.3 Investition

Im Durchschnitt kommt mit circa zwei bis drei Prozent aller im Rahmen der Due Diligence beurteilten Unternehmen ein Beteiligungsvertrag zustande (Schefczyk, 2004, S. 45). Die Investitionsphase umfasst primär die abschließende finanzielle Bewertung des Start-ups und die Ausarbeitung des Beteiligungsvertrages (Poser, 2003, S. 145). Neben der finanziellen Bewertung des Start-up-Unternehmens sind die Beteiligungsquote, die Finanzierungsinstrumente, die Bindung des Investitionskapitals an Meilensteine, Vereinbarungen

⁵⁸ Laut Ernst & Young (2009, S. 9) involvieren circa 74 Prozent aller CVCs die Geschäftseinheiten des Mutterunternehmens.

über Informations- und Kontrollrechte (z. B. Sitz im Vorstand), Liquidierungspräferenzen und Regeln zur „Anti-Dilution-Protection“⁵⁹ bei weiteren Finanzierungsrunden Gegenstand des Beteiligungsvertrages (Ernst & Young, 2009, S. 9; Schefczyk, 2006, S. 29–30).

Da zum Zeitpunkt des Investments viele Start-ups noch keine signifikanten Erträge erwirtschaftet haben, sind viele Verfahren zur Unternehmensbewertung nicht geeignet (Graham, 2005; Poser, 2003, S. 67). Die gängigsten Verfahren zur Bestimmung des Unternehmenswertes sind deswegen die Ansätze des Discounted-Cashflows-Verfahrens und des Market Comparables bzw. Multiples (Neubecker, 2006, S. 90; Schefczyk, 2006, S. 213–216). Trotz dieser sowohl von VCs als auch CVCs gleichermaßen genutzten Verfahren liegen die Beteiligungssummen von CVC-Einheiten meist über denen der VC-Gesellschaften (Ernst & Young, 2009, S. 6, Ernst & Young, 2013, S. 5; Gompers & Lerner, 1998, S. 39). Dieses ‚Premium‘ lässt sich durch die angestrebten strategischen Mehrwerte bzw. die erwarteten Synergiepotenziale zwischen der Konzernmutter und dem Portfoliounternehmen erklären. So liegen durch die zusätzlichen strategischen Zielsetzungen bzw. angestrebten Mehrwerte bei CVCs und VCs unterschiedliche Annahmen über die Werthaltigkeit des Start-up-Unternehmens vor.

Neben der Bereitstellung von finanziellem Kapital setzen insbesondere Medienunternehmen häufig auch andere Ressourcen als Finanzierungsinstrument ein. So nutzen Medienunternehmen in sogenannten Media-for-Equity- oder Media-for-Revenue-Deals ihre Werbekraft, indem sie Start-ups Werbezeit im Gegenzug für eine Eigenkapital (Equity)- oder Umsatzbeteiligung (Revenue) anbieten. Ziel der Medienunternehmen ist es, durch diese Investitionen ihre freien Werbezeiten und hohen Publikumsreichweiten zu nutzen, um innovative Geschäftsmodelle zu erschließen und zu fördern (Busse & Jakobs, 2011).

3.1.5.4 Interaktion

In Anlehnung an die häufig als ‚Heirat‘ bezeichnete Beziehung zwischen VCs und ihren jeweiligen Beteiligungsunternehmen sprechen Weber & Weber (2011, S. 255) von einer „Dreiecksbeziehung“ zwischen den operativen Abteilungen der Konzernmutter, deren CVC-Einheit und dem Start-up (siehe Abbildung 7). Innerhalb dieses Beziehungsgeflechts nimmt die CVC-Einheit, ob als Tochtergesellschaft oder dedizierte Abteilung, eine Vermittler- und

⁵⁹ Vertragsvereinbarung, die einen Investor vor einer substantiellen Reduktion („Verwässerung“) seiner Unternehmensanteile im Zuge weiterer Finanzierungsrunden bzw. vor weiteren Investoren schützt (National Venture Capital Association, 2016).

Koordinatorenrolle zwischen der Konzernmutter und dem Portfoliounternehmen ein (Ernst et al., 2005, S. 234; MacMillan et al., 2008, S. 20; Souitaris & Zerbinati, 2014, S. 338).⁶⁰ Die Aufgabe der CVC-Einheit ist dabei einerseits die Kontrolle und Unterstützung der jeweiligen Portfoliounternehmen und andererseits die weitere Realisierung der strategischen Zielsetzungen der Konzernmutter (Dushnitsky, 2012, S. 185–188; Ernst & Young, 2009, S. 9; Poser, 2003, S. 146). So werden zwar bereits im Zuge des Deal Flows (siehe Kap. 3.1.5.1) und der Due Diligence (siehe Kap. 3.1.5.2) strategische Mehrwerte (z. B. Window on Technology) realisiert, jedoch kann ein umfassender Einblick in die technologischen und marktbedingten Entwicklungen sowie die Hebung von etwaigen Synergien erst durch einen intensiven Austausch zwischen den Parteien erfolgen. Des Weiteren reduziert die frühzeitige Einbeziehung der Konzernmutter das mögliche Auftreten von Konfliktpotenzialen zwischen den Parteien, erhöht den strategischen Fit der CVC-Aktivitäten mit der Unternehmensstrategie und verbessert den Rückgriff auf die unternehmensinternen Ressourcen und Fähigkeiten (Poser, 2003, S. 125; Souitaris & Zerbinati, 2014, S. 330).

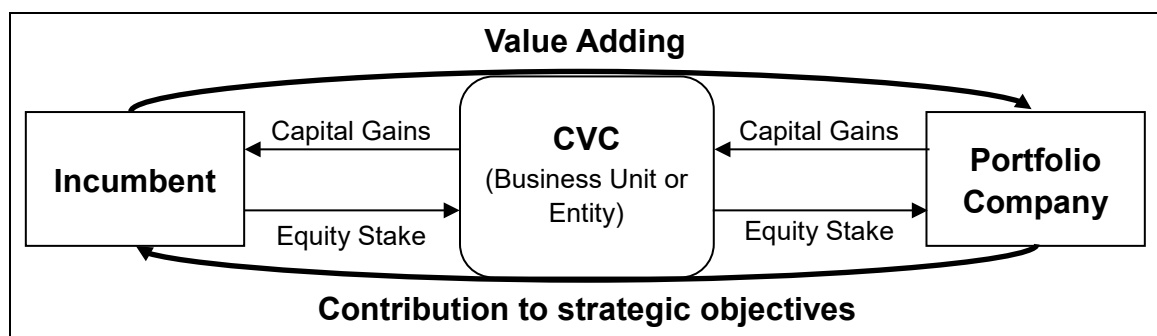


Abbildung 7: Interaktionsbeziehungen von CVC-Einheiten

Quelle: In Anlehnung an Ernst et al. (2005, S. 234)

Die Maßnahmen zur Unterstützung und Kontrolle sowie zur Realisierung der strategischen Zielsetzungen sind nicht eindeutig voneinander zu trennen. So eignet sich die CVC-Einheit im Rahmen der Unterstützungs- und Kontrollmechanismen (z. B. Sitz im Vorstand des PU oder der Managementberatung) Wissen an, das wiederum der Konzernmutter z. B. durch Workshops zugänglich gemacht wird. Trotz der Kenntnis dieser Abhängigkeiten wird zur Vereinfachung zunächst auf die Unterstützungs- und Kontrollmechanismen

⁶⁰ Als zusätzliche Beziehung bzw. vierte Partei im Beziehungsgeflecht von Corporate Venture Capital wird in vielen Arbeiten noch die Beziehung zur VC-Industrie angeführt (z. B. Freese, 2006, S. 29; Freese, Keil & Teichert, 2007, S. 116; Poser, 2003, S. 123). Die Beziehungen zur VC-Industrie und ihre Auswirkungen wurden bereits im Rahmen der Kapitel 3.1.4.1, 3.1.4.2, 3.1.5.1 und 3.1.5.2 ausführlich diskutiert und werden im folgenden Kapitel nicht weiter berücksichtigt.

(Kap. 3.1.5.4.1) eingegangen, bevor anschließend die möglichen Interaktionsmaßnahmen mit der Konzernmutter beschrieben werden (Kap. 3.1.5.4.2).

3.1.5.4.1 Überwachung und Unterstützung (Value Added)

Zusätzlich zu der Bereitstellung finanzieller Mittel zeichnet sich (Corporate) Venture Capital durch weitere Sach- und Dienstleistungen (Value-added) zur Förderung des Start-ups aus (siehe Kap. 3.1.1.2). Besonders durch die Ressourcen und Fähigkeiten der Konzernmutter können CVCs dabei weitreichende und zu Venture Capitalists komplementäre Unterstützungsleistungen bieten (siehe Kap. 3.1.4.1). So bekommen Portfoliounternehmen durch CVCs Zugang zu Laboren und Testumgebungen, Wissen über aktuelle Industrietrends und besseren Zutritt zu den Kapitalmärkten aufgrund des mit der Verbindung zur etablierten Unternehmung einhergehenden Reputationsgewinns (Dushnitsky & Shaver, 2009, S. 1047). MacMillan et al. (2008, S. 20–21) aggregieren die verschiedenen Unterstützungsleistungen und unterscheiden zwischen Sachleistungen (Scientific, Engineering, Management, Marketing) und strategischen Unterstützungsleistungen (Zugang zu Kunden, Lieferanten, Partnern), wobei sie als häufigste Unterstützungsleistungen den strategischen Zugang zu Partnern, Kunden sowie zum wissenschaftlichen Support identifizieren. Insgesamt bieten circa drei Viertel der CVCs alle bzw. Teile der genannten Value-added-Leistungen an (European Commission, 2001, S. 6).

Neben der vertraglichen Bindung von finanziellen Unterstützungsleistungen an das Erreichen von Meilensteinen (siehe Kap. 3.1.5.3) übernehmen zahlreiche CVCs zur Kontrolle ihrer Beteiligungen einen stimmberechtigten oder nicht stimmberechtigten Sitz im Vorstand des Portfoliounternehmens (Ernst et al., 2005, S. 240). Die Ausgestaltung des Vorstandssitzes korreliert mit der Zielsetzung der CVC-Aktivitäten. So nehmen CVCs mit einer stärkeren finanziellen Zielsetzung der Aktivitäten überproportional oft einen stimmberechtigten Sitz im Vorstand ein, während CVCs mit primär strategischen Zielsetzungen in der Regel einen nicht stimmberechtigten Sitz beanspruchen (MacMillan et al., 2008, S. 16). Des Weiteren besuchen CVC-Manager zur Kontrolle und Abstimmung der Aktivitäten die jeweiligen Portfoliounternehmen ein- bis zweimal im Monat bzw. im Quartal. Die durchschnittliche Betreuungsintensität pro Beteiligungsunternehmen liegt bei 6,5 Stunden/Woche als Lead-Investor bzw. 3,4 Stunden/Woche als Co-Investor (Röper, 2004, S. 360–361).

Die Ausführungen zeigen, dass die Unterstützungsleistungen und die Betreuung der Portfoliounternehmen nicht nur zur Kontrolle und Förderung der Beteiligungsunternehmen dienen, sondern durch sie auch Einblicke in den Geschäftsverlauf gewonnen werden. Die so erzielten Erkenntnisse gilt es wiederum in die Konzernmutter zu überführen. Die Herausforderungen und Möglichkeiten zur Förderung der Transformations- bzw. Austauschbeziehungen sind Gegenstand des folgenden Kapitelabschnitts.

3.1.5.4.2 Realisierung strategischer Mehrwerte

Unabhängig von den spezifischen Einzelzielen bzw. den Zielclustern Lernen, Hebeleffekt oder Optionen ist es die übergeordnete Bestrebung des Corporate Venture Capitals, von den Eigenschaften der Start-up-Unternehmen zu profitieren und neue Erkenntnisse in die etablierte Unternehmung zu überführen (siehe Kap. 3.1.1.4 und 3.1.3). Zur Generierung von Wissens-, Synergie- und Lerneffekten ist – trotz des Beitrages vorheriger Prozessschritte (siehe Kap. 3.1.5.1 und 3.1.5.2) – ein intensiver Austausch zwischen den Parteien einer CVC-Partnerschaft notwendig (Poser, 2003, S. 148; Sykes, 1990, S. 44; Weber, 2005, S. 37). So zeigen Lee & Kang (2015, S. 369): „Although CVC investments are a valuable strategy for searching new technologies and business opportunities, firms without the capabilities to absorb the new technologies and recombine them with its existing knowledge base might find that the benefits for them are limited.“ In anderen Worten: Die Absorptionsfähigkeit (engl.: absorptive capacity) einer Unternehmung ist entscheidend für den strategischen Erfolg der CVC-Aktivitäten (Cohen & Levinthal, 1990; Dushnitsky & Lenox, 2005b, S. 636; Lane & Lubatkin, 1998; Zahra & George, 2002). Folglich gilt die Einbindung der CVC-Aktivitäten in die Konzernstruktur und -abläufe als eine der größten Herausforderungen und einer der wichtigsten Erfolgsfaktoren für CVC als langfristiges Wachstums- und Entwicklungswerkzeug (Covin & Miles, 2007, S. 184; Dauderstädt, 2013; Ernst & Young, 2009; Stein & Klein, 2005).

Der Austausch zwischen den Parteien kann dabei sowohl informell bzw. situationsbedingt wie auch kontrolliert in Form von Meetings, Vorträgen und Workshops, mittels Durchführung gemeinsamer Projekte oder direkter Arbeitsbeziehungen erfolgen (Freese et al., 2007, S. 118–119; Hülsebüsch & Haug, 2013, S. 269; Keil, 2004, S. 821; Keil et al., 2004, S. 5). Eine spezielle Form zur Förderung der Beziehung zwischen Mutter- und Portfoliounternehmen ist eine Art Sponsor-Programm, in dem jeweils eine dem Start-up nahestehende operative Geschäftseinheit als Mentor fungiert und eine intensive Austauschbeziehung zum Start-up aufbaut (Souitaris & Zerbinati, 2014, S. 335). Grundsätzlich gilt: Je intensiver der Austausch zwischen dem Beteiligungsunternehmen und den jeweiligen Geschäftsbereichen ist, desto höher

ist der strategische Nutzen (Röper, 2004, S. 56; Sykes, 1990, S. 37). Entsprechend zeigen Wadhwa & Kotha (2006, S. 819): „[W]hen investor involvement is high, [...] an increase in investments boosts innovation“.

Trotz der Vorteile eines intensiven Austausches mit den Portfoliounternehmen schwächt eine zu enge Anbindung der Portfoliounternehmen an die Konzernmutter die Rolle und Wahrnehmung der CVC-Einheit als Investor und wirkt abschreckend auf potentielle Beteiligungsunternehmen. So befürchten die meisten Start-up-Unternehmen Imitationen und zweifeln an den Absichten der CVC-Einheit, immer im besten Sinne des Start-ups zu handeln (Benson & Ziedonis, 2009, S. 335; Katila et al., 2008, S. 322; Knyphausen-Aufseß, 2005, S. 25). Nichtsdestotrotz sind die Unternehmer sich bewusst, dass die einzigartigen Ressourcen und Fähigkeiten der etablierten Unternehmung einen wesentlichen Beitrag zur eigenen Unternehmensentwicklung leisten können. Diesen Trade-off zwischen den Unterstützungsleistungen und der Gefahr vor Imitationen oder Übernahmen bezeichnen Katila et al. (2008, S. 295) als „shark dilemma“.⁶¹ Gemäß der Metapher kooperieren (schwimmen) Unternehmer nur mit CVC-Investoren (sharks), wenn sie Mechanismen zum Schutz ihres Unternehmens aufbauen können und eine hohe Komplementarität zwischen dem Portfoliounternehmen und der Konzernmutter vorliegt (Katila et al., 2008, S. 321; Maula et al., 2009, S. 275). Mögliche Schutzmechanismen sind u. a. die Ablehnung von Vorstandssitzen, die Begrenzung der Beteiligungshöhe oder die erstmalige Hinzunahme von CVCs in der Later-Stage-Phase, wenn eine Übernahme bzw. Imitation aufgrund der bereits am Markt etablierten Geschäftstätigkeiten des Start-ups erschwert ist (Katila et al., 2008, S. 322; Maula et al., 2009, S. 275). Des Weiteren bieten auch unabhängige Venture Capitalists und die durch ein ‚Fehlverhalten‘ des CVCs bestehende Gefahr des Reputationsverlustes innerhalb des VC-Netzwerkes Schutz für das Start-up-Unternehmen (Hallen, Katila & Rosenberger, 2014, S. 1096). Diese primär von kerngeschäftsnahen Start-ups angewendeten Schutzmechanismen erschweren den von etablierten Unternehmen angestrebten Einsatz von CVC als Frühwarnsystem vor neuen kannibalisierenden Geschäftsmodellen. Dieses Dilemma, dass gerade jene Start-ups nicht an einer Beteiligung interessiert sind, die die Vormachtstellung der etablierten Unternehmen angreifen, wird von Dushnitsky & Shaver (2009, S. 1059) als das Paradoxon von Corporate Venture Capital bezeichnet.

⁶¹ Die bildliche Veranschaulichung von Konzernen als ‚Sharks‘ widerspricht der vornehmlich in der Entrepreneurshipliteratur vorherrschenden Auffassung von etablierten Unternehmen als langsam, behäbig und/oder schwerfällig. Siehe hierzu Maula et al. (2009, S. 275).

3.1.5.5 Desinvestitionen (Exit)

CVC-Investitionen sind – wie VC-Investments – Investitionen auf Zeit (siehe Kap. 3.1.1.4). Die Beendigung eines Beteiligungsverhältnisses wird als Desinvestition oder Exit bezeichnet (Neubecker, 2006, S. 97; Schween, 1996, S. 113). Die Wahl des Exit-Kanals und des Exit-Zeitpunktes ist eine der größten Herausforderungen von CVC-Einheiten, da im Vergleich zu den rein wertmaximierenden Zielen einer Beteiligung zusätzlich strategische Mehrwerte eingeschätzt werden müssen (Ernst & Young, 2009, S. 5; Hipp, 2003, S. 259–260; Poser, 2003, S. 149). So kann unter strategischen Gesichtspunkten der Verzicht auf einen finanziellen Gewinn aus einer Beteiligung vorteilhaft sein (Hipp, 2003, S. 259–260; Poser, 2003, S. 149). Andersherum besteht jedoch die Gefahr, dass finanziell fehlgeschlagene Investments durch strategische Mehrwerte gerechtfertigt bzw. die schwachen Renditen verharmlost werden (Covin & Miles, 2007, S. 196; Winters & Murfin, 1988, S. 52). Des Weiteren wird der rechtzeitige Ausstieg häufig durch persönliche Beziehungen und politische Machtkämpfe innerhalb der Konzernmutter beeinflusst (Brody P. & Ehrlich D., 1998, S. 62; Ernst et al., 2005, S. 237). Zur Unterstützung von Desinvestitionsentscheidungen hat Poser (2003, S. 150) eine 9-Felder-Entscheidungsmatrix entwickelt (siehe Abbildung 8).

Aus Sicht eines strategischen CVC-Investors zeigt die Entscheidungsmatrix, dass mit zunehmender strategischer Bedeutung die Beteiligung beizubehalten ist beziehungsweise – in Abhängigkeit der finanziellen Erfolgsaussichten – die strategischen Mehrwerte zu sichern sind. Entstehen keine strategischen Mehrwerte aus der Beteiligung, ist diese mit dem Ziel der Renditemaximierung bzw. -minimierung etwaiger Verluste aus dem Investmentportfolio zu entfernen. Entsprechend der hohen Dynamik und den schnellen Entwicklungszyklen von Start-up-Unternehmen empfiehlt sich eine regelmäßige Überprüfung des Portfolios anhand der Entscheidungsmatrix. Eine Möglichkeit zur Einschätzung des strategischen Mehrwertes einer Investition bilden die in Kapitel 3.1.5.4 dargestellten Austauschbeziehungen zu den operativen Einheiten und Managern der Konzernmutter.⁶²

⁶² Siehe hierzu auch nachfolgendes Kapitel 3.1.5.6.

		Finanzieller Erfolg		
		Keinen	Unsicher	Bevorstehend*
Strategischer Erfolg	Keinen	Exit	Exit-Möglichkeiten ausloten und finanziellen Erfolg maximieren	Exit und Realisierung der finanziellen Ertrages
	Unsicher	Exit	Weitere Unterstützung des PU und Maßnahmen zur Erhöhung der Erfolgswahrscheinlichkeiten überlegen	Exit und eventuelle Fortsetzung einer strategischen Austauschbeziehung
	Vorhanden	Weitere Finanzierung stoppen und strategische Mehrwerte sichern	Weitere Unterstützung des PU und Realisierung der strategischen Mehrwerte	Exit und/oder Beibehaltung von Anteilen zur Fortsetzung der strategischen Austauschbeziehung

* Finanzieller Erfolg wird erst mit der Durchführung des Exits erreicht. Aus diesem Grund kann der finanzielle Erfolg nur „bevorstehen“ so lange das Start-up sich noch im Besitz der CVCs befindet.

Abbildung 8: Exit-Entscheidungsmatrix

Quelle: In Anlehnung an Poser (2003, S. 150)⁶³

Zum Ausstieg aus einer Investition stehen mehrere Exit-Kanäle zur Verfügung. Wie bei den Finanzierungsphasen (siehe Kap. 3.1.1.2) gibt es auch bei den Exit-Kanälen unterschiedliche Bezeichnungen bzw. Granularitäten in der Erfassung (BVK, 2016, S. 17; EVCA, o. J.a; National Venture Capital Association, 2016, S. 87). In der vorliegenden Arbeit wird zwischen folgenden Exit-Kanälen unterschieden:

- Initial Public Offering (IPO)
IPOs bezeichnen die Erstemission von Unternehmensanteilen an der Börse (Freese, 2006, S. 16; National Venture Capital Association, 2016, S. 88). Die Veräußerung von Unternehmensanteilen über die Börse ist der profitabelste und aufgrund dessen auch der präferierte

⁶³ Eine empirische Überprüfung der Entscheidungsmatrix hat, soweit dem Autor bekannt, noch nicht stattgefunden.

Exit-Kanal (Poser, 2003, S. 74). Nachteile der IPOs sind die vergleichsweise höheren Kosten sowie die nur eingeschränkte bzw. zeitversetzte Veräußerung der Unternehmensanteile aufgrund von Lock-up-Vereinbarungen (Freese, 2006, S. 16–17; Poser, 2003, S. 74).

- Trade Sale

Ein Trade Sale bezeichnet die Veräußerung der Beteiligung an einen industriellen Investor (Freese, 2006, S. 16). Mit dem Ziel, durch Unternehmensakquisitionen Synergieeffekte zu erzielen, in neue Märkte einzutreten oder Marktanteile auszubauen, sind industrielle Investoren in der Regel bereit, einen höheren Preis (sogenanntes ‚Premium‘) zu bezahlen (Neubecker, 2006, S. 97; Poser, 2003, S. 75).⁶⁴ Ein Sonderfall des Trade Sales ist die Veräußerung an die Konzernmutter einer CVC-Einheit. So ist ‚identifying options to acquire‘ ein häufig angeführtes Einzelziel von Corporate Venture Capital (siehe Tabelle 6). Maula & Murray (2000, S. 1) zeigen, dass solche Akquisitionen jedoch eher selten sind. Die Ursachen für die geringe Akquisitionsquote liegen ihrer Meinung nach erstens in der bereits stattgefundenen Hebung der Synergiepotenziale und zweitens in dem hohem Konfliktpotenzial zwischen der CVC-Einheit, etwaigen Co-Investoren und dem Corporate Management der Konzernmutter bezüglich der Bewertung des Start-ups (Hill et al., 2009, S. 9; Siegel et al., 1988, S. 240). Des Weiteren besteht zusätzlich die Gefahr des Reputationsverlustes als ‚fairer‘ Investor (Souitaris & Zerbinati, 2014, S. 338).⁶⁵ Zur Reduzierung der Konflikte wird in einigen Fällen bereits bei der Gestaltung des Beteiligungsvertrages ein etwaiges Vorkaufsrecht oder der Ausschluss bestimmter Exit-Optionen festgelegt (Paßmann, 2010).

- Secondary Purchase

Ein Secondary Purchase ist ein Trade Sale an einen Finanzinvestor. Entsprechend den finanziellen Interessen des Investors fällt der Verkaufspreis in der Regel geringer aus als bei den beiden vorherigen Exit-Varianten (Poser, 2003, S. 76).

- Buy-back

Im Falle eines Buy-backs werden die Unternehmensanteile vom ursprünglichen Gründer zurückgekauft. Durch den bestehenden Finanzierungsbedarf der Unternehmung und die in der Regel begrenzten finanziellen Mittel der Gründer ist der finanzielle Erfolg des Exit-Kanals limitiert (Neubecker, 2006, S. 97).

⁶⁴ Siehe Kap. 3.1.5.3.

⁶⁵ Siehe Kap. 3.1.5.4.

- **Reverse Takeover**
Ein Reverse Takeover beschreibt die Übernahme eines großen Unternehmens durch eine kleinere Gesellschaft oder die Verschmelzung beider. Eines der bekanntesten Beispiele für einen versuchten Reverse Takeover in Deutschland ist die gescheiterte Übernahme der Volkswagen AG durch die Porsche AG (Hock, 2013).
- **Write-off**
Ein Write-off bezeichnet die totale Abschreibung einer Investition bzw. den Verkauf eines CVC-Investments für einen symbolischen Preis (EVCA, o. J.a).

In einer empirischen Erhebung befragte Röper (2004, S. 369) 57 deutsche und US-amerikanische CVC-Investoren hinsichtlich ihrer Exit-Präferenzen mit dem Ergebnis, dass IPOs vor Trade Sales, Secondary Purchases, Trade Sales durch die Konzernmutter und Buy-backs bevorzugt werden. Die Präferenzen entsprechen in absteigender Reihenfolge den je Exit zu erwartenden Renditen. So erzielen VCs durch IPOs bei einem USD-Einsatz und einer durchschnittlichen Haltedauer von 4,2 Jahren einen Cash-Return von 1,95 USD. Trade Sales erzielen hingegen nur einen Cash-Return 0,40 USD bei einer durchschnittlichen Haltedauer von 3,4 Jahren (Venture Economics, 1988).⁶⁶ Trotz der Präferenz der IPO ist nach Ernst & Young (2009, S. 9) die häufigste Exit-Variante von CVCs der Trade Sale (54 %), gefolgt von der Akquisition durch die Konzernmutter (15 %). IPOs (12 %) und Write-offs (12%) sind hingegen die am wenigsten anzufindenden Exit-Varianten.⁶⁷

3.1.5.6 Erfolgskontrolle

Zur Evaluierung der CVC-Aktivitäten hinsichtlich der angestrebten Ziele (siehe Kap. 3.1.3) und des Investmentfokus (siehe Kap. 3.1.4.4) sowie zur Desinvestitionsentscheidung (siehe Kap. 3.1.5.5) ist eine durchgängige Erfolgskontrolle bzw. die Implementierung von Steuerungs- und Kontrollmechanismen notwendig. Neben der grundsätzlichen Kontroll- und Optimierungsfunktion dient ein CVC-Monitoringsystem, insbesondere zu Beginn der CVC-Aktivitäten, als Rechtfertigungsgrundlage, falls noch keine nennenswerten (finanziellen) Erfolge absehbar sind (Poser, 2003, S. 136–137).

⁶⁶ Zitiert nach Gompers & Lerner (1998, S. 34).

⁶⁷ Die relativ hohe Anzahl an Akquisitionen durch die Konzernmutter konnte in einer späteren Erhebung durch Ernst & Young (2013, S. 5) nicht bestätigt werden. Eine mögliche Ursache für die hohe Anzahl an Trade Sales durch den Mutterkonzern ist die kurz vor der Untersuchung ausgelöste Finanzkrise. Die Auswirkungen allgemeiner wirtschaftlicher Faktoren auf die CVC-Aktivitäten wurden bereits in Kap. 3.1.2 umfassend diskutiert.

Die Kontrolle des strategischen Mehrwerts einzelner CVC-Aktivitäten ist meist nicht uneindeutig und beruht auf den subjektiven Einschätzungen der Konzernmutter bzw. der CVC-Einheit (Battistini et al., 2013, S. 34; MacMillan et al., 2008, S. 34; Neubecker, 2006, S. 52–53; Röper, 2004, S. 58). Zusätzlich können häufig die Auswirkungen z. B. auf die Innovativität der Unternehmung nur bedingt einem konkreten Investment zugeordnet werden, da der strategische Wert oft indirekt und erst zeitversetzt entsteht (Dauderstädt, 2013, S. 32). Aufgrund der schwierigen Messbarkeit der strategischen Zielerreichung werden am häufigsten Finanzkennzahlen (Return of Investment, Cash-Burn-Rate, Internal Rate of Return) zur Steuerung der CVC-Aktivitäten erhoben und kontrolliert (Battistini et al., 2013, S. 34; Ernst et al., 2005, S. 240; Ernst & Young, 2009, S. 7; MacMillan et al., 2008, S. 35). Eine Korrelation zwischen dem strategischen und dem finanziellen Erfolg eines CVC-Investments konnte allerdings bisher nicht nachgewiesen werden, sodass finanzielle Indikatoren nur bedingt auf den strategischen Mehrwert für die Konzernmutter schließen lassen (Dushnitsky, 2011, S. 47; Röper, 2004, S. 386; Yates & Roberts, 1991, S. 17).

Ein erster Ansatz für ein umfassendes Kennzahlensystem findet sich bei Napp & Minshall (2011, S. 33), die auf Basis mehrerer Fallstudien zwischen qualitativen und quantitativen Kennzahlen sowie explorativen und exploitiven Mehrwerten auf Ebene der Konzernmutter und des Portfoliounternehmens unterscheiden. Mögliche Kennzahlen zur Messung des strategischen Erfolges sind nach Napp & Minshall (2011, S. 34) u. a. die Anzahl angemeldeter Patente, überprüfter Geschäftsideen, neuer Produkte aus der Kooperation, von ‚Open Innovation‘-Events, Workshops und Vorträgen sowie direkte Umsätze aus gemeinsamen Projekten mit dem Portfoliounternehmen. Trotz dieser Vielzahl an Kennzahlen zur Quantifizierung der strategischen Mehrwerte stellen die beiden Autoren fest, dass die Beziehungen zwischen dem Mutter- und dem Portfoliounternehmen kaum überwacht werden und zur Kommunikation mit anderen Abteilungen hauptsächlich auf Erfolgsgeschichten zurückgegriffen wird.

Als externer Indikator für die allgemeine Erfolgsbewertung eines CVC-Programmes wird in der CVC-Literatur meist auf die Lebensdauer bzw. Überlebensrate von CVC-Programmen und die durchgeführten Exit-Varianten zurückgegriffen (Souitaris & Zerbinati, 2014, S. 344). Zur Messung des strategischen Mehrwertes bzw. des CVC-Beitrages zur Innovativität der Konzernmutter haben mehrere CVC-Studien Veränderungen in den F&E-Ausgaben (Chesbrough & Tucci, 2004) oder bei der Anzahl eingereicherter Patente (Dushnitsky & Lenox, 2005a, 2005b; Schildt, Maula & Keil, 2005) als Indikatoren verwendet.

Die umfassenden Ausführungen zu Corporate Venture Capital zeigen die grundlegend vorwärtsgewandte Ausrichtung von CVC-Programmen zur Identifizierung und Erschließung neuer Möglichkeiten im Sinne des Entrepreneurships (Kap. 3.1). Dabei existieren zur Implementierung und Durchführung eines CVC-Programmes vielfältige und sich gegenseitig bedingende Entscheidungsmöglichkeiten. So müssen z. B. CVC-Einheiten als Vermittler durch Interaktions- und Austauschbeziehungen mit dem jeweiligen Portfoliounternehmen die Zielsetzungen der Konzernmutter umsetzen, ohne die Reputation am VC-Markt als verlässlicher, handlungsfähiger und ‚fairer‘ Investor aufzugeben. Des Weiteren ist eine Ausgestaltung des Investmentfokus gemäß den strategischen Zielsetzungen zu wählen, die eine ausreichend große Anzahl an potentiellen Portfoliounternehmen umfasst, ohne zu diversifizierend zu sein. Um die vielschichtigen Eigenschaften und Interdependenzen von CVCs zu erfassen und die Bedeutung bzw. den Beitrag von CVC im Sinne einer strategischen Unternehmensmaßnahme zur Generierung von Wettbewerbsvorteilen herauszustellen, wird im Folgenden auf den Ansatz des Organizational Drivetrains von Di Stefano et al. (2014) zurückgegriffen. Zunächst werden jedoch die Grundlagen des Ansatzes in den ressourcenbasierten Theorien des strategischen Managements (Resource-based View, Dynamic-Capability View) vorgestellt.

3.2 Grundlagen des strategischen Managements

Kern der strategischen Managementforschung ist die Frage, warum einige Unternehmen – trotz homogener wettbewerblicher und gesellschaftlicher Rahmenbedingungen – erfolgreicher sind als andere Unternehmen bzw. wie Unternehmen (nachhaltige) Wettbewerbsvorteile erzielen und verteidigen können (Poser, 2003, S. 121; Van de Vrande, Vareska & Vanhaverbeke, 2013, S. 1019). Zur Beantwortung der Frage nach der Generierung von Wettbewerbsvorteilen haben sich verschiedene Denkschulen entwickelt (Kaspar & Hagenhoff, 2003, S. 14; Welge & Al-Laham, 2012, S. 15).⁶⁸ Diese lassen sich in zwei dominierende Perspektiven unterteilen: (1) die externen, markt-orientierten Ansätze der Industrieökonomie (Market-based View, MBV) und (2) die internen, auf dem Prinzip der Effektivität und Effizienz basierenden Ansätze des Resource-based Views (RBV) (Kaspar & Hagenhoff, 2003, S. 16–18; Mierzejewska & Hollifield, 2006, S. 42; Saly, 2001, S. 19; Teece

⁶⁸ Die wohl bekannteste Differenzierung findet sich bei Mintzberg, Ahlstrand & Lampel (1999), die zwischen zehn verschiedenen Denkschulen (z.B. Positionierungsschule, Designschule, Planungsschule etc.) unterscheidet. Eine Zusammenfassung und Gegenüberstellung der einzelnen Denkschulen findet sich u. a. bei Kaspar & Hagenhoff (2003, S. 16–18); Müller-Stewens & Lechner (2011, S. 26–28).

et al., 1997, S. 510).⁶⁹ Ausgehend von klar abgrenzbaren Branchen und stabilen Wettbewerbsbedingungen erklären die marktorientierten Ansätze Wettbewerbsvorteile durch eine klare Positionierung einer Unternehmung am Markt (Welge & Al-Laham, 2012, 82 & 309). Vertreter des Resource-based Views erklären Performanceunterschiede zwischen Unternehmen hingegen durch deren unterschiedliche und einzigartige Ressourcenausstattung (Dillerup & Stoi, 2013, S. 16). Die Konzentration auf die Unternehmenseigenschaften im Rahmen der ressourcenorientierte Perspektive bietet dabei besonders bei einer Untersuchung im wettbewerbsintensiven Umfeld mit hoher Dynamik und Planungsunsicherheit einen Vorteil gegenüber den statischen Konstrukten des MBVs (Hagenhoff, 2003, S. 31; Kaspar & Hagenhoff, 2003, S. 41; Welge & Al-Laham, 2012, S. 309).⁷⁰

Aufgrund des hochdynamischen Wettbewerbsumfeldes eignet sich, entsprechend den vorherigen Ausführungen, insbesondere die ressourcenbasierte Perspektive des strategischen Managements zur Analyse des strategischen CVC-Einsatzes von TIME-Unternehmen.⁷¹ Zusätzlich befürworten Miller (2011, S. 887) und Saly (2001, S. 22–23) die Verwendung der ressourcenbasierten Ansätze für Analysen von Corporate Venturing Aktivitäten (siehe Kap. 1.2). Den Ausführungen folgend, werden zunächst die Annahmen, Eigenschaften und Grenzen des RBVs detailliert dargelegt (Kap. 3.2.1), bevor anschließend auf die Erweiterung des RBVs im Rahmen des Dynamic Capability Views eingegangen wird. Der Dynamic Capability View bildet wiederum die Grundlage für den Organizational Drivetrain Ansatz nach Di Stefano et al. (Kap. 3.2.2).

⁶⁹ Unter dem Sammelbegriff des Resource-based Views werden in der Literatur häufig mehrere Ansätze bzw. Weiterentwicklungen der ressourcenorientierten Managementlehre zusammengefasst. Neben dem Dynamic Capability View sind als Weiterentwicklungen vor allem der Competence-based View, Capability-based View und Knowledge-based View zu nennen. Auf eine explizite Vorstellung aller Weiterentwicklungen des RBV wird im Rahmen der Arbeit verzichtet. Für eine Gegenüberstellung und Abgrenzung der Ansätze siehe u. a. Hutterer (2013, S. 183–189); Müller-Stewens & Lechner (2011, S. 353).

⁷⁰ Dynamische Unternehmensumwelten sind gekennzeichnet durch verschwimmende Branchengrenzen, hohe Wettbewerbsintensität, neue Marktteilnehmer, unvorhersehbaren (technologischen) Wandel und die im Sinne von Schumpeter (1934) eintretende ‚kreative Zerstörung‘ bestehender Geschäftspotenziale (Eisenhardt & Martin, 2000, S. 1115; Teece, Pisano & Shuen, 1997, S. 509). Ergänzend sei erwähnt, dass nicht per se zwischen dynamischen und stabilen Umwelten differenziert werden kann, sondern der Übergang zwischen beiden ‚Umwelttypen‘ entlang eines Kontinuums erfolgt (Eisenhardt, Furr & Bingham, 2010).

⁷¹ Zum Wettbewerbsumfeld der TIME-Branche siehe Kap. 2.

3.2.1 Resource-based View

Die Vertreter des Resource-based Views begründen, wie bereits erwähnt, Erfolgsunterschiede zwischen Unternehmen einer Branche durch deren heterogene Ressourcenausstattungen (Müller-Stewens & Lechner, 2011, S. 346; Welge & Al-Laham, 2012, S. 87). Dabei liegen dem RBV zwei Annahmen zugrunde: (1) Es existieren Unterschiede in der Ressourcenausstattung von Unternehmen (Ressourcenheterogenität)⁷² und (2) die Ressourcen einer Unternehmung sind nur eingeschränkt mobil, sodass die Heterogenität im Zeitverlauf stabil ist (eingeschränkte Ressourcenmobilität) (Barney, 1991a, S. 101; Lockett, Thompson & Morgenstern, 2009, S. 10; Welge & Al-Laham, 2012, S. 88). Unternehmen sind dementsprechend als zeitstabile Bündel spezifischer, schwer zu imitierender und zu transferierender Ressourcen definiert (Barney, 1991a, S. 101; Eisenhardt & Martin, 2000, S. 1105; Penrose, 1959, S. 75–76; Rumelt, 1984, S. 557; Teece et al., 1997, S. 514; Wernerfelt, 1995, S. 172). Der erfolgreiche Einsatz der spezifischen Unternehmensressourcen führt zur Erwirtschaftung einer langfristigen Rendite, die einen die Opportunitätskosten des Ressourceneinsatzes überschreitenden Ertrag widerspiegelt (Hutterer, 2013, S. 183; Müller-Stewens & Lechner, 2011, S. 346–347). Mittels dieser Erklärung intra-industrieller Erfolgsunterschiede bzw. Wettbewerbsvorteile durch eine Inside-out-Perspektive versucht der RBV, Einblicke in die ‚Black Box‘ von Unternehmen zu geben (Hoopes, Madsen & Walker, 2003, S. 889; Müller-Stewens & Lechner, 2011, S. 348; Wirtz, 2016, S. 55). Aus einer Prozesssicht beginnt die Strategiebildung im RBV-Ansatz folglich mit der Identifikation der unternehmensspezifischen Ressourcenausstattung, bevor eine attraktive Industrie zum rentenstiftenden Einsatz der Ressourcen ausgewählt wird. Die individuelle Ressourcenausstattung bestimmt somit im Wesentlichen die zukünftige (strategische) Ausrichtung einer Unternehmung (Chan-Olmsted, 2006b, S. 164; Teece et al., 1997, S. 514).

Der Begriff der Ressourcenausstattung fasst in der vorliegenden Arbeit alle materiellen, nichtmateriellen und personellen Assets sowie Fähigkeiten, Prozesse und Routinen zusammen, die eine Unternehmung besitzt, kontrolliert oder die ihr zugänglich sind (Barney, 1991a, S. 101; Helfat et al., 2007, S. 4; Maritan & Peteraf, 2011, S. 1378; Wernerfelt, 1984, S. 172). Die Ressourcenausstattung als Ursprung von Wettbewerbsvorteilen umfasst somit alles, was

⁷² Als Ursache der Ressourcenheterogenität gelten die Unvollkommenheit von Faktormärkten (Barney, 1986) sowie die unternehmensinterne Ressourcenakkumulation (Dierickx & Cool, 1989a). Die Dominanz einer der beiden Ursachen wurde insbesondere zu Beginn der RBV-Forschung zwischen Barney und Dierickx & Cool kontrovers diskutiert. Siehe hierzu u. a. Barney (1989), Dierickx & Cool (1986a, 1986b). Für eine aktuellere Auseinandersetzung siehe Maritan & Peteraf (2011).

einer Unternehmung zur Leistungserstellung zur Verfügung steht (Müller-Stewens & Lechner, 2011, S. 346). Innerhalb der Ressourcenausstattung wird zwischen Ressourcen als materielle Inputgüter sowie Fähigkeiten, als Möglichkeiten eines Unternehmens Ressourcen rentenstiftend einzusetzen bzw. zu kombinieren, unterschieden (Helfat & Peteraf, 2003, S. 999; Hungenberg, 2014, S. 63; Teece et al., 1997, S. 515). Ressourcen sind somit alle sichtbaren und hauptsächlich materiellen, bewert- und handelbaren Assets, während Fähigkeiten alle unternehmensspezifischen, nicht sichtbaren und hauptsächlich immateriellen Assets bezeichnen, die nicht bewertet und nur im Rahmen ganzer Organisationen oder Abteilungen transferiert werden können (Makadok, 2001, S. 387–389). Sind Fähigkeiten stark wiederholend und verlaufen nach demselben Verhaltensmuster, werden sie auch als Routinen bezeichnet (Dillerup & Stoi, 2013, S. 17; Teece et al., 1997, S. 516; Teece, 2012, S. 1396; Winter, 2003, S. 991). Neben den Begriffen ‚Ressourcen‘ und ‚Fähigkeiten‘ haben Prahalad & Hamel (1990) den Begriff der Kernkompetenzen für Ressourcen eingeführt, die den Zugang zu mehreren Märkten schaffen, erheblich zum Kundennutzen beitragen und schwer durch Wettbewerber zu imitieren sind. Die Definitionen zeigen, dass die Abgrenzung zwischen den einzelnen Begriffen hauptsächlich gradueller Natur ist. Folglich kommt es in der unternehmerischen Praxis sowie in der Managementforschung zu einer weitestgehend synonymen Begriffsverwendung (Barney, 2002, S. 156–157).

Zur Untersuchung, ob eine Ressource bzw. Fähigkeit einen nachhaltigen Wettbewerbsvorteil bietet, werden in der strategischen Managementliteratur mehrere sich überschneidende Konzepte eingeführt (Poser, 2003, S. 19–20; Teng, 2007, S. 127).⁷³ Eines der am weitesten verbreiteten Konzepte ist das von Barney (1991a) entwickelte VRIN-Konzept. Gemäß Barney muss zur Erzielung eines nachhaltigen Wettbewerbsvorteils eine Ressource/Fähigkeit wertvoll (valuable), selten (rare), nicht imitierbar (inimitable) und nicht substituierbar (non-substitutable) sein:⁷⁴

- Werthaltigkeit: Eine Ressource gilt als wertvoll, wenn sie dazu beiträgt, die Kosten zu senken bzw. die Erträge zu steigern. Sie erhöht somit die Effektivität oder Effizienz der Unternehmung.

⁷³ Neben dem in der Arbeit verwendeten VRIN-Konzept von Barney (1991) finden sich weitere Kriterienkonzepte u. a. bei Bamberger & Wrona (1996); Collis & Montgomery (1995); Grant (1991); Peteraf (1993). Für eine Zusammenfassung der einzelnen Ansätze siehe Poser (2003, S. 18–31).

⁷⁴ Für die nachfolgenden Ausführungen siehe neben Barney (1991a), (1995), (2002) auch Chan-Olmsted (2006b, S. 164); Fuchs (2013, S. 47–48); Knyphausen-Aufseß (1993, S. 76–77); Macharzina & Wolf (2012, S. 334–335); Welge & Al-Laham (2012, S. 90–95).

- Seltenheit: Steht eine Ressource bzw. Fähigkeit allen Unternehmen zur Verfügung, kann sie bestenfalls zu einer Wettbewerbsparität, jedoch keinesfalls zu einem Wettbewerbsvorteil führen. Im besten Fall steht eine Ressource nur einem Unternehmen zur Verfügung. Ist dies nicht gegeben, sollte die Ressource es dem jeweiligen Unternehmen zumindest ermöglichen, eine vorteilhafte Situation gegenüber den Wettbewerbern zu erlangen bzw. zu verteidigen.
- Nicht-Imitierbarkeit: Das Attribut der Nicht-Imitierbarkeit ist eng mit der Seltenheit einer Ressource verzahnt. So sind Ressourcen, die nicht durch Imitationsbarrieren vor der Nachahmung durch Wettbewerber geschützt werden können, nur für eine befristete Zeit vorteilhaft. Eine Ressource gilt als nicht imitierbar, wenn Wettbewerber sie nicht oder nur unter extremen Anstrengungen beziehen können. Nicht imitierbare Ressourcen entstehen z. B. durch die historische Entwicklung von Ressourcen in einem Unternehmen (Historizität; Pfadabhängigkeit; Zeitlichkeit sozialer Systeme), die Unwissenheit über das Zusammenwirken von Ressourcen innerhalb eines Unternehmens (kausale Ambiguität) und die generell hohe Komplexität von sozialen Systemen. Alle drei Eigenschaften bzw. deren Kombination führen dazu, dass manche Ressourcen nicht oder nur zu hohen Kosten von anderen Wettbewerbern imitiert oder beschafft werden können.
- Nicht-Substituierbarkeit: Die Substituierbarkeit ist eng mit der Nicht-Imitierbarkeit verbunden. So darf zur Bildung nachhaltiger Wettbewerbsvorteile für eine Ressource kein strategisches Äquivalent existieren, das Wettbewerber in die Lage versetzt, die gleiche Strategie zu implementieren. Neben einem direkten Äquivalent können jedoch auch andersgeartete Ressourcen ein strategisches Substitut darstellen. In späteren Arbeiten ersetzt Barney (1995, 2002) das Attribut der Nicht-Substituierbarkeit durch die Verwertbarkeit einer Ressource seitens der Organisation (VRIO-Konzept). Dabei wird die Nicht-Substituierbarkeit nicht obsolet, sondern geht in dem Attribut der Nicht-Imitierbarkeit mit auf.

Zusammenfassend betreffen die ersten beiden VRIN-Kriterien (Werthaltigkeit und Seltenheit) den Entstehungszeitpunkt eines ressourcenbasierten Wettbewerbsvorteils, während die letzten beiden Kriterien (Nicht-Imitierbarkeit und Substituierbarkeit) die Nachhaltigkeit eines Wettbewerbsvorteils definieren (Bowman & Ambrosini, 2003, S. 291). Folglich entsteht durch die Erfüllung der ersten beiden Eigenschaften ein zeitlich befristeter bzw. temporärer Wettbewerbsvorteil und nur bei der Erfüllung aller vier VRIN-Kriterien ein nachhaltiger (langfristiger) Wettbewerbsvorteil (Barney, 1991a, S. 105–106;

Bowman & Ambrosini, 2003, S. 292; Eisenhardt & Martin, 2000, S. 1105).⁷⁵ Die häufigsten Ressourcenkategorien, die die VRIN-Kriterien erfüllen, sind intellektuelles Kapital und spezifische technologische Ressourcen bzw. Know-how im generellen Sinne (Teece, 2000, 2014b, S. 16). Abbildung 9 fasst die Theorie des RBV inkl. des VRIN-Konzepts zur Generierung von Wettbewerbsvorteilen zusammen.

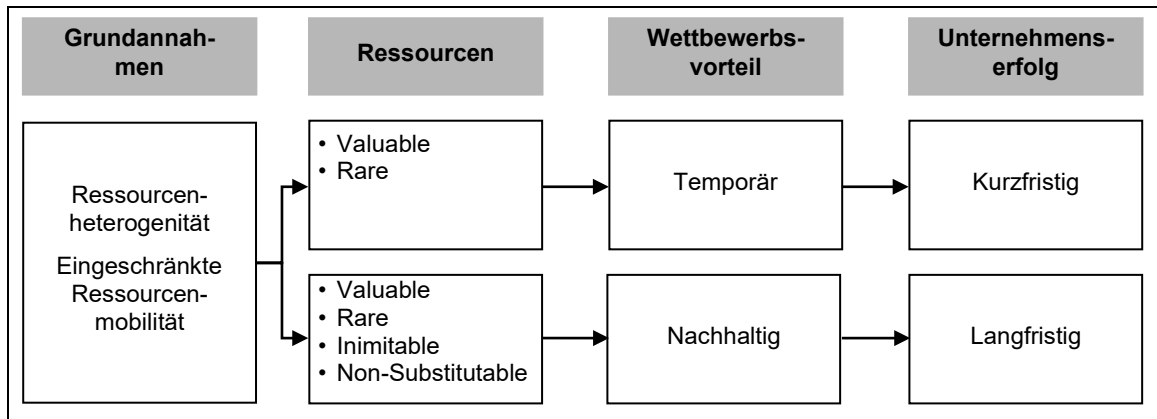


Abbildung 9: Das Konzept des RBV

Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an Barney (1991a, S. 112); Fuchs (2013, S. 48)

Trotz der hohen Bedeutung des RBV für das strategische Management gibt es – wie bei jeder Theorie – einige Kritikpunkte.⁷⁶ So wird der RBV wegen der Ex-post-Beurteilung von Ressourcen als „vage“ und „tautologisch“ bezeichnet (Hoopes et al., 2003, S. 891; Lockett et al., 2009, S. 10–11; Müller-Stewens & Lechner, 2011, S. 348; Priem & Butler, 2001b, S. 58–60).⁷⁷ Des Weiteren wird kritisiert, dass durch die nahezu allumfassende Definition der Ressourcenbasis die Wirkungszusammenhänge zwischen Ressourcen unklar sind (Chan-Olmsted, 2006b, S. 172; Lockett et al., 2009, S. 16–18; Welge & Al-Laham, 2012, S. 97). Als letzter wesentlicher Kritikpunkt ist anzuführen,

⁷⁵ Obwohl nachhaltige Wettbewerbsvorteile per Definition eine Langfristigkeit implizieren, ist laut Barney (1991, S. 101–102) nicht die kalendarische Zeitspanne für die Existenz eines Wettbewerbsvorteils entscheidend, sondern ob ein Wettbewerbsvorteil auch nach dem Versuch der Imitation durch Wettbewerber weiterhin besteht.

⁷⁶ In der vorliegenden Arbeit wird besonders der Kritikpunkt der statischen Betrachtungsweise des RBV hervorgehoben. Für eine umfassendere Diskussion der Kritikpunkte siehe insbesondere die wissenschaftliche Diskussion zwischen Barney (2001) und Priem & Butler (2001a), (2001b). Eine aktuellere kritische Betrachtung findet sich bei Lockett, Thompson & Morgenstern (2009). Für einen Überblick zur Entwicklung des RBV sei auf die Special Issues im Journal of Management und Strategic Management Journal unter den Editoren Barney (1991b), Barney, Wright & Ketchen (2001), Barney, Ketchen & Wright (2011) und Hoopes, Madsen & Walker (2003) verwiesen. Deutschsprachige Zusammenfassungen zur Kritik am RBV finden sich u. a. bei Müller-Stewens & Lechner (2011, S. 348) und Welge & Al-Laham (2012, S. 96–97).

⁷⁷ Eine Ressource ist wertvoll, weil sie zur Werterzeugung beiträgt.

dass der RBV – obwohl als dynamischer Ansatz gedacht (Dierickx & Cool, 1989; Wernerfelt, 1984) – Unternehmen als statische Ressourcenbündel bzw. Konstrukte betrachtet, die durch den Besitz von VRIN-Ressourcen in der Lage sind, nachhaltige Wettbewerbsvorteile innerhalb einer Industrie zu erzielen (Priem & Butler, 2001a, S. 33). Diese in der Denkweise des RBV implizierte, langfristige und statische Sichtweise zur Entwicklung von VRIN-Ressourcen kann in dynamischen Umwelten nicht aufrechterhalten werden (Eisenhardt & Martin, 2000, S. 1118; Kaspar & Hagenhoff, 2003, S. 42). So sind Ressourcen in volatilen und hochdynamischen Unternehmensumwelten durch den Eintritt neuer Wettbewerber und sich ständig verändernde Wettbewerbsbedingungen „generally of fleeting value“ (Teece, 2014b, S. 17). Zur Aufrechterhaltung der Wettbewerbsfähigkeit bedarf es somit einer Anpassung der Ressourcenbasis durch kontinuierliche (Des-)Investitionen in bestehende wie neue Ressourcen (Eisenhardt & Martin, 2000, S. 118; Lockett et al., 2009, S. 24; Sirmon, Hitt & Ireland, 2007, S. 280).

Diese Unzulänglichkeit des RBV bzgl. der Erklärung von Wettbewerbsvorteilen in dynamischen Unternehmensumwelten ist der Ursprung des Dynamic Capability (DC) Ansatzes (Eisenhardt & Martin, 2000, S. 1106). So sieht der DC-Ansatz die Erschließung, Integration und Anpassung bzw. Rekombination von internen und externen Ressourcen als Ausgangspunkt für die Generierung von Wettbewerbsvorteilen (Bowman & Collier, 2006, S. 206; Eisenhardt & Martin, 2000, S. 1106; Lockett et al., 2009, S. 14; Teece et al., 1997, S. 516). Entsprechend fassen Ambrosini & Bowman (2009, S. 32) zusammen: „If a firm possesses VRIN resources but does not use any dynamic capabilities, its superior returns cannot be sustained; without dynamic capabilities, a firm’s returns may be short lived if the environment exhibits any significant change.“ Aufbauend auf der Herleitung des Dynamic Capability Ansatzes als Erweiterung des RBVs werden im nachstehenden Kapitel die zentralen Eigenschaften der in der DC-Literatur dominierenden Ansätze vorgestellt.

3.2.2 Dynamic Capability Ansatz

Die Dynamic Capability Forschung ist ein relativ neues und aktuell sehr aktives Forschungsfeld des strategischen Managements (Di Stefano et al., 2014, S. 307; Vogel & Güttel, 2013, S. 427; Zahra, Sapienza & Davidsson, 2006, S. 921). Neben den theoretischen Grundlagen des RBVs und seinen Weiterentwicklungen des Kernkompetenzansatzes (Prahalad & Hamel, 1990) und des Knowledge-based Views (Kogut & Zander, 1992) integriert das DC-Konzept Ansätze aus der Evolutionsökonomie (Nelson & Winter, 1982), der verhaltenswissenschaftlichen Entscheidungstheorie (Cyert & March, 1963), der Transaktionskostentheorie (Williamson, 1975), der Netzwerktheorie (Grano-

vetter, 1985) sowie der Industrieökonomie nach Porter (Ambrosini & Bowman, 2009, S. 31; Di Stefano et al., 2014, S. 309; Hutterer, 2013, S. 183). Durch die Vielzahl an verschiedenen theoretischen Grundlagen sieht Teece (2014a, S. 344) den Dynamic Capability Ansatz auf dem besten Weg zu einer Art „Meta-Theorie“. Das Ziel der DC-Forschung ist die Beantwortung der Kernfrage der strategischen Managementforschung danach, wie Unternehmen in volatilen Unternehmensumfeldern bestehende Wettbewerbsvorteile aufrechterhalten bzw. neue Wettbewerbsvorteile generieren können (Helfat & Peteraf, 2009, S. 91).

Bisher hat die Vielzahl an DC-Ansätzen aus den unterschiedlichen Forschungsdisziplinen vor allem zu einem uneinheitlichen Verständnis des konzeptionellen Kernbereiches von Dynamic Capabilities geführt (Di Stefano, Peteraf & Verona, 2010, S. 1188; Helfat et al., 2007, S. 1; Helfat & Winter, 2011, S. 1243; Vogel & Güttel, 2013, S. 426). So existiert in der DC-Literatur eine Vielzahl nicht nur unterschiedlicher, sondern auch gegensätzlicher Auffassungen hinsichtlich der Eigenschaften und Auswirkungen von Dynamic Capabilities (Barreto, 2010, S. 263; Di Stefano et al., 2014, S. 312; Zahra et al., 2006, S. 921).⁷⁸ Grundlage der uneinheitlichen Konzeptualisierung sind die konträren Auffassungen der beiden wegweisenden DC-Forschungsarbeiten von Teece et al. (1997) und Eisenhardt & Martin (2000) (Barreto, 2010; Di Stefano et al., 2014; Peteraf, Di Stefano & Verona, 2013).⁷⁹ Beide Arbeiten verstehen den DC-Ansatz zwar in erster Linie als Erweiterung des Resource-based Views, vertreten jedoch konträre Auffassungen hinsichtlich der generellen Charakteristiken von DCs sowie deren Auswirkungen auf die Generierung von Wettbewerbsvorteilen (Di Stefano et al., 2014; Peteraf et al., 2013). Entsprechend der Gegensätzlichkeit und den unklaren Definitionen des Kernbereiches von DCs haben sich in den letzten Jahren die meisten Diskussionen der DC-Forschung auf die Eigenschaften/Definitionen und Effekte/Konsequenzen von Dynamic Capabilities konzentriert (Danneels, 2016, S. 2175; Easterby-Smith, Lyles & Peteraf, 2009, S. S2; Grant & Verona, Forthcoming; Helfat et al., 2007, S. 37; Helfat & Peteraf, 2009, S. 92).⁸⁰

⁷⁸ Die gegensätzlichen Definitionen und Auffassungen von Dynamic Capabilities sind ein wesentlicher Kritikpunkt am DC-Ansatz (u. a. Ambrosini & Bowman, 2009; Zahra, Sapienza & Davidson, 2006). So bezeichnen Barreto (2010, S. 270) und Helfat & Peteraf (2009, S. 99) den DC-Ansatz durch das fehlende einheitliche Verständnis als „not yet a theory“.

⁷⁹ Mit mehr als 6000 (Teece, Pisano & Shuen, 1997) bzw. 3000 (Eisenhardt & Martin, 2000) Zitationen sind die beiden Forschungsarbeiten die mit Abstand einflussreichsten Artikel der DC-Literatur (Di Stefano et al., 2014; Peteraf et al., 2013; die Zitationsanzahl wurde jeweils am 09.02.2017 anhand ‚Web of Science‘ vom Autor aktualisiert).

⁸⁰ Die Gegensätzlichkeit zeigt sich auch in der Vielzahl an publizierten Literaturzusammenfassungen innerhalb der DC-Forschung mit dem Ziel, einen Überblick über die DC-Forschung zu geben

Ziel der folgenden Kapitelabschnitte ist es, ein für die Arbeit geltendes Verständnis von DCs herzuleiten. Hierzu werden normale (ordinary) und dynamische (dynamic) Fähigkeiten voneinander abgegrenzt (Kap. 3.2.2.1). Anschließend werden die Gemeinsamkeiten und Unterschiede der beiden Ansätze von Teece et al.⁸¹ und Martin & Eisenhardt vorgestellt (Kap. 3.2.2.2). Das Kapitel schließt mit der Zusammenführung der beiden konträren Darstellungen im Rahmen des integrativen Ansatzes des ‚Organizational Drivetrains‘ von Di Stefano et al. (2014) (Kap. 3.2.2.3).⁸²

3.2.2.1 Ordinary vs. Dynamic Capabilities

Die in Kapitel 3.2.1 definierten organisatorischen Fähigkeiten lassen sich hinsichtlich ihres Zwecks und angestrebten Ergebnisses in zwei hierarchische Klassen unterteilen: Ordinary bzw. Operational Capabilities und Dynamic Capabilities (Helfat et al., 2007, S. 1; Helfat & Winter, 2011, S. 1244–1245; Maijanen & Virta, 2016, S. 8; Teece, 2014a, S. 329; Winter, 2003, S. 991).⁸³ Eine normale Fähigkeit versetzt eine Unternehmung in die Lage, ihr Tagesgeschäft erfolgreich zu bestreiten (Winter, 2003, S. 991). In anderen Worten: Normale Fähigkeiten sorgen dafür, dass durch die Anwendung vorhandener Techniken zur Erzeugung aktueller Produkte und Dienstleistungen der Status quo für eine bereits bestehende Kundengruppe aufrechterhalten wird (Helfat & Winter, 2011, S. 1244). Demnach gehört zu den normalen Fähigkeiten

sowie die verschiedenen Stränge der DC-Forschung wieder zusammenzuführen. Siehe u. a. Ambrosini & Bowman (2009); Barreto (2010); Di Stefano, Peteraf & Verona (2010); Easterby-Smith, Lyles & Peteraf (2009); Eriksson (2013); Wang & Ahmed (2007); Wilden, Devinney & Dowling (2013); Zahra et al. (2006).

⁸¹ Einschließlich Teece's weiteren Spezifizierungen hinsichtlich der Mikrofundierung von DCs (2007) sowie zu den Grundlagen von Dynamic Capabilities (2014a).

⁸² Der integrative Ansatz nach Di Stefano et al. ist, soweit dem Autor bekannt, der erste Ansatz, der die Perspektiven von Teece et al. und Eisenhardt & Martin zusammenführt. Dabei ist auf die Aussage von Vogel & Güttel (2013, S. 427) zu verweisen: „Relevant publications [of dynamic capability research] proliferate at rates that increasingly exceed the information-processing capacity of individual researchers.“

⁸³ In der Literatur wird nicht nur zwischen normalen und dynamischen Fähigkeiten unterschieden. So haben verschiedene Autoren – mit Ambrosini, Bowman & Collier (2009); Collis (1994); Daneels (2002); Winter (2003), Zahra et al. (2006) – unterschiedliche Abstufungen zwischen (Dynamic) Capabilities eingeführt. Beispielsweise unterscheiden Ambrosini et al. (2009, S. S16) zwischen der „Resource-base“ als Ausgangspunkt, „Incremental Capabilities“ als geringfügigen Veränderungen, „Renewing Capabilities“, die große Veränderungen der Ressourcenbasis auslösen, sowie „Regenerative Capabilities“, die als Dynamic Capabilities definiert sind, die wiederum Dynamic Capabilities beeinflussen bzw. verändern. In der vorliegenden Arbeit wird der Ansicht von Teece (2014a, S. 330) gefolgt, dass eine graduelle Abstufung zwischen DCs nur wenig Mehrwert bietet. Entsprechend wird in der Arbeit lediglich zwischen normalen („ordinary“) und dynamischen Fähigkeiten unterschieden.

hauptsächlich die Durchführung operativer, administrativer und organisatorischer Funktionen (Teece, 2014a, S. 331).

Im Gegensatz zu den normalen Fähigkeiten beschreiben Dynamic Capabilities die „capacity of an organization to purposefully create, extend, or modify its resource base“ (Helfat et al., 2007, S. 4).⁸⁴ Anders ausgedrückt: Dynamic Capabilities ermöglichen „a firm to alter how it currently makes its living“ (Helfat & Winter, 2011, S. 1244). Im weitesten Sinne sind Dynamic Capabilities somit eine Art ‚Meta-Fähigkeit‘, die die Ressourcen und (normalen) Fähigkeiten einer Unternehmung an die sich wechselnden Unternehmensumwelten anpasst, um die Wettbewerbsfähigkeit sicherzustellen. In ihrer einfachsten Form beschreiben Dynamic Capabilities somit schlicht wiederholbare Veränderungs- bzw. Anpassungsprozesse der Ressourcenausstattung einer Unternehmung (Ambrosini, Bowman & Collier, 2009, S. 13; Ambrosini & Bowman, 2009, S. 30; Oliver, 2016a, S. 295). Diese wiederholbaren Anpassungs- bzw. Veränderungsprozesse sind wiederum – inklusive der Fähigkeit, Ressourcen von anderen Unternehmen einzuschätzen und zu bewerten – wesentlich durch die jeweils individuelle Ressourcenausstattung einer Unternehmung beeinflusst (Denrell, Fang & Winter, 2003, S. 988; Teece et al., 1997, S. 509). Insgesamt spiegeln Dynamic Capabilities unter Verwendung unternehmensinterner Ressourcen und Fähigkeiten die Reaktion einer Unternehmung auf Veränderungen der Unternehmensumwelt wider und verbinden damit in gewisser Weise „the inside [RBV] with the outside [MBV]“ (Maijanen, 2016, S. 12).

Aufbauend auf diesem generellen Verständnis von Dynamic Capabilities als Anpassungsprozesse der Ressourcenbasis, existiert in der Literatur eine Vielzahl an abweichenden und sogar gegensätzlichen Auffassungen hinsichtlich der charakteristischen Eigenschaften von Dynamic Capabilities und deren Auswirkungen auf die Generierung von (nachhaltigen) Wettbewerbsvorteilen (Barreto, 2010; Di Stefano et al., 2010; Zahra et al., 2006). Die unterschiedlichen Eigenschaften und Auswirkungen von Dynamic Capabilities der beiden

⁸⁴ In der Dynamic Capability Literatur existiert noch keine einheitliche Definition bzw. kein einheitliches Verständnis von Dynamic Capabilities (siehe nachfolgendes Kap. 3.2.2.2). Die hier von Helfat et al. angeführte Definition und das damit einhergehende Grundverständnis von Dynamic Capabilities können jedoch, unter anderem durch die Vielzahl an mitwirkenden Autoren, als kleinster gemeinsamer Nenner aufgefasst werden. Diese Erkenntnis ist das Ergebnis mehrerer Diskussionen mit Dr. Päivi Maijanen-Kyläheiko (Lappeenranta University of Technology, Finnland) im Rahmen der Jahreskonferenz und der Summer School 2016 für Doktoranden der European Media Management Association. Für die anregenden und ergiebigen Diskussionen sei insbesondere ihr, aber auch allen anderen Teilnehmerinnen und Teilnehmern an den beiden Veranstaltungen an dieser Stelle gedankt.

„seminal paper“ der DC-Forschung sind Gegenstand des nachstehenden Kapitelabschnittes.

3.2.2.2 Eigenschaften von Dynamic Capabilities

Die Arbeiten von David Teece und seinen Kollegen (hauptsächlich Gary Pisano und Amy Shuen) gelten als Ursprung der Dynamic Capability Forschung (Eriksson, 2013, S. 306; Hutterer, 2013, S. 196). Folglich bilden diese Forschungsarbeiten⁸⁵ die Grundlage für die „klassische“ Denkschule der DC-Forschung. Dieser Schule zufolge sind die Unternehmen am erfolgreichsten, die durch den vom Management gesteuerten, effektiven und koordinierten Einsatz von internen und externen Ressourcen bzw. Fähigkeiten am schnellsten auf Umweltveränderungen reagieren und neue Produktinnovationen hervorbringen (Hutterer, 2013, S. 196). Diesem Grundverständnis entsprechend, definieren Teece et al. Dynamic Capabilities als „the firm’s ability to integrate, build, and reconfigure internal and external competences to address rapidly changing environments“ (1997, S. 516). Dabei charakterisieren die Autoren DCs als detaillierte, analytische und komplexe Routinen⁸⁶, die maßgeblich durch die strategischen Alternativen, auf Basis vergangener Handlungen (Paths), der Ressourcenausstattung (Positions) sowie der Integrations-, Lern- und Transformationsprozesse (Processes), jeder Unternehmung bestimmt werden. In anderen Worten sind DCs nach Teece et al. wiederholbare, unternehmensspezifische und einzigartige Fähigkeiten zur Anpassung der Ressourcenausstattung einer Unternehmung. Entsprechend der Einzigartigkeit und Unternehmensspezifität erfüllen DCs die VRIN-Kriterien und sind – im Sinne des RBVs – Grundlage nachhaltiger Wettbewerbsvorteile (siehe Abbildung 9).

In seiner späteren Arbeit zur Mikrofundierung⁸⁷ von Dynamic Capabilities erweitert bzw. spezifiziert Teece (2007) den DC-Ansatz. Dabei unterteilt er

⁸⁵ Als erste Forschungsarbeit der DC-Forschung gilt das von Teece, Pisano & Shuen (1990) veröffentlichte Workingpaper „Firm capabilities, resources, and the concept of strategy: four paradigms of strategic management“. Seitdem wurde der Ansatz von den Autoren zusammen und einzeln weiterentwickelt. Siehe zum Beispiel: Teece et al. (1997); Teece (2007), (2011), (2012), (2014b); Teece & Pisano (1994); Teece, Pisano & Shuen (2002), (2004). Für weitere Informationen zu David Teece und seiner Forschung siehe: <http://davidjteece.com/>.

⁸⁶ Zur Definition von Routinen siehe Kapitel 3.2.1.

⁸⁷ Der Begriff der Mikrofundierung (oder mikroökonomische Fundierung) stammt aus der Volkswirtschaftslehre und bezeichnet die Ableitung von makroökonomischen Verhaltensweisen auf Basis mikroökonomischer Erkenntnisse. Entsprechend der Begriffsdefinition führt Teece (2007) in seiner Arbeit einzelne individuelle Fähigkeiten, Prozesse, Abläufe und Entscheidungsregeln (z. B. Steuerung der internen F&E-Prozesse oder die Gestaltung des Geschäftsmodelles) zu den übergeordneten Klassen (Sensing, Seizing, Transforming) zusammen. Siehe hierzu neben Teece auch Hutterer (2013, S. 207–208).

Dynamic Capabilities hinsichtlich ihrer angestrebten Zielsetzung in drei Klassen (Teece, 2007, S. 1319):⁸⁸ (1) Entdecken und Bewerten von Optionen und Bedrohungen (Sensing), (2) Wahrnehmen und Ausschöpfen von Optionen (Seizing) und (3) kontinuierliche Erneuerung durch das Anpassen, Kombinieren und Rekonfigurieren von materiellen und nichtmateriellen Assets der Unternehmung (Transforming).⁸⁹ Die einzelnen Klassen bedingen sich dabei gegenseitig. So sorgt das ‚Sensing‘ von z. B. Technologien, Wettbewerbern und Kundenwünschen für die notwendigen Informationen, um sich bietende Möglichkeiten durch rechtzeitige Investitionen wahrzunehmen (Seizing). Die in den beiden DC-Klassen erlangten Informationen bilden wiederum die Grundlage für die Rekonfiguration der Ressourcenausstattung einer Unternehmung (Danneels, 2016, S. 2184; Helfat & Peteraf, 2009, S. 97; Maijanen & Virta, 2016, S. 8–10). Entsprechend fasst Danneels (2016, S. 2184) zusammen: „Whether or not firms with dynamic capabilities will actually exhibit resource alteration may be contingent on prior sensing and seizing activities.“ Durch die Unterteilung von Dynamic Capabilities in die vorgestellten Klassen erweitert Teece seine ursprüngliche, primär auf die Ressourcenanpassung ausgerichtete Perspektive von DCs um die Bewertung, Erschließung und Wahrnehmung von Möglichkeiten. Dabei definiert Teece (2012, S. 1398) das „Sensing and Understanding [of] Opportunities“ als unternehmerischen Prozess (Entrepreneurship) und somit als Teilprozess des Dynamic Capability Ansatzes.

Im Gegensatz zu Teece et al. (1997) dienen nach Eisenhardt & Martin (2000) Dynamic Capabilities nicht nur zur Anpassung der Unternehmung an Umweltveränderungen, sondern können selbige auch durch neue Ressourcenkombinationen hervorrufen (Helfat et al., 2007, S. 3). Folglich definieren Eisenhardt & Martin (2000) Dynamic Capabilities als „the firm’s processes that use resources – specifically the processes to integrate, reconfigure, gain and release resources – to match *and even create market change*. Dynamic capabilities thus are the organizational and strategic routines by which firms achieve new resource configurations as markets emerge, collide, split, evolve, and die.“ (S. 1107) Des Weiteren definieren die beiden Autoren Dynamic Capabilities in hochdynamischen Unternehmensumwelten nicht als komplexe und analytische Prozesse (Teece et al.), sondern als „simple, experiential, unstable processes“ (S. 1106), die es ermöglichen, schnell und flexibel auf

⁸⁸ Siehe hierzu auch Teece (2012, S. 1396); Teece (2014a, S. 332).

⁸⁹ Eine ähnliche Unterteilung der Zielsetzungen und Aufgaben von Dynamic Capabilities findet sich auch bei Helfat et al. (2007, S. 116–117), die hinsichtlich der Suche und Auswahl von Optionen (Sensing und Seizing) und der Rekonfiguration der Ressourcenbasis (Transforming) unterscheiden.

Veränderungen zu reagieren. Diese Veränderungsprozesse sind zwar „idiosyncratic in their details and path dependent in their emergence“ (S. 1105), weisen aber überwiegend Gemeinsamkeiten im Sinne eines Best-Practice-Ansatzes auf: „[J]ust as there are better and worse ways to hit a golf ball [...] there are more and less effective ways to execute particular dynamic capabilities [...] In popular parlance, there is ‚best practice‘ (Eisenhardt & Martin, 2000, S. 1108). DCs sind demnach deutlich homogener, veränderbarer und somit auch substituierbarer, als es der RBV und Teece et al. implizieren. So können durch die Möglichkeit der Adaption von DCs durch andere Unternehmen nur die ersten beiden Eigenschaften der VRIN-Kriterien erfüllt werden (siehe Abbildung 9). Dynamic Capabilities erfüllen somit nur die Voraussetzung für temporäre Wettbewerbsvorteile (Eisenhardt & Martin, 2000, S. 1106; Peteraf et al., 2013, S. 1393–1396).

Die Ausführungen zeigen die gegensätzlichen Auffassungen von Dynamic Capabilities als komplexe, einzigartige und stabile Routinen (Teece et al.) bzw. einfache, experimentelle und veränderbare Regeln (Eisenhardt & Martin) und die daraus resultierende Differenz bzgl. der Generierung von Wettbewerbsvorteilen (Easterby-Smith et al., 2009, S. S2). Trotz der Unterschiede bestehen jedoch auch Gemeinsamkeiten zwischen den beiden Ansätzen. So betrachten beide Ansätze Dynamic Capabilities als Erweiterung des RBVs und betonen ihre Pfad- und Ressourcenabhängigkeit (Peteraf et al., 2013, S. 1392). Tabelle 9 fasst die wesentlichen Charakteristika der beiden Ansätze für Unternehmen in hochdynamischen Unternehmensumwelten zusammen.

Tabelle 9: Gegenüberstellung der DC-Ansätze nach Teece et al. und Eisenhardt & Martin

	Traditional View (Teece et al., 1997)	Eisenhardt & Martin (2000)
Marktdefinition	„Our approach is especially relevant in a Schumpeterian world of innovation-based competition, price/performance rivalry, increasing returns, and the 'creative destruction' of existing competences.“ (S. 509)	„Ambiguous industry structure, blurred boundaries, fluid business models, ambiguous and shifting players, nonlinear and unpredictable change.“ (S. 1115)
Definition DC	„[DCs are the] firm’s ability to integrate, build, and reconfigure internal and external competences to address rapidly changing environments.“ (S. 516)	„[DCs are] the firm’s processes that use resources [...] to match and even create market change. Dynamic capabilities thus are the organizational and strategic routines by which firms achieve new resource configurations as markets emerge, collide, split, evolve, and die.“ (S. 1107)
Heterogenität	DCs sind idiosynkratisch, unternehmensspezifisch und pfadabhängig	„[DCs] exhibit commonalities across effective firms [...]. Therefore, dynamic capabilities have greater equifinality, homogeneity, and substitutability across firms than traditional RBV thinking implies.“ (S. 1106)
Struktur	Detaillierte, komplexe und analytische Routinen	„[DCs] are simple, experiential, unstable processes“ (S. 1106)
Entstehung (Evolution)	DCs entstehen auf Basis von innerbetrieblichen Prozessen (Processes), individueller Ressourcenausstattung (Positions) und der Historie von Unternehmungen (Paths)	„Unique path shaped by learning mechanism such as practice, codification, mistakes, and pacing“ (S. 1111)
Wettbewerbsvorteile	Nachhaltige Wettbewerbsvorteile durch DCs entsprechend den VRIN-Kriterien	Temporäre Wettbewerbsvorteile aufgrund von wertvollen, tendenziell seltenen, substituier- und ersetzbaren DCs

Quelle: In Anlehnung an Di Stefano et al. (2014); Eisenhardt & Martin (2000); Peteraf et al. (2013); Teece et al. (1997).

3.2.2.3 Organizational Drivetrain Konzept

Aufbauend auf vorherigen Forschungsarbeiten zu den verschiedenen Auffassungen innerhalb des Dynamic Capability Ansatzes (Di Stefano et al., 2010; Peteraf et al., 2013) integrieren Di Stefano et al. (2014) die Ansätze von Teece et al. und Eisenhardt & Martin zu einem ganzheitlichen und dynamischen System (Organizational Drivetrain).⁹⁰ Ausgangspunkt des Systems ist die Betrachtung der beiden konträren DC-Ansätze als unterschiedliche Perspektiven. Dabei wird Eisenhardt & Martin eine eher allgemeine, übergeordnete Sichtweise zugesprochen, unter der, wenn einmalige Veränderungen von DCs zugelassen werden, die Logik von Teece et al. aufrechterhalten werden kann: „[T]he difference between the logic of EM [Eisenhardt & Martin] and that of TPS [Teece et al.], can be seen as one of perspective: EM takes a high-level view of the general case, whereas TPS’s logic holds in the exception, even under EM’s assumptions about the changing nature of dynamic capabilities“ (Peteraf et al., 2013, S. 1406). Dieser perspektivische Unterschied sowie die grundsätzlichen Gemeinsamkeiten der beiden Ansätze bzgl. DCs als pfadabhängige Anpassungsprozesse der Ressourcenausstattung von Unternehmen bildet die Basis des ‚Organizational Drivetrain‘-Konzeptes. Zur Illustration und zur Namensgebung ihres Konzeptes verwenden Di Stefano et al. (2014) die Metapher des ‚Drivetrain of a Bicycle‘ (dt.: Fahrradtrieb; siehe Abbildung 10).

Innerhalb der Metapher repräsentiert der Kurbelsatz Dynamic Capabilities nach Eisenhardt & Martin als einfache, instabile, durch das Top-Management vorgegebene „simple rules“ und das Hinterrad die zur Umsetzung der Vorgaben notwendigen internen, komplexen, von außen nicht beobachtbaren und unternehmensspezifischen Routinen innerhalb der Organisation nach Teece et al.: „In the organizational drivetrain, the front gears [...] can be thought of as simple rules [...]. They transmit power to the freewheel, which represents the more numerous set of complex routines that the organization deploys internally to create and manage change.“ (Di Stefano et al., 2014, S. 318–319) Der Kurbelsatz („simple rules“) bestimmt somit die Rahmenbedingungen bzw. die Ausrichtung der komplexen internen Handlungen der Organisation, z. B. bestimmte Wachstumsfelder oder die organisationsübergreifende Adaption einer neuen Technologie. Beispielhandlungen des Hinterrades sind nach Di Stefano et al. (2014, S. 318) vor allem analytische und soziale Routinen

⁹⁰ In einer Antwort auf die Arbeit von Di Stefano et al. begrüßt Teece (2014a, S. 338) den Ansatz und kritisiert lediglich, dass seine aktuelleren Arbeiten nicht berücksichtigt werden, obwohl diese bereits einige der Aspekte des Drivetrain-Konzeptes beinhalten. Im Rahmen dessen weist er weiter darauf hin, dass sein 1997 mit Pisano und Shuen veröffentlichtes Paper lediglich einen Grundriss der DC-Theorie darstellen sollte.

wie der Aufbau zwischenmenschlicher Beziehungen, der Informationsaustausch oder die Koordination verschiedener Teilaktivitäten zur Erreichung der ‚Vorgaben‘. Aufgrund diverser Interaktions- und Austauschprozesse beeinflussen die Ergebnisse bzw. Erkenntnisse aus den komplexen Routinen des Hinterrades wiederum die Richtungsvorgaben des Drivetrains. Diese Interaktions- und Austauschprozesse werden in der Metapher durch die Fahrradkette (linking mechanisms) und etwaige Veränderungen der Ausrichtung durch die Fahrradschaltung (coupling & uncoupling mechanism) abgebildet. Ein (nachhaltiger) Wettbewerbsvorteil entsteht somit gemäß dem Drivetrain-Konzept weder allein durch die Umsetzungsroutinen noch durch die spezifischen Richtungsvorgaben, sondern erst durch die Interaktionen zwischen den beiden Perspektiven im Sinne eines dynamischen Systems (Di Stefano et al., 2014, S. 320; Peteraf et al., 2013, S. 1405). Dabei sind – gemäß den Gemeinsamkeiten beider Ansätze – die Vorgaben und Umsetzungsroutinen von den vergangenen strategischen Handlungsalternativen (Paths), der Ressourcenausstattung (Positions) und den Lernprozessen (Processes) der jeweiligen Unternehmung abhängig. Ziel des Drivetrains ist damit einerseits die Anpassung bzw. Veränderung der eigenen Ressourcenausstattung sowie andererseits die Erschließung von sich am Markt bietenden Möglichkeiten. In Anlehnung an Teece (2007) übernimmt der Organizational Drivetrain somit alle drei Klassen des Sensing, Seizing und Transforming von Dynamic Capabilities.⁹¹

⁹¹ Als Beispiel zur Unterstützung ihrer Auffassung verweisen Di Stefano et al. (2014, S. 319–320) auf den Allianz- und Akquisitionsprozess von Cisco Systems und Yahoo Inc. Beide Unternehmen folgen bei der Auswahl ihrer Akquisitionsobjekte klaren, einfachen Regeln (z. B. nur Internetunternehmen). Den Erfolgsbeitrag der Prozesse sehen die Autoren allerdings nicht allein in der klaren Ausrichtung, sondern auch in den komplexen Integrationsprozessen zur Synergiegenerierung zwischen Cisco/Yahoo und dem jeweiligen Akquisitionsobjekt.

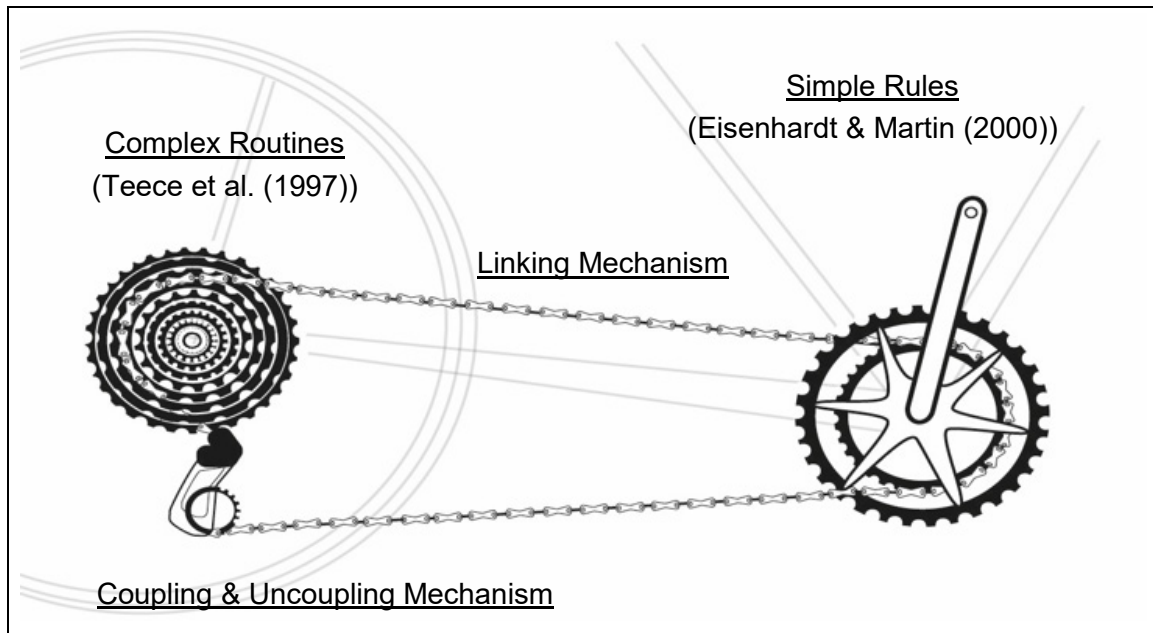


Abbildung 10: Organizational Drivetrain

Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an Di Stefano et al. (2014, S. 319)

Dem Drivetrain-Konzept von Di Stefano et al. folgend, werden in der vorliegenden Arbeit Dynamic Capabilities als zusammenhängende Teilprozesse eines Organizational Drivetrains verstanden. Dabei ist festzuhalten, dass sowohl die Ausgestaltung der Rahmenbedingungen (simple rules) als auch der Umsetzungsroutinen (complex routines) auf den vergangenen Handlungen (Paths), der Ressourcenausstattung (Positions) und den bisherigen Integrations-, Lern- und Transformationsprozessen (Processes) der Unternehmung beruhen. Dieses Verständnis und die Ausführungen von Di Stefano et al. bilden die Grundlage für die Konzeptualisierung von Corporate Venture Capital als dynamisches System (Organizational Drivetrain) zur Anpassung der Unternehmung an sich verändernde Unternehmensumwelten. Die Einordnung der verschiedenen Aspekte des Corporate Venture Capitals als Organizational Drivetrain ist Gegenstand des nachstehenden Kapitels.

3.3 Corporate Venture Capital als Organizational Drivetrain

Als Reaktion auf die sich hochdynamisch verändernde Unternehmensumwelt haben traditionelle Medienunternehmen sowie Wettbewerber aus anderen Industrien des TIME-Konvergenzbereiches ihre CVC-Aktivitäten intensiviert bzw. neue CVC-Einheiten gegründet (siehe Kap. 1.1 und 2). Dabei zeigen die Ausführungen in Kapitel 3.1, dass sowohl bei der Initialisierung als auch bei der Durchführung eines CVC-Programmes eine Vielzahl an sich gegenseitig bedingenden Eigenschaften und Prozessen zu berücksichtigen sind. Um diese

vielschichtigen ‚Beziehungen‘ zwischen den Elementen des Corporate Venture Capitals zu erfassen und zu ordnen, wird auf das Konzept des Organizational Drivetrains zurückgegriffen. Ziel dieser Einnahme einer höheren Abstraktionsebene ist es, die Aktivitäten des CVCs mit der ressourcenorientierten Managementlehre zu verknüpfen und zur theoretischen Fundierung von CVC beizutragen. Hierzu werden im Folgenden die einzelnen Aspekte von Corporate Venture Capital hinsichtlich ihrer Eigenschaften als veränderbare Vorgaben („simple rules“) und komplexe Umsetzungsroutinen („complex routines“) gemäß des Organizational Drivetrain Konzeptes untersucht. Abbildung 11 fasst die nachfolgenden Ausführungen zu CVC im Sinne des Organizational Drivetrains zusammen und gibt die Struktur des Kapitelabschnittes vor.

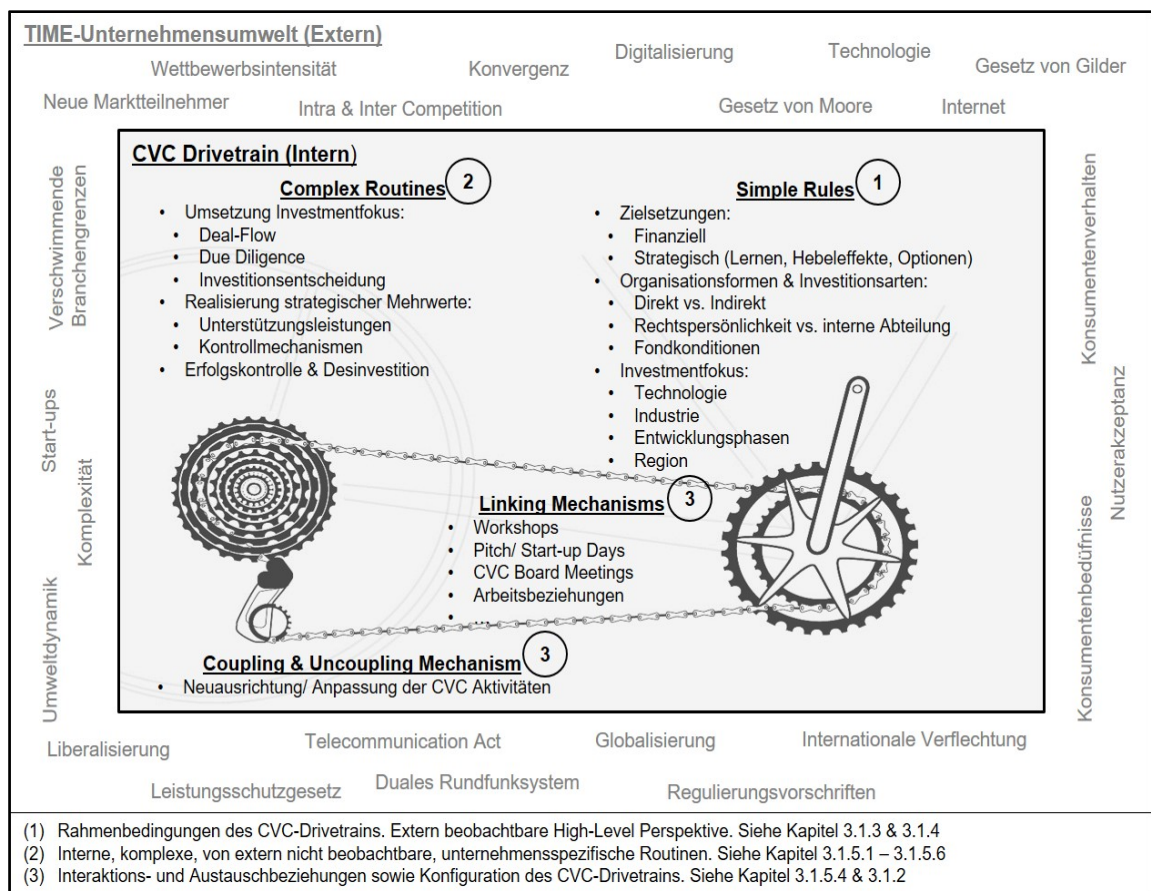


Abbildung 11: Einordnung von CVC als Organizational Drivetrain

Quelle: Eigene Darstellung

1. Kurbelsatz („simple rules“):

Der Kurbelsatz des Organizational Drivetrains ist durch einfache, veränderbare, in Abhängigkeit der Ressourcenausstattung der Unternehmung und ihres Wettbewerbsumfelds durch das Top-Management vorgegebene Rahmen-

bedingungen („simple rules“) charakterisiert. Diese charakteristischen Eigenschaften entsprechen im Wesentlichen den zu treffenden Entscheidungen im Rahmen der Initialisierung von CVC-Aktivitäten hinsichtlich Zielsetzung, Investmentfokus, Organisationsform und Investitionsart (siehe Kap. 3.1.3 und 3.1.4). So legt das Top-Management bei der Gründung eines CVC-Programmes zunächst die Zielsetzung (strategisch vs. finanziell) fest, bevor zur weiteren Spezifizierung der Investmentfokus entlang der Dimensionen Technologie, Industrie, Region und Finanzierungsphase bestimmt wird. Ein primär auf finanzielle Interessen ausgerichteter CVC-Ansatz würde sich beispielsweise – unabhängig vom Kerngeschäft der Unternehmung – ausschließlich auf Industrien mit zu erwartenden überproportionalen Renditen konzentrieren. Stehen hingegen strategische Zielsetzungen z. B. im Sinne eines CVC-Frühwarnsystems oder F&E-Auftrages im Mittelpunkt, wären die CVC-Aktivitäten entweder auf eine Vielzahl an Industrien (Frühwarnsystem) oder primär auf kerngeschäftsnahen Start-ups (F&E-Auftrag) ausgerichtet.⁹² Im Sinne der High-Level-Perspektive des Kurbelsatzes ist dabei zu berücksichtigen, dass zu viele und spezifische Investitionskriterien die Identifikation einer ausreichenden Anzahl an Beteiligungsunternehmen erschweren und den Erfolg eines CVC-Programmes bereits in der Initialisierungsphase limitieren (Hardymon et al., 1983, S. 120; Siegel et al., 1988, S. 234).⁹³ Das Top-Management gibt somit – in Abhängigkeit von der verfolgten Zielsetzung und auf aggregiertem Niveau – den Suchkorridor für potenzielle Beteiligungsunternehmen vor.

Des Weiteren schränkt das Top-Management durch die grundsätzliche Vorgabe bzw. Wahl der Investitionsart (direkt vs. indirekt), der Organisationsform (intern vs. extern) und des Berichtswesens im Rahmen der Fondskonditionen auch den Handlungsspielraum der CVC-Einheit ein. Zusätzlich zur Handlungsautonomie der CVC-Manager beeinflusst die strukturelle Ausgestaltung der CVC-Aktivitäten auch die Wahrnehmung in der VC-Community als VC-Investor, wobei i. d. R. externen Organisationseinheiten zur Durchführung der CVC-Aktivitäten eine höhere Autonomie und damit Wahrnehmung als VC-Investor zugesprochen wird als internen CVC-Abteilungen (Kap. 3.1.4.2). Dabei erfordert jedoch – im Gegensatz zu indirekten CVC-Aktivitäten – die Gründung einer eigenen, erfolgreichen CVC-Einheit umfassende Erfahrungen im VC-Management sowie bestehende Kontakte in die VC-Community. Des Weiteren bindet eine eigenständige CVC-Einheit neben personellen auch mehr finanzielle Ressourcen oder Marketingkompetenzen zur Unterstützung der Beteiligungsunternehmen (Röper, 2004, S. 51). Besitzt

⁹² Siehe hierzu auch Kap. 3.1.4.4 bzw. vgl. Kann (2001) und Poser (2003).

⁹³ Zur Notwendigkeit eines ausreichend großen Investmentportfolios siehe Kap. 3.1.4.3

eine Unternehmung diese notwendigen Ressourcen und Fähigkeiten nicht, werden häufig zunächst indirekte CVC-Strukturen zum Aufbau von VC-Kompetenzen und VC-Kontakten etabliert, bevor eigene, direkte CVC-Aktivitäten durchgeführt werden (Arruda et al., 2013, S. 147; Neubecker, 2006, S. 105–106). Ergänzend zeigen aktuelle CVC-Forschungsarbeiten (u. a. Anokhin et al., 2016; Sahaym, Cho, Kim & Mousa, 2016) auch den Einfluss der bisherigen VC-Erfahrung des Top-Managements auf den CVC-Einsatz. Die Abhängigkeit der strukturellen Ausgestaltung der CVC-Aktivitäten vom Ressourcenprofil eines Unternehmens bzw. der Erfahrung des Top-Managements entspricht dabei dem für die Ausgestaltung des Kurbelsatzes charakteristischen Einfluss der vergangenen Paths, Positions und Processes einer Unternehmung.

Die vorherigen Ausführungen zeigen, wie die grundlegenden Entscheidungen des Top-Managements hinsichtlich der Zielsetzung, des Investitionsfokus, der Investitionsart und der Organisationsform sowohl den Suchkorridor wie auch den Handlungsspielraum der CVC-Einheit in Abhängigkeit der Ressourcenausstattung des jeweiligen Unternehmens festlegen. Bei diesen durch das Top-Management festgelegten Richtungsvorgaben handelt es sich dabei – gemäß den Charakteristika des Kurbelsatzes – um klare und veränderbare Richtlinien auf aggregiertem Niveau (High-Level-Perspektive). So kann beispielsweise der CVC-Investmentfokus jederzeit erweitert oder an sich verändernde Umweltbedingungen angepasst werden. Entsprechend ist es Unternehmen jedoch auch jederzeit möglich, den Investmentansatz eines Wettbewerbers zu beobachten und zu kopieren. Gemäß der VRIN-Kriterien (siehe Kap. 3.2.1) kann die Ausrichtung der CVC-Aktivitäten somit lediglich kurzfristige Wettbewerbsvorteile hervorrufen. Zusammenfassend erfüllen die angeführten CVC-Elemente als von den vergangenen Unternehmenshandlungen abhängige, klare, veränder und extern beobachtbare Richtlinien somit die Eigenschaften des Kurbelsatzes des Organizational Drivetrain und repräsentieren Dynamic Capabilities nach Eisenhardt & Martin (siehe Tabelle 9).

2. Hinterrad („complex routines“):

Per Definition besteht das Hinterrad des Organizational Drivetrains aus komplexen, unternehmensspezifischen, schwer zu beobachtbaren und nur bedingt zu transferierenden Routinen (z. B. Beziehungsnetzwerke, Koordinationsaktivitäten, Informationsaustausch zwischen Organisationseinheiten) zur Umsetzung der im Kurbelsatz definierten Vorgaben (Kap. 3.2.2.3). Die genannten Eigenschaften sind charakteristisch für die Vielzahl an sozialen Interaktionen und koordinativen Aufgaben innerhalb des CVC-Investitionsprozesses (Kontakte zur VC-Community, Koordination von Syndikatpartnern, Arbeitsbeziehungen mit dem PU, Ressourcenverknüpfung etc.) zur Durchführung

und Kontrolle von CVC-Investments sowie zur Generierung von strategischen Mehrwerten aus der Beteiligung (siehe Kap. 3.1.5).⁹⁴

Zur Darstellung der Interdependenzen und der Komplexität der Interaktionsbeziehungen im CVC-Investitionsprozess sei exemplarisch auf die Einbeziehung operativer Abteilungen der Konzernmutter verwiesen. So stärkt die frühzeitige Einbindung im Rahmen des Deal Flows und der Due Diligence einerseits den strategischen Fit, erhöht die Wahrnehmung der CVC-Abteilung als interne (Forschungs-)Abteilung und reduziert damit die sogenannte ‚Not-invented-here‘-Problematik (Kap. 3.1.5.1). Auf der anderen Seite birgt eine zu enge Zusammenarbeit die Gefahr, dass lediglich bestehendes Wissen bestätigt und lukrative bzw. die eigenen Geschäftstätigkeiten kannibalisierende Start-ups übersehen werden. Ein weiterer Zielkonflikt und folglich Trade-off entsteht hinsichtlich der Einbeziehung der operativen Einheiten zur Generierung von Wissens-, Synergie- und Lerneffekten (Kap. 3.1.5.4). So sind eine enge Zusammenarbeit mit dem Start-up und eine hohe Absorptionsfähigkeit der operativen Abteilungen und der CVC-Einheit notwendig, um aus den Interaktionen neues Wissen zu gewinnen, dieses mit bestehenden Ressourcen zu kombinieren und daraus neue Geschäftsmodelle zu entwickeln bzw. bestehende anzupassen. Dabei darf jedoch keine zu enge Anbindung des Start-ups forciert werden, da dies die Reputation als Investor beschädigen könnte, was wiederum negative Auswirkungen auf die Anwerbung zukünftiger Beteiligungsunternehmen hätte (siehe Kap. 3.1.5.4).⁹⁵ Dieses Dilemma ist vor allem unter dem Gesichtspunkt ausschlaggebend, dass Studien einen umso größeren strategischen Nutzen nachweisen, je intensiver der Austausch zwischen den Interaktionspartnern stattfindet (Röper, 2004, S. 56; Wadhwa & Kotha, 2006, S. 819). Hierbei ist zusätzlich zu beachten, dass die Bestimmung des strategischen Mehrwertes und damit die Entscheidung über eine etwaige Desinvestition an sich bereits einen äußerst komplexen Vorgang darstellt (siehe Kap. 3.1.5.6). Entsprechend stellen Napp & Minshall (2011) in mehreren Fallstudien fest, dass – trotz strategischer Zielsetzungen – bisher überwiegend finanzielle Kennzahlen zur Steuerung von CVC-Aktivitäten verwendet werden.

Die obigen Ausführungen zeigen, dass der Erfolg der einzelnen Schritte innerhalb des CVC-Investitionsprozesses vom Zusammenwirken der verschie-

⁹⁴ Die Bedeutung von sozialen Interaktionsbeziehungen findet sich auch in den Anforderungen an einen CVC-Manager wieder. So besitzt ein guter CVC-Manager neben VC-Erfahrung, relevantem Know-how und Kenntnissen über Marktveränderungen vor allem ein gutes unternehmensinternes Netzwerk inkl. einer hohen internen wie externen Reputation (Ernst & Young, 2009, S. 7; Poser, 2003, S. 131–132).

⁹⁵ Zusätzlich sei hier auf das in Kapitel 3.1.5.4.2 diskutierte ‚Shark Dilemma‘ und das Paradoxon von Corporate Venture Capital verwiesen.

denen Akteure innerhalb des sozialen Systems der Unternehmung (inkl. Portfoliounternehmen) abhängig ist. So liegen die Herausforderungen eines erfolgreichen CVC-Ansatzes nicht primär in den einzelnen, in der wissenschaftlichen Literatur gut dokumentierten und verstandenen CVC-Prozessschritten (z. B. Due Diligence), sondern in den sozialen Interaktionen bzw. dem Zusammenspiel der verschiedenen Parteien bei der Durchführung der Prozessschritte. Dabei handelt es sich meist um unternehmensspezifische, komplexe, über einen längeren Zeitraum entstandene Beziehungen. Als komplexe, analytische und unternehmensspezifische Routinen repräsentieren die Tätigkeiten somit Dynamic Capabilities nach Teece et al. (1997). Diese erfüllen – im Gegensatz zu den simple rules – nicht nur die ersten beiden VRIN-Kriterien, sondern – aufgrund der Historizität, Zeitlichkeit sozialer Systeme und des unklaren Zusammenwirkens unternehmensinterner Ressourcen (kausale Ambiguität) – auch die Kriterien der Nicht-Imitierbarkeit (inimitable) und der Nicht-Substituierbarkeit (non-substituable).⁹⁶ Wegen der Interaktionsbeziehungen innerhalb des Investitionsprozesses können somit aus CVC-Investments (nachhaltige) Wettbewerbsvorteile gemäß den VRIN-Kriterien entstehen (siehe Abbildung 9). Diese bleiben dabei selbst unter der Annahme eines identischen Investmentfokus zweier Unternehmen oder bei einem Syndikatinvestment bestehen. So können beispielsweise zwei Medienunternehmen aus einer gemeinsamen Investition in ein Start-up-Unternehmen aufgrund andersgeartete Interaktions- und Absorptionsprozesse unterschiedliche Rückschlüsse aus einer Beteiligung ziehen. Dabei sei abschließend vermerkt, dass im Sinne des Drivetrains-Ansatzes ‚gute‘ Transformationsprozesse (Hinterrad) ohne eine ‚richtige‘ Ausrichtung auf zukünftige und erfolgsversprechende Geschäftsfelder (Kurbelsatz) nicht allein zu Wettbewerbsvorteilen führen. Vielmehr ist es das Zusammenspiel beider Perspektiven des CVC-Drivetrains, dass zu erfolgreichen CVC-Aktivitäten führt.

3. Linking & (Un-)Coupling Mechanisms:

Die Erläuterungen zu den komplexen Routinen des CVC-Investitionsprozesses zur Umsetzung der CVC-Vorgaben durch das Top-Management (z. B. eines definierten Investmentfokus) deuten bereits an, dass beide Perspektiven miteinander interagieren. So können Erkenntnisse aus der Umsetzung der CVC-Aktivitäten im Hinterrad des Drivetrains (z. B. zeichnet sich im Deal Flow die Bedeutung einer neuen, zuvor nicht beobachteten Technologie ab) sowie Veränderungen in der grundsätzlichen strategischen Ausrichtung der Unternehmung durch das Top-Management (z. B. Sicherung des Kernge-

⁹⁶ Zur Beschreibung der VRIN-Kriterien und Eigenschaften der Dynamic Capabilities siehe Kap. 3.2.

schäfts statt Expansion) in den Investmentfokus einfließen und diesen verändern. Dabei zeigt die historische Entwicklung (Kap. 3.1.2) sowie ein CVC-Studienvergleich hinsichtlich der präferierten Entwicklungsphasen (Bielsch et al., 2012; MacMillan et al., 2008; Weber, 2005), dass CVC-Aktivitäten ständigen Veränderungen in Abhängigkeit von internen (u. a. freier Cash-flow) und externen (u. a. Situation an den Kapitalmärkten) Faktoren unterliegen. Die Anpassungen ermöglichen entsprechend dem strategischen CVC-Einsatz Einsicht in die „forward strategy & plans“ einer Unternehmung (European Commission, 2001, S. 9) und bestätigen die Existenz von ‚linking & (un-)coupling mechanisms‘ im Sinne des Organizational Drivetrains.

Zusammengefasst zeigen die Ausführungen des Kapitels die Zweiteilung von Corporate Venture Capital gemäß dem Organizational Drivetrain in einfache, klare Richtungsvorgaben sowie komplexe Umsetzungsroutinen. So repräsentieren die im Investmentfokus und durch die Zielsetzung der CVC-Aktivitäten festgelegten einfachen und veränderbaren Regeln den ‚Kurbelsatz‘ des Drivetrains, während die komplexen, zwischenmenschlichen Beziehungen zur Umsetzung des CVC-Investmentfokus und zur Realisierung der strategischen Mehrwerte das ‚Hinterrad‘ darstellen. Zur optimalen Ausrichtung und Generierung der strategischen Mehrwerte ist dabei ein kontinuierlicher Austausch zwischen allen involvierten Parteien notwendig (linking mechanism), sodass etwaige Anpassungen an der Ausrichtung der CVC-Aktivitäten vorgenommen werden können (coupling & uncoupling mechanisms). Dabei zielen CVC-Aktivitäten durch ihre vorwärtsgerichtete Ausrichtung – wie das Drivetrain-Konzept – sowohl auf die Veränderung bestehender als auch auf die Erschließung neuer Ressourcen, Fähigkeiten und Geschäftstätigkeiten ab. Ein CVC-Programm umfasst somit alle Elemente des Organizational Drivetrains und zeigt, dass – trotz der Imitierbarkeit der Ausrichtung des CVC-Drivetrains („simple rules“) – dieses durch die schwer zu imitierenden, komplexen Routinen zur Umsetzung der Zielvorgaben (nachhaltige) Wettbewerbsvorteile erzielen kann. Des Weiteren fördert CVC durch die Interaktion mit den operativen Einheiten der Konzernmutter indirekt ein unternehmerisches Denken und Handeln innerhalb der Unternehmung im Sinne des Corporate Entrepreneurships (siehe Kap. 3.1). Entsprechend der Ausführungen wird Corporate Venture Capital im weiteren Verlauf der Arbeit als strategische Unternehmensmaßnahme für hochdynamische Unternehmensumwelten zur Identifikation neuer unternehmerischer Möglichkeiten und deren Transformation in (nachhaltige) Wettbewerbsvorteile verstanden.

Mit der erfolgreichen Einordnung der verschiedenen Aktivitäten des CVC-Managements als entweder einfache, veränderbare Richtungsvorgaben oder komplexe Interaktionsprozesse verknüpft die Arbeit CVC mit dem Dynamic

Capability View und trägt zur theoretischen Fundierung von Corporate Venture Capital bei. Die Einordnung von CVC als Organizational Drivetrain bildet die Grundlage für die empirische Untersuchung (Kap. 5). Kern der empirischen Untersuchung ist die Ausrichtung der CVC-Aktivitäten von TIME-Unternehmen als Reaktion auf die hochdynamische und konvergierende Unternehmensumwelt. Damit konzentriert sich die Arbeit primär auf den Kurbelsatz des CVC-Drivetrains. Vor der empirischen Untersuchung wird im nachstehenden Kapitel zunächst das methodische Vorgehen inkl. einiger Vorbemerkungen zu den angewandten statistischen Verfahren erläutert.

4. Methodisches Vorgehen

Mit dem Ziel der Arbeit, die CVC-Aktivitäten von TIME-Unternehmen vollständig zu erfassen sowie Unterschiede und Gemeinsamkeiten zwischen den CVC-Aktivitäten der TIME-Unternehmen aufzudecken, wird ein exploratives, sekundärdatengestütztes Data-Mining-Projekt gemäß dem Cross-Industry Process for Data Mining durchgeführt. Sekundärdatenerhebungen aus kommerziellen Datenbanken bieten gemäß dem Forschungsziel den Vorteil, dass sie meist auf einer kontinuierlichen Vollerhebung beruhen und somit die vollständige Erfassung der CVC-Investments über einen langfristigen Zeitraum ermöglichen (Kuß, Wildner & Kreis, 2014, S. 38). Aufgrund der hohen Qualität kommerzieller VC-Datenbanken ist die Sekundärdatenanalyse in der CVC-Forschung weit verbreitet und anerkannt (Dushnitsky, 2012, S. 171; Hill & Birkinshaw, 2008, S. 425; Maula, 2007, S. 371; Souitaris & Zerbinati, 2014, S. 321).⁹⁷ Des Weiteren bildet das methodische Vorgehen durch die Implementierung einer branchenspezifischen Sekundäranalyse sowohl eine Ergänzung zu den in der MV-Forschung dominierenden fallstudienbasierten Arbeiten als auch zu den branchenübergreifenden Studien in der generellen CVC-Forschung (siehe Kap. 1.2).

Zur Erläuterung des methodischen Vorgehens wird im Folgenden zunächst eine begriffliche Abgrenzung zwischen den in der Betriebswirtschaftslehre häufig synonym verwendeten Begriffen ‚Knowledge Discovery in Databases‘ und ‚Data-Mining‘ vollzogen (Kap. 4.1). Anschließend wird auf Basis der begrifflichen Abgrenzung der Cross-Industry Process for Data Mining (CRISP-DM) beschrieben (Kap. 4.2). Das Kapitel schließt mit einigen Vorbemerkungen zu den in der empirischen Untersuchung angewendeten statistischen Verfahren (Kap. 4.3).

4.1 Knowledge Discovery in Datenbanken und Data-Mining

Im Allgemeinen beschreibt der Begriff des Data-Minings (DM) sowohl die Behandlung von wie auch die Wissensgenerierung aus großen Datenmengen. Beide Aspekte haben insbesondere durch die wachsenden Datenbestände in den letzten Jahren an Bedeutung gewonnen (Gabriel, Gluchowski & Pastwa, 2011, S. 117; Pilger, 2008, S. 78–80). Entsprechend diesen Schwerpunktbereichen des Data-Minings wird dabei häufig zwischen prozessorientiertem

⁹⁷ Zusätzlich würde aufgrund der hohen Dynamik des VC-Umfeldes und der damit einhergehenden Mitarbeiterfluktuation eine Befragung von CVC-Managern zu einer Verschiebung im Sinne des ‚Survival Bias‘ führen und nur bedingt eine Betrachtung im Zeitverlauf ermöglichen. Hinsichtlich der Vorteile einer Sekundärdatenanalyse im Rahmen der (C)VC-Forschung siehe auch Krebs (2012, S. 192–193).

(Behandlung von Daten) und methodenorientiertem (Wissensgenerierung aus Daten) Data-Mining unterschieden (Gabriel et al., 2011, S. 120). Zur klaren begrifflichen Abgrenzung wird in der vorliegenden Arbeit zwischen ‚Knowledge Discovery in Databases‘ (KDD) als ganzheitliche Beschreibung des Data-Mining-Prozess und Data-Mining als Anwendung der Methoden und Algorithmen zur Mustererkennung bzw. Wissensgenerierung unterschieden (Fayyad, Piatesky-Shapiro & Smyth, 1996, S. 38; Gabriel et al., 2011, S. 122; Pietsch & Memmler, 2003, S. 59). Das Data-Mining als Anwendung von Methoden zur Mustererkennung ist somit nur ein einzelner – wenn auch essentieller – Schritt des KDD-Prozesses (Bankhofer, 2004, S. 395).

Fayyad et al. (1996) bezeichnen KDD als „non-trivial process of identifying valid, novel, potentially useful and ultimately understandable patterns in data“ (Fayyad et al., 1996, S. 40–41). Der KDD-Prozess ist demnach ein mehrstufiger, interaktiver und iterativer Prozess, der entsprechend der Definition als ein neuer, komplexer Analyseansatz (non-trivial) verstanden wird, statistisch bewiesene Aussagen tätigt (valid), sich auf die Gewinnung neuer Erkenntnisse konzentriert (novel) und dabei nützliche (potentially useful) und leicht verständliche (ultimately understandable) Muster zur Wissensgenerierung erzeugt (Fayyad et al., 1996, S. 41; Gabriel et al., 2011, S. 121; Petersohn, 2005). Neben den hier angeführten definitorischen Anforderungen an die Ergebnisse des KDD-Prozesses, ist eine weitere Voraussetzung des KDD-Prozesses die tendenzielle Hypothesenfreiheit. So sind zu Beginn des Prozesses keine Hypothesen bzgl. der Ergebnisse aufzustellen, um eine etwaige Datenmanipulation zu verhindern. Die Ergebnisse werden ausschließlich datengetrieben ermittelt und stellen in diesem Sinne Hypothesen dar, die im Anschluss an den KDD-Prozess durch weitere hypothesengeleitete Analyseverfahren bestätigt werden können (Pietsch & Memmler, 2003, S. 59–62; Pilger, 2008, S. 81–82).⁹⁸

Hinsichtlich der im Schritt des Data-Minings angewandten Methoden ist zwischen strukturentdeckenden (Interdependenzverfahren) und strukturprüfenden (Dependenzverfahren) Verfahren zu unterscheiden (Institut für Publizistikwissenschaft und Medienforschung, o. J.). Strukturentdeckende Verfahren suchen nach Mustern in den durch die Daten repräsentierten Objekten. Anschließend wird versucht, die Objekte anhand ihrer Charakteristika in Klassen oder Faktoren zusammenzufassen. Dabei wird zwischen explorativen und konfirmatorischen Verfahren unterschieden, je nachdem, ob eine bereits

⁹⁸ Durch die Datenauswahl und das Aufstellen einer grundlegenden Fragestellung existiert strenggenommen keine Hypothesenfreiheit. Im Kontext des Data-Minings wird deswegen von tendenzieller Hypothesenfreiheit gesprochen. Siehe hierzu Krahl, Windheuser & Zick (1998, S. 30); Pietsch & Memmler (2003, S. 59–62).

vorgegebene Struktur bestätigt (konfirmatorisch) oder datengeleitet nach einer Struktur gesucht werden soll (explorativ). Zu den strukturentdeckenden Verfahren gehören z. B. die Faktorenanalyse, die Clusteranalyse oder die multidimensionale Skalierung. Im Unterschied zu den strukturentdeckenden Verfahren versuchen die strukturprüfenden Verfahren kausale Zusammenhänge zwischen den Variablen herzustellen. Dabei werden je nach Forschungsfrage Unterschiede oder Zusammenhänge zwischen den abhängigen und unabhängigen Variablen untersucht. Zu den Dependenzanalysen gehören die multivariaten Verfahren der Regressions-, Diskriminanz- oder Varianzanalyse (Backhaus, Erichson, Plinke & Weiber, 2011, S. 13–19; Institut für Publizistikwissenschaft und Medienforschung, o. J.; Rosenkranz & Missler-Behr, 2005, S. 200–201).

Aufgrund des Forschungsziels der Arbeit, Unterschiede und Gemeinsamkeiten zwischen den CVC-Aktivitäten der TIME-Unternehmen zu entdecken, wird – gemäß der zuvor angeführten Systematik – ein explorativer Ansatz unter Verwendung strukturentdeckender Verfahren angewendet. Die Auswahl der im Rahmen des empirischen Abschnitts eingesetzten statistischen Verfahren wird im Kapitelabschnitt 4.3 erläutert.

4.2 Der Data-Mining Prozess nach CRISP-DM

Im vorherigen Kapitelabschnitt wurde zwischen dem DM im Sinne der anzuwendenden Methoden und dem KDD- bzw. Data-Mining-Prozess als Vorgehensweise zur Mustererkennung aus Datenbeständen unterschieden. In der Literatur findet sich eine Vielzahl an DM-Prozessen, die sich hinsichtlich der Zielsetzung und Ausgestaltung nur marginal unterscheiden. Der bekannteste, für verschiedene industrielle und geschäftliche Problemstellungen verallgemeinerte, frei zugängliche und umfassend dokumentierte Data-Mining-Prozess ist das CRISP-DM-Modell (Gabriel et al., 2011, S. 123–124).⁹⁹ CRISP-DM steht für Cross-Industry Standard Process for Data Mining (Pilger, 2008, S. 91). Ziel des CRISP-DM-Projektes war es, einen standardisierten Prozessablauf zu entwickeln, der Unternehmen bessere und schnellere Ergebnisse aus dem Data-Mining zur Verfügung stellt (Shearer, 2000, S. 12).

Der Prozess gilt als Leitlinie für die in Kapitel 5 durchgeführte Untersuchung zum strategischen Investitionsverhalten von Medienunternehmen. Dabei ist zu berücksichtigen, dass der CRISP-DM hauptsächlich auf der Basis von Praxiserfahrungen und Anwenderproblemen entwickelt wurde (Shearer, 2000, S. 19). Dementsprechend wurden im Verlauf der empirischen Untersuchung

⁹⁹ Weitere KDD-Prozesse finden sich u. a. bei Bankhofer (2004, S. 396) sowie Pietsch & Memmler (2003, S. 69).

im Sinne der akademischen Praxis und des wissenschaftlichen Arbeitens einige Anpassungen am CRISP-DM-Prozess vorgenommen.¹⁰⁰ Im Allgemeinen unterteilt sich der CRISP-DM in sechs verschiedene iterative Prozessschritte (siehe Abbildung 12).

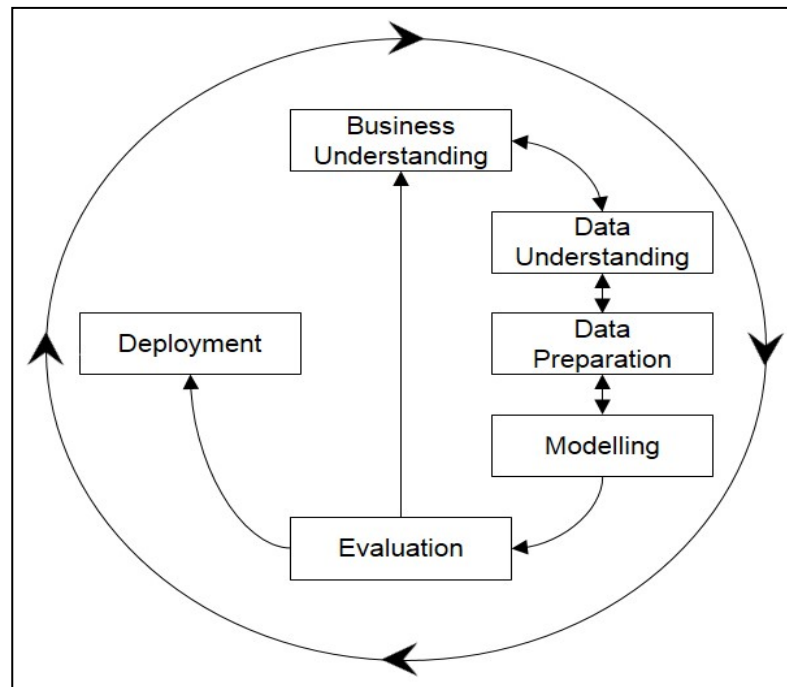


Abbildung 12: Das CRISP-DM-Modell

Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an Chapman et al. (2000, S. 13); Hippner, Grieser & Wilde (2011, S. 790)

Der äußere Kreis des CRISP-DM-Modelles deutet an, dass die Ergebnisse des Data-Minings häufig neue Fragen aufwerfen, die u. a. wiederum mittels weiterer Data-Mining-Projekte beantwortet werden können. Die Pfeile zwischen den Prozessschritten beschreiben die Abfolge des Prozesses, wobei der CRISP-DM keinen gradlinigen, sondern einen iterativen Prozess darstellt und in Abhängigkeit von den Ergebnissen einzelner Prozessschritte eine Anpassung der vorherigen ermöglicht oder sogar erfordert. Die Anforderungen sowie Aufgaben der einzelnen Prozessschritte werden im Folgenden beschrieben:¹⁰¹

¹⁰⁰ Die Abweichungen werden im Rahmen der empirischen Untersuchung hervorgehoben.

¹⁰¹ Siehe zu den Ausführungen Gabriel, Gluchowski & Pastwa (2011, S. 124–138); Pietsch & Memmler (2003, S. 68–79); Pilger (2008, S. 93–103); Shearer (2000, S. 14–18).

- **Business Understanding** (Aufgabendefinition)
Am Anfang des CRISP-DM-Prozesses gilt es, die betriebswirtschaftliche Problemstellung zu formulieren, die Projektziele zu setzen und einen Projektplan zu erstellen. Dazu gehört auch, die Projektressourcen festzulegen und den Projektrahmen durch etwaige Annahmen abzustecken. Die tendenzielle Hypothesenfreiheit als Eigenschaft des Data Minings gilt es dabei zu bewahren.
- **Data Understanding** (Auswahl der relevanten Datenbestände)
In der zweiten Phase des Prozesses werden die relevanten Daten für die Projektziele des Data-Mining-Projektes bestimmt. Hierzu gehören neben der Erhebung und Beschreibung der Daten auch eine Datenexploration und eine Visualisierung sowie abschließend die Überprüfung der Datenqualität, bezogen auf die in der Phase ‚Business Understanding‘ definierten Projektziele. Am Ende der Prozessphase besteht eine vollständige Übersicht aller relevanten Datenquellen sowie eine Datenbewertung hinsichtlich der Eignung zur Beantwortung der Fragestellungen und der generellen Datenqualität. Zur Beurteilung der Datenqualität empfehlen sich bereits erste univariate Analysen des Datenbestandes. Grundsätzliche Prüfkriterien sind Vollständigkeit, Konsistenz, Genauigkeit, Korrektheit und Alter der vorliegenden Datenbasis. Die Datenqualität ist entscheidend für das aus dem DM-Projekt generierte Wissen (Pietsch & Memmler, 2003, S. 71; Wiederhold, 1996, S. 7).
- **Data Preparation** (Datenaufbereitung)
Die Phase ist eng mit der vorherigen Data-Understanding-Phase verknüpft. In dieser Phase gilt es, die vorliegenden Daten zielgerichtet für die anschließenden Analysen aufzubereiten. Dies beinhaltet neben der Auswahl der für die Fragestellung relevanten Datensätze auch die Bereinigung, Anreicherung und Transformation der Daten in für die Analysen geeignete Datenformate. Der Arbeitsabschnitt der Datenbereinigung wird auch Data Cleaning genannt und stellt den wesentlichen Arbeitsschritt der Data-Preparation-Phase dar. Hierzu gehören das Behandeln von Ausreißern bzw. fehlenden Daten und die Harmonisierung von Daten aus verschiedenen Datenquellen. Bei der Anreicherung und Transformation ist es indessen das Ziel, die Konstruktion neuer aussagekräftiger Variablen bzw. Kennzahlen¹⁰² sowie die Umwandlung der Daten in für die anschließend anzuwendenden DM-Methoden notwen-

¹⁰² Nach Pietsch & Memmler (2003, S. 27) stellt eine Kennzahl einen relevanten Sachverhalt knapp und präzise in einer Zahl dar. Für mehr Informationen über Arten und Eigenschaften von Kennzahlen und Kennzahlensystemen siehe ebenfalls Pietsch & Memmler (2003) und die dort angegebene Literatur.

dige Datentypen und Skalenniveaus zu erreichen. Nach Expertenschätzungen werden hierfür insgesamt 80 Prozent der zeitlichen, technischen und personellen Ressourcen des Data-Mining-Projektes in Anspruch genommen.

- **Modeling** (Auswahl und Anwendung von Data-Mining-Methoden)
In dieser Phase werden die DM-Methoden zur Klassifikation, Kategorisierung, Abhängigkeitsanalyse oder Prognose eingesetzt. Die Phase stellt gemäß der aufgestellten Definition das tatsächliche Data-Mining dar (siehe Kap. 4.1). Ziel dieser Phase ist es, Muster in den Daten zu entdecken, die einen direkten Bezug zur Aufgabenstellung haben und sich durch eine ausgeprägte Aussage- bzw. Interpretationsfähigkeit auszeichnen.
- **Evaluation** (Bewertung und Interpretation der Ergebnisse)
Die Phase der Evaluation umfasst die Bewertung der Analyseergebnisse, des bisherigen Projektverlaufes sowie die Planung der nächsten Schritte. Als Bewertungsergebnis gilt im Data-Mining das Kriterium der Interessantheit der DM-Ergebnisse. Als interessant werden Ergebnisse eingestuft, die allgemeingültig, neuartig, nützlich und verständlich sind.
- **Deployment** (Anwendung der Ergebnisse)
In dieser Phase ist festzulegen, in welcher Form die Ergebnisse für die Unternehmung genutzt und in konkrete Handlungsmaßnahmen umgesetzt werden können bzw. im vorliegenden Fall, inwiefern die Ergebnisse die initialen Forschungsfragen beantworten und weitere Forschungsfragen aufwerfen. Des Weiteren ist der Beitrag der Ergebnisse zur akademischen Forschung darzulegen.

4.3 Vorbemerkungen zu den statistischen Verfahren der Datenanalyse

Im Rahmen des Data-Minings (Modellings) werden verschiedene uni-, bi- und multivariate Verfahren eingesetzt. Die Auswahl der statistischen Verfahren erfolgt anhand der vier Kriterien (1) Skalenniveau der Ausgangsdaten, (2) Verteilung der Ausgangsdaten (parametrisch vs. nicht parametrisch), (3) zu betrachtende Variablenanzahl und (4) Zielsetzung (Unterschiede, Zusammenhänge, Gruppierung, Reduktion) der verschiedenen Verfahren (Institut für Publizistikwissenschaft und Medienforschung, o. J.; Röper, 2004, S. 279).¹⁰³

¹⁰³ Für eine weiterführende Beschreibung der eingesetzten statistischen Verfahren siehe Bacher, Pöge & Wenzig (2010); Backhaus, Erichson, Plinke & Weiber (2011); Bortz & Schuster (2010); Cleff (2015); Fromm (2012); Hair (1998); Institut für Publizistikwissenschaft und Medienforschung (o. J.).

Die vorliegenden CVC-Investmentdaten sind metrisch skaliert und ermöglichen somit Aussagen über die Verhältnisse der jeweiligen Merkmalsausprägungen. Damit ist die Verwendung zahlreicher deskriptiver Statistiken (Mittelwerte, Median, Standardabweichung etc.) unproblematisch und erlaubt eine detaillierte Darstellung der Eigenschaften der CVC-Aktivitäten von Medien- bzw. TIME-Unternehmen. Die Basis der deskriptiven Statistiken bildet die Anzahl an getätigten Transaktionen.¹⁰⁴

Die Verteilung der Ausgangsdaten wird mittels eines Normalverteilungsplots und des Kolmogorov-Smirnov-Tests untersucht, der besonders für kleinere Stichproben geeignet ist. Trotz der guten Eignung bei geringeren Stichproben benötigt der Kolmogorov-Smirnov-Test extreme Abweichungen von der Normalverteilung, um auf einem höheren Signifikanzniveau die Annahme einer Normalverteilung zu verwerfen. Eine Überprüfung der Verwerfung ist somit immer durch Histogramme bzw. Normalverteilungsplots zu überprüfen (Ebermann, 2010). In der vorliegenden Arbeit ist der Großteil der Variablen nicht normalverteilt.

Das Ziel der vorliegenden Arbeit ist die Entdeckung von Strukturen (Gruppen) sowie die Untersuchung von Unterschieden zwischen einzelnen Gruppen bzw. TIME-Branchen. Da mehr als zwei Teilbranchen vorliegen, die Gruppen unverbunden sind und die zur Untersuchung herangezogenen Variablen in der Regel nicht normalverteilt sind, wird zur Analyse der Gruppenunterschiede der Kruskal-Wallis-Test verwendet.

Zur Beurteilung der Testergebnisse in Bezug auf Gruppenunterschiede sind vorab die Signifikanzniveaus zu bestimmen. Dabei erfolgt eine Orientierung an den gängigen Signifikanzniveau-Konventionen und die Nullhypothese für Gruppengleichheit wird verworfen, wenn das Signifikanzniveau von zehn Prozent nicht überschritten wird. Im Einklang mit der gängigen Forschungspraxis sind die statistischen Ergebnisse mit einer Irrtumswahrscheinlichkeit von

- kleiner 10 Prozent als schwach signifikant,
- kleiner 5 Prozent als signifikant und
- kleiner als 1 Prozent als hochsignifikant

¹⁰⁴ Die Verwendung der Transaktionsanzahl ist gängige CVC-Forschungspraxis (Dushnitsky & Lavie, 2010, S. 32). Eine alternative Berechnung auf Basis der getätigten Investitionssummen je Transaktion wurde überprüft und aufgrund einer damit einhergehenden, weiteren Datenreduktion verworfen. So sind für nur circa 10 Prozent der Transaktionen umfassende finanzielle Variablen in der Datenbank erfasst.

einzustufen (Bortz & Schuster, 2010, S. 100; Röper, 2004, S. 295). Zur Korrektur des Fehlers erster Art beim multiplen Testen zur Identifikation von z. B. Unterschieden zwischen den TIME-Branchen wird die Bonferroni-Korrektur verwendet (Bortz & Schuster, 2010, S. 232).¹⁰⁵

Als strukturentdeckende Verfahren werden in der vorliegenden Arbeit die Faktoren- und die Clusteranalyse herangezogen. Die Faktorenanalyse wird dabei zur Variablenreduktion als Vorbereitung auf die Clusteranalyse eingesetzt, um die Interpretation der Clusterergebnisse zu erleichtern. Hierzu wird eine Hauptkomponentenanalyse mit einer Varimaxrotation durchgeführt. Als Extraktionskriterium wird das Eigenwertkriterium herangezogen.¹⁰⁶

Zur Identifizierung der CVC-Investmentansätze von TIME-Unternehmen wird ein exploratives, deterministisches und objektorientiertes Clusteranalyseverfahren gewählt. Ziel der Clusteranalyse ist es, Objekte aufgrund ihrer (Un-)Ähnlichkeiten bzgl. eines bestimmten Variablensets zu gruppieren und so etwaige multivariate Zusammenhänge zu identifizieren (Hair, 1998; Ng, Westgren & Sonka, 2009). In der Vergangenheit wurde die Clusteranalyse in einer Vielzahl an strategischen Forschungsarbeiten angewendet (Galbraith & Schendel, 1983; Goyanes & Dürrenberg, 2014; Walter & Barney, 1990), um organisatorische Strukturen wie z. B. strategische Gruppen, organisatorische Typologien, Taxonomien und Muster zu erkennen (Ketchen & Shook, 1996, S. 441). Die Clusteranalyse ist somit eine geeignete Methode zur Identifizierung von Investmentansätzen in der TIME-Industrie.

Trotz der umfassenden Anwendung in der strategischen Managementforschung wird die Clusteranalyse insbesondere wegen des großen Einflusses der Anwender und der Gefahr der Bildung künstlicher Gruppen kritisiert (Barney & Hoskisson, 1990; Chan-Olmsted, 2006b; Howard & Venkatraman, 1988; Ketchen & Shook, 1996). Die kritischsten Entscheidungen bei der Durchführung einer Clusteranalyse sind laut Ketchen & Shook (1996, S. 444) die Auswahl der Gruppierungsvariablen und des Gruppierungsverfahrens, die Festlegung der Clusteranzahl und die Validierung der Clusterlösung. Während die beiden Autoren hinsichtlich der ersten drei Punkte besonders die fehlende Dokumentation der Entscheidungen kritisieren, wird der letzte Punkt (Validierung der Clusterlösung) gemäß ihrer Untersuchung weitestgehend ignoriert. In der vorliegenden Arbeit wird entsprechend den Hinweisen von

¹⁰⁵ Anzumerken ist, dass die Korrektur nur beim paarweisen Vergleich und nicht für den Vergleich über alle Branchen hinweg relevant ist.

¹⁰⁶ Die Hauptkomponentenanalyse war nicht erfolgreich, weshalb auf eine umfassende Beschreibung des Verfahrens bzw. der Vorgehensweise an dieser Stelle verzichtet wird. Für weitere Informationen und zum eigenen Vorgehen sei auf Bacher et al. (2010), Backhaus et al. (2011) und Hair (1998) verwiesen.

Ketchen & Shook (1996) eine umfassende Bewertung der Güte der Clusterlösung vorgenommen. Auch werden die einzelnen Entscheidungen bzgl. Variablenauswahl, Gruppierungsalgorithmus und Clusteranzahl detailliert dokumentiert (siehe Kap. 5.4.3.1). Eine gute Clusterlösung ist erreicht, wenn (1) die Cluster in sich homogen, (2) voneinander isoliert, (3) gut an die Daten angepasst, (4) stabil und (5) inhaltlich gut interpretierbar sowie (6) valide sind. Des Weiteren sollte die Clusteranzahl bei einer mehr oder minder großen Fallzahl je Cluster möglichst gering sein, um sowohl die inhaltliche Interpretierbarkeit als auch die Stabilität der Lösung zu erhöhen (Bacher, Pöge & Wenzig, 2010, S. 18).

Alle statistischen Verfahren werden mittels der Statistiksoftware SPSS in der Version 23.0 durchgeführt.¹⁰⁷ Tabelle 10 fasst die angewendeten statistischen Verfahren zusammen.

¹⁰⁷ Der RAND-Index und der RUNT-Test sind nicht in SPSS implementiert und wurden manuell unter Zuhilfenahme des Kalkulationsprogrammes Excel berechnet.

Tabelle 10: Übersicht der eingesetzten statistischen Verfahren

Merkmal	Ausprägung
Kolmogorov-Smirnov-Test	
Zielsetzung	<ul style="list-style-type: none"> • Verteilung der Ausgangsdaten bestimmen
Kruskal-Wallis Test	
Zielsetzung	<ul style="list-style-type: none"> • Gruppenvergleich
Signifikanzniveaus	<ul style="list-style-type: none"> • < 10 Prozent schwach signifikant • < 5 Prozent signifikant • < 1 Prozent hochsignifikant
Korrektur d. Fehler 1. Art	<ul style="list-style-type: none"> • Bonferroni-Korrektur
Faktorenanalyse	
Zielsetzung	<ul style="list-style-type: none"> • Datenreduktion
Methode	<ul style="list-style-type: none"> • Hauptkomponentenanalyse
Rotation	<ul style="list-style-type: none"> • Varimax
Extraktion	<ul style="list-style-type: none"> • Eigenwertkriterium
Clusteranalyse	
Zielsetzung	<ul style="list-style-type: none"> • Aufdecken von Unternehmen mit ähnlichem Investmentfokus
Typ	<ul style="list-style-type: none"> • Explorativ, deterministisch, objektorientiert
Proximitätsmaß	<ul style="list-style-type: none"> • Quadrierte Euklidische Distanz
Gruppierungsalgorithmen	<ul style="list-style-type: none"> • Single-Linkage • Ward • k-Means
Clusteranzahl	<ul style="list-style-type: none"> • Test von Mojena • Elbow-Kriterium • Dendogramm • Zuwachs der Fehlerquadratsumme • Calinski-Harabasz-Kriterium
Validierung und Interpretation	<ul style="list-style-type: none"> • Mittelwertvergleich • Vergleich der Standardabweichungen und Anzahl signifikanter Unterschiede zwischen den Clustern bzw. Clusterlösungen • F-Werte • t-Werte • Diskriminanzanalyse • RUNT-Test • RAND-Index

5. Strategischer Einsatz von CVC in der Medienbranche

Aufbauend auf dem in Kapitel 3.3 entwickelten CVC-Ordnungsrahmen wird im vorliegenden Kapitel der strategische CVC-Einsatz von TIME-Unternehmen untersucht. Die empirische Untersuchung folgt, beginnend mit der Aufgabendefinition (Kap. 5.1), stringent dem in Kapitel 4.2 beschriebenen CRISP-DM Prozess.

5.1 Aufgabendefinition

Gemäß den in Kapitel 1.3 aufgestellten Forschungsfragen ist das Ziel der empirischen Untersuchung die möglichst vollständige Erfassung, Beschreibung und Analyse der CVC-Aktivitäten der Unternehmen der Telekommunikations-, Internettechnologie-, Unterhaltungselektronik- und Medienbranche. Nach dem Zusammentragen und Beschreiben der Aktivitäten (Forschungsfrage 1) ist der Analyseschwerpunkt der Untersuchung die Identifizierung von Unterschieden zwischen den CVC-Investments der TIME-Unternehmen (Forschungsfrage 2). Hierzu wird die zweite Forschungsfrage in drei Analysebereiche unterteilt: Erstens wird zum Erkennen allgemeiner Unterschiede zwischen den TIME-Sektoren ein ganzheitlicher Branchenvergleich der CVC-Aktivitäten durchgeführt. Zweitens werden, im Hinblick auf den historisch wellenförmigen Verlauf von CVC-Aktivitäten (Kap. 3.1.2) und die von Sullivan & Jiang (2010) festgestellten Veränderungen im Venturingverhalten seit dem Ende der New Economy, die CVC-Aktivitäten im Jahresverlauf betrachtet. Drittens werden mit der Intention, Rückschlüsse auf die Zielsetzungen und die strategische Ausrichtung der CVC-Aktivitäten der TIME-Unternehmen zu ziehen, die CVC-Investmentansätze der TIME-Unternehmen untersucht. Hierzu werden mittels einer deterministischen Clusteranalyse sektorübergreifende Gruppen anhand der Kategorien des Investmentfokus gebildet (siehe Kap. 3.1.4.4). Die gebildeten Gruppen werden anschließend durch

Forschungsfragen (FF):

1. Wie und in welche Start-ups investieren TIME-Unternehmen?
2. Wie unterscheiden sich die CVC-Aktivitäten traditioneller Medienunternehmen und der Unternehmen aus den verwandten Branchen der Telekommunikation, Internettechnologie und Unterhaltungselektronik ...
 - a. im allgemeinen Branchenvergleich?
 - b. im Zeitverlauf?
 - c. hinsichtlich der verfolgten CVC-Investmentansätze?

die das CVC-Verhalten beschreibenden Variablen (z. B. Anzahl Transaktionen pro Jahr, Organisationsform) erläutert. Die auf diese Weise identifizierten Investmentansätze werden abschließend hinsichtlich ihrer Branchenverteilung untersucht. Zusammenfassend sind die konkreten Fragestellungen der empirischen Untersuchung:

Mit der Beantwortung der Forschungsfragen konzentriert sich die Arbeit auf die Ausrichtung („Kurbelsatz“) sowie die Anpassung („coupling & uncoupling“) des CVC-Drivetrains (siehe Abbildung 13). Die Konzentration der empirischen Untersuchung auf den Kurbelsatz des CVC-Drivetrains ergänzt die nach Di Stefano et al. (2010, S. 1197–1198) bisher in der DC-Forschung dominierenden Untersuchungen der internen Umsetzungsroutinen (Hinterrad des CVC-Drivetrains) des organisationalen Lernens (Zollo & Winter, 2002), der Absorptionsfähigkeit (Zahra & George, 2002) und der Rentengenerierung (Makadok, 2001).¹⁰⁸

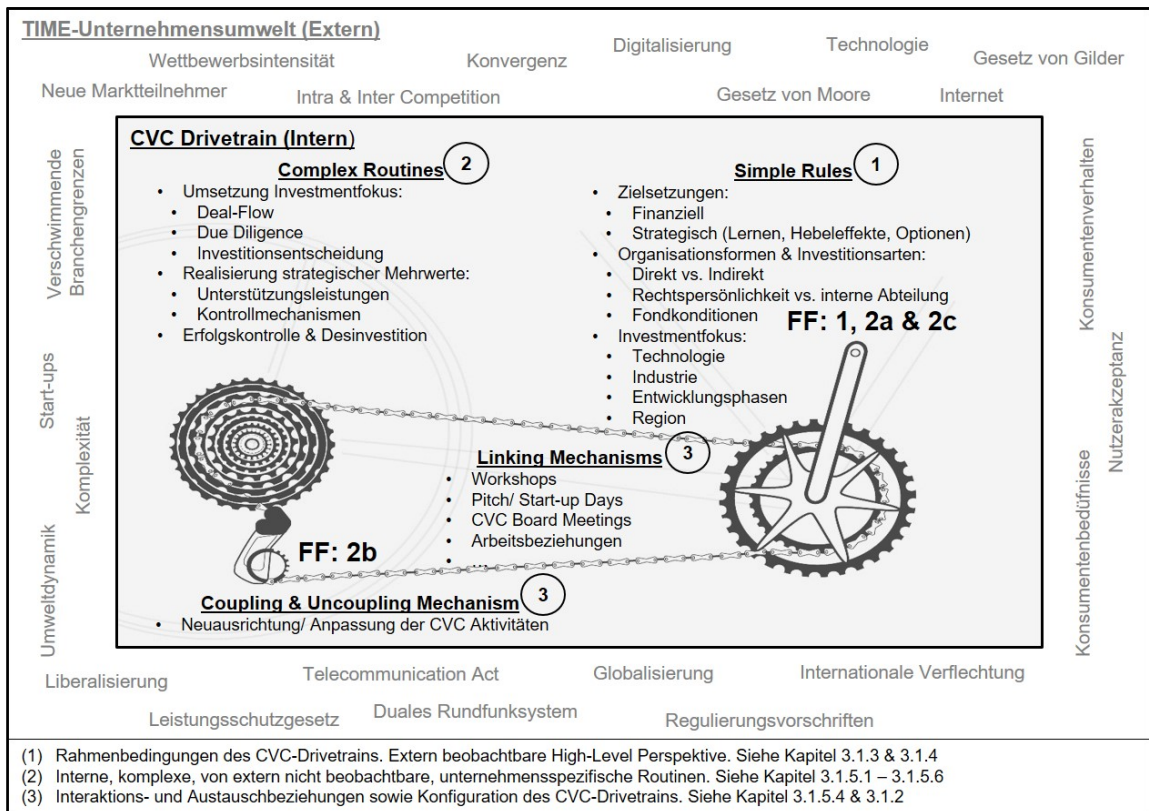


Abbildung 13: Aufgabenstellung und Untersuchungsdesign

¹⁰⁸ Eine weitere sich auf die externe Perspektive von Dynamic Capabilities konzentrierende Arbeit stammt von Agarwal, Echambadi, Franco, A. M. & Sarkar (2004), in der sie die Gründung von Spin-outs im Rahmen des Wissenstransfers untersuchen.

5.2 Auswahl der relevanten Datenbestände

Zur Beantwortung der Fragestellungen werden möglichst alle CVC-Transaktionen benötigt, in denen TIME-Unternehmen als Eigenkapitalgeber auftreten. Hierzu gilt es, alle relevanten CVC-Einheiten und Transaktionen entsprechend der CVC-Definition (Kap. 3.1.1.4) und der TIME-Branchenabgrenzung (Kap. 2.3) zu identifizieren und aus den Datenbanken zu extrahieren. Zuvor sind jedoch die zur Verfügung stehenden Datenbanken hinsichtlich ihrer Datenqualität und ihrer etwaigen Harmonisierungsmöglichkeiten zu bewerten (Kap. 5.2.1). Anschließend werden die für die Arbeit relevanten Daten erhoben (Kap. 5.2.2) und die für die Untersuchung relevanten Variablen ermittelt (Kap. 5.2.3).

5.2.1 Auswahl und Evaluierung der relevanten Datenbanken

Die Datenqualität ist entscheidend für den Erfolg bzw. die Generierung von neuem Wissen aus einem Data-Mining-Projekt (Wiederhold, 1996). Für das vorliegende Data-Mining-Projekt besteht ein Zugang zu den kommerziellen Datenbanken EIKON¹⁰⁹, Zephyr und Orbis sowie zu mehreren frei zugänglichen Sekundärdatenquellen (z. B. Crunchbase).¹¹⁰ Um die verschiedenen Datenquellen zu vergleichen, wurde jede Datenbank hinsichtlich des Datenbank-Typs (Unternehmens- vs. Dealdatenbank vs. Webseite), der Datenbasis¹¹¹ und der Limitationen¹¹² beschrieben (siehe Tabelle 11).

¹⁰⁹ Ehemals VentureXpert.

¹¹⁰ Eine umfassendere Auflistung fast aller am Markt existierenden Venture-Datenbanken findet sich bei Krebs (2012, S. 194–195).

¹¹¹ Angaben zur Datenbasis wurden von den Anbietern übernommen und nicht durch eigene Untersuchungen verifiziert.

¹¹² Neben den angegebenen Quellen basieren die Limitationen auf eigenen Beobachtungen durch die Arbeit mit den jeweiligen Datenbanken.

Tabelle 11: Zur Verfügung stehende externe Sekundärdatenquellen

Name	DB-Typ	Datenbasis	Limitationen
Kommerzielle Datenbanken			
EIKON (Thomson Reuters)	Deal-daten-bank	<ul style="list-style-type: none"> - Erhebt seit 1969 PE-Investments inkl. Unternehmensinformationen über Buyout Firms, VC-Firms, Angel Investor Networks, SBICs, CVC-Gesellschaften, Investmentbanken und deren Portfoliounternehmen (PU) - > 77.000 PUs, 27.000 Fonds, 15.000 PE-Unternehmen 	<ul style="list-style-type: none"> - Hauptsächlich Daten über die USA; seit 1997 auch verstärkt Daten über den europäischen VC-Markt (Neubecker, 2006, S. 178; Hege, 2006, S. 4) - Trotz umfangreicher Informationen besteht ein spürbarer Unterschied zwischen der Anzahl an PU in der Datenbank und der tatsächlichen Anzahl. Schätzungsweise sind circa 30 - 50 Prozent aller PUs in der Datenbank enthalten (Neubecker, 2006, S. 183) - Ältere Investments sind weniger umfassend dokumentiert als aktuelle. Ursache ist u. a. das erst in jüngerer Zeit erhöhte Forschungsinteresse (Zipser, 2006, S. 109; siehe Kap. 1.2.2)
Zephyr* (Bureau van Dijk)	Deal-daten-bank	<ul style="list-style-type: none"> - Erhebt seit 1997 Informationen über M&As, IPOs, Private Equity und Venture Capital - Umfassende Stakeholder-Informationen über Käufer, Verkäufer, Target, Advisor inkl. Eigentümerstrukturen. - Circa 1.2 Mio. Deals 	<ul style="list-style-type: none"> - Hauptsächlich europäische und US-amerikanische Aktivitäten (Krebs, 2012, S. 197) - Erfasst weniger als die Hälfte der in z. B. der EVCA gemeldeten Transaktionen (Burkhardt, 2008, S. 4) - Im Vergleich zur EIKON weniger Deals, jedoch genauere Informationen zum Dealvolumen (Scherfner & Tykvová, 2011, S. 4, 2012, S. 1783) - Inkonsistenz des Käufers auf Fundebene, VC-Ebene oder Muttergesellschaft
Orbis (Bureau van Dijk)	Unternehmens-daten-bank	<ul style="list-style-type: none"> - Allgemeine Unternehmensinformationen von > 140 Mio. Unternehmen weltweit. - 151 Mio. Unternehmensverknüpfungen 	<ul style="list-style-type: none"> - Keine historischen Verknüpfungen zu ehemaligen Beteiligungen - Keine Dealdatenbank (siehe Zephyr); Beteiligungen/Verknüpfungen geben lediglich Hinweis auf einen vorherigen Deal - Auftreten von Doubletten

Name	DB-Typ	Datenbasis	Limitationen
Weitere Sekundärquellen			
Crunchbase.com	Unternehmens- und Deal-daten-bank	<ul style="list-style-type: none"> - Erhebt seit 2007 Start-up-Aktivitäten - Datenbestand geht dennoch zurück bis 1974 - Circa 650.000 Profile von Unternehmen und Personen inkl. deren Investmentaktivitäten 	<ul style="list-style-type: none"> - Keine verifizierten Daten. Es wird versucht, die Datenbasis per Selbstkontrolle der Mitglieder aktuell und fehlerfrei zu halten - Hauptsächlich Daten über die USA
Einschlägige Internetseiten	Webseite	<ul style="list-style-type: none"> - Datenbasis durch Selbstreporting von Mitgliedern und Journalisten 	<ul style="list-style-type: none"> - Keine verifizierten Daten. - Hauptsächlich Daten über das jeweilige Ursprungsland der Webseite
Verbände/ Organisationen	Webseite	<ul style="list-style-type: none"> - Viele VC-/ PE-Unternehmen sind in nationalen und internationalen Verbänden wie EVCA, NVCA, BVK etc. organisiert 	<ul style="list-style-type: none"> - Verbände erfassen nur Informationen über aktive Mitgliedsorganisationen - Die Fallstudien oder grauen Berichte enthalten meistens nur aggregierte Informationen
Unternehmenswebseiten	Webseite	<ul style="list-style-type: none"> - Die meisten CVC-Gesellschaften geben einen Teil ihrer aktuellen und vergangenen Investitionen bekannt 	<ul style="list-style-type: none"> - Aus Selbstvermarktung werden hauptsächlich bereits bekannte oder nur potentielle oder in der Vergangenheit erfolgreiche Investments freiwillig veröffentlicht. Es besteht somit die Gefahr, dass die Portfoliostruktur ‚geschönt‘ wird.

* *Kein eigener direkter Zugang, sondern nur durch eine Forschungsk Kooperation mit der Uni Bayreuth*
Quelle: Eigene Darstellung

Ergänzend zur Literaturrecherche wurde ein Stichprobenvergleich zum Datenumfang der Datenbanken durchgeführt.¹¹³ Die in den Datenbanken aufgeführten Beteiligungen wurden hierfür mit den jeweiligen Portfolioangaben der CVC-Einheiten auf der unternehmenseigenen Webseite verglichen. Der Stichprobenvergleich zeigte deutliche Unterschiede hinsichtlich des Datenumfanges, wobei die EIKON-DB die meisten Portfoliounternehmen enthielt.¹¹⁴ Eine Harmonisierung der verschiedenen Datenbanken zur Erhöhung der Portfoliounternehmensanzahl zeigte, dass u. a. aufgrund von Namenswechsel der PUs im Zeitverlauf, Alias-Namen und unterschiedlichen Schreibweisen ein Zusammenführen nicht bzw. nur unter einer nicht zu bestimmenden Fehlerquote möglich ist. Des Weiteren wird die Harmonisierung durch Unterschiede im Aufbau der Datenbanken hinsichtlich der Differenzierung zwischen Transaktionen und Deals, Fonds und CVC-Einheiten sowie der Definition von Variablen wie z. B. zu den Finanzierungsphasen erschwert. Ferner zeigte der Harmonisierungsversuch, dass sich die PU-Anzahl nur um einen einstelligen Prozentwert erhöhte. Das Ergebnis der Stichprobe bestätigt die in der Literatur beschriebenen Probleme zur Harmonisierung von verschiedenen Sekundärdatenbanken (Bruhn, 2014, S. 110; Easterby-Smith, Thorpe & Jackson, 2015; Kuß et al., 2014, S. 28–29). Allgemein ist somit zu konstatieren, dass der CVC-Markt – trotz der Vielzahl an Sekundärdatenquellen – weiterhin nicht vollständig in kommerziellen Datenbanken erfasst ist (Gompers & Lerner, 1998, S. 30–32; Weber & Dierks, 2002, S. 546). Eine Ursache hierfür ist der Versuch etablierter Unternehmen, ihre CVC-Aktivitäten weitestgehend geheim zu halten, um keine strategischen Stoßrichtungen offenzulegen (Burkhardt, 2008, S. 4; European Commission, 2001, S. 9). Dennoch zeigen Mohamed & Schwienbacher (2016, S. 69), dass trotz fehlender gesetzlicher Offenlegungspflichten (Röper, 2004, S. 347–348) vor allem große Unternehmen mit hohen Forschungs- und Entwicklungsausgaben auch freiwillig CVC-Investments offenlegen. Insgesamt werden so circa zwei Drittel aller CVC-Investments öffentlich bekannt gegeben, wobei es sich primär um CVC-Investments in späteren Finanzierungsphasen handelt.

Aufgrund der eingeschränkten Kompatibilität der zur Verfügung stehenden Datenbanken und der anhand der Stichprobe nachgewiesenen, nur geringen Erhöhung des Datenumfanges erfolgte eine Begrenzung auf eine Datenbank zur Erhebung der CVC-Investments von TIME-Unternehmen. Die Auswahl fiel auf die EIKON-Datenbank von Thomson Reuters. Die DB umfasste im

¹¹³ Die Stichprobengrundlage bildeten die folgenden CVC-Einheiten: Axel Springer Digital Ventures, Bertelsmann Asia Investments, Bertelsmann Digital Media Investments, Holtzbrinck Ventures, RTL Nederland Ventures, Sevenventures GmbH, T-Venture Holding, Comcast Ventures, Google Ventures, Liberty Global Ventures, Microsoft Ventures.

¹¹⁴ Es konnten circa 72 Prozent aller PUs der Webseiten in EIKON ermittelt werden.

Stichprobenvergleich die meisten CVC-Investments. Des Weiteren gilt die Datenbank in der CVC-Literatur als weltweit anerkannteste, verbreitetste und quantitativ wie qualitativ umfangreichste Datenbank (Dushnitsky & Lenox, 2005a, S. 952; Dushnitsky & Lavie, 2010, S. 32; Krebs, 2012, S. 193–194; Krohmer, 2008, S. 7; Landau, 2010, S. 249; National Venture Capital Association, 2014, S. 117; Zipser, 2008, S. 100). Insgesamt gilt die EIKON-DB in der akademischen Forschung als repräsentativ für den VC- und PE-Markt (Zipser, 2008, S. 111). Zusammenfassend bildet die EIKON-DB den besten Trade-off hinsichtlich der Beurteilungskriterien Vollständigkeit, Konsistenz, Genauigkeit, Korrektheit und Alter der Daten (siehe Kap. 4.2).¹¹⁵

Das Private-Equity-Modul der EIKON-DB stellt keine Informationen über die Mutterkonzerne der jeweiligen CVC-Einheiten zur Verfügung. Zur Identifikation von TIME-Unternehmen und zur Anspielung weiterer Unternehmensinformationen auf Konzernebene wurde auf die Orbis-DB von Bureau van Dijk zurückgegriffen. Mit finanziellen Informationen für über 170 Mio. Unternehmen inkl. Eigentümerstrukturen, Länderprofilen, Presseberichten, M&A-Gerüchten und Informationen über Vorstandsmitglieder gilt die Orbis-DB als eine der weltweit führenden Datenbanken für Unternehmensinformationen. Die Datenbank ist somit geeignet, um die PE-Daten aus EIKON zu komplettieren.

Die Evaluierung der Datenbanken hat gezeigt, dass – trotz der angeführten Limitationen und einer Beschränkung auf die Datenbanken EIKON und Orbis – die in den kommerziellen Datenbanken erfassten Beteiligungsdaten sowohl aus qualitativer wie auch quantitativer Perspektive ausreichen, um eine Sekundärdatenanalyse zur Erfassung des CVC-Verhaltens von TIME-Unternehmen durchzuführen.

5.2.2 Datenerhebung

Bedingt durch den rapiden und umfangreichen Wandlungs- und Konvergenzprozess innerhalb der TIME-industrie sowie das durch einzelne TIME-Unternehmen integrierte Angebot von unterschiedlichen Leistungen aus den ehemals getrennten TIME-Branchen ist die eineindeutige Zuordnung von Unternehmen zu den einzelnen Sektoren schwierig. In Übereinstimmung mit dem explorativen Ansatz der Untersuchung und anderen CVC-Studien (z. B. Wadhwa & Kotha, 2006; Gaba & Meyer, 2008) wurde zur Datenerhebung der

¹¹⁵ An dieser Stelle möchte ich der Vielzahl an Gesprächspartnern auf Konferenzen, in Doktorandenseminaren und an den jeweiligen Lehrstühlen der TU Ilmenau, Jade Hochschule und HAW Hamburg für ihre Einschätzungen danken. Die Diskussionen zur Datenqualität haben mir sehr geholfen und mich in meiner Entscheidung für die EIKON-DB bestätigt.

CVC-Investitionen von TIME-Unternehmen auf Industriecodes zurückgegriffen. In Anlehnung an die Industrieklassifizierung der European Venture Capital Association wurden hierzu die in Kapitel 2.3 angeführten Branchendefinitionen in NACE¹¹⁶-Industriecodes übersetzt: Telekommunikation (46.52, 47.42, 95.12, 26.3*, 61.**), Internettechnologie (63.11, 63.12, 62.09), Unterhaltungselektronik (26.2*, 26.4*, 47.43, 95.21, 26.8*, 46.51, 47.41) und Media & Entertainment (18.**, 58.**, 59.**, 60.**, 63.9*, 73.1*).¹¹⁷

Zur Erstellung der Datengrundlage wurde eine Liste aller direkten¹¹⁸ und indirekten¹¹⁹ CVC-Einheiten aus der Thomson Reuters Private Equity Datenbank erstellt. Aufbauend auf der erstellten Liste wurden die Mutterkonzerne jeder CVC-Einheit in Orbis ermittelt. Zur Identifikation von Unternehmen stellt Orbis einen auf dem Unternehmensnamen, dem Ort und dem Land einer Gesellschaft basierenden und automatisierten Matching-Algorithmus zur Verfügung. Mittels des Algorithmus konnten 70 Prozent aller CVC-Einheiten einem Mutterkonzern¹²⁰ zugeordnet werden. Die fehlenden 30 Prozent wurden durch eine intensive Internetrecherche u. a. auf Google, Bloomberg und Crunchbase ergänzt. Abschließend wurde die Unternehmensliste inklusive der CVC-Einheiten mit vorherigen Arbeiten (z. B. Röper, 2004; Neubecker,

¹¹⁶ Die Nomenclature Générale des Activités Economiques dans les Communauté (NACE) ist ein hierarchisches Branchenklassifikationssystem. Die einzelnen Branchencodes bestehen aus einer zwei bis sechs Ziffern langen Zahlenreihe. Die Entscheidung für NACE-Codes und gegen das US-amerikanische Äquivalent der NAICS-Codes wurde aus rein praktischen Gründen getroffen. So war die EVCA bereit, ihre auf Basis der NACE-Codes bestehende Industrieklassifikation zur Verfügung zu stellen.

¹¹⁷ Die zuvor ermittelten indirekten Investments wurden in Kap. 5.3.2.2 zur Bestätigung der Prämisse verwendet, dass CVC primär aus strategischen Gründen betrieben werden. Eine weitere Analyse der indirekten Investitionen erfolgte nicht.

¹¹⁸ Firmentypen: Corporate PE/Venture, Incubator/Development Program, Non-Private-Equity & Others

¹¹⁹ Firmentypen: Bank Affiliate, Investment Management Firm, Private Equity Advisor or Fund of Funds, Private Equity Firm, Service Provider in Kombination mit diesen Fondstypen: Corporate PE/Venture, Incubator/Development Program, Non-Private-Equity und Others.

¹²⁰ Ein Unternehmen wurde als Konzernmutter einer CVC-Einheit deklariert, wenn es eine beherrschende Stellung bzw. absolute Mehrheit (>50,01 %) gegenüber der CVC-Einheit einnimmt. Bureau van Dijk erlaubt eine individuelle Definition der Konzernmutter anhand der Mindestprozente der Beteiligung zwischen der Konzernmutter und dem betreffenden Unternehmen, der Gesellschafterstruktur und der „öffentlichen oder privaten Natur“ des Unternehmens (Bureau van Dijk, 2012, S. 16). Neben der Majorität kann auch eine 25,01-prozentige Beteiligung als Kriterium ausgewählt werden. Die damit einhergehende Sperrminorität wurde jedoch – unter der Annahme der Verfolgung strategischer Zielsetzungen – als nicht ausreichend angesehen. Zusätzlich erleichtert die gewählte Majoritätsgrenze die eindeutige Identifizierung der jeweiligen Konzernmutter. Im Umkehrschluss führte dies jedoch dazu, dass z. B. die Project A Ventures GmbH & Co KG von Axel Springer, Otto GmbH & CO KG und PA One UG aufgrund der fehlenden Majorität einer der drei Partner nicht mit in die Untersuchung einfließt.

2006) verglichen. Des Weiteren wurden etwaige Veränderungen der Eigentümerverhältnisse bei den Mutterkonzernen durch Fusionen und Akquisitionen berücksichtigt und entsprechende Anpassungen bei der Zuordnung vorgenommen.¹²¹ Abschließend wurden alle Zuordnungen manuell kontrolliert.¹²²

In Anlehnung an die Arbeitsdefinition von Corporate Venture Capital (siehe Kap. 3.1.1.4) und vorherige CVC-Studien (Dushnitsky & Lenox, 2005a; Dushnitsky & Shaver, 2009; Gompers & Lerner, 1998; Sykes, 1990) wurden CVC-Investitionen wie folgt beschränkt: Erstens folgt die Erhebung der amerikanischen Definition von Corporate Venture Capital (Kap. 3.1.1.1). Zweitens beschränkt sich der Fokus der Studie auf direkte CVC-Investments und schließt folglich indirekte Investitionsformen via Venture Capital Partnerships, Pensionsfonds, Evergreens und weitere indirekte Formen aus. Indirekte Aktivitäten verfolgen im Vergleich zu z. B. dedizierten Fonds nur bedingt strategische Interessen und widersprechen somit der zugrundeliegenden Prämisse, dass Medienunternehmen primär aus strategischen Gründen CVC betreiben.¹²³ Nichtsdestotrotz schließt die Untersuchung Syndikatinvestments mit unabhängigen Venture Capitalists und anderen Co-Investoren ein. Drittens werden nur Unternehmen berücksichtigt, die regelmäßig CVC-Investments tätigen. Unternehmen mit lediglich einer Investition in ein Start-up-Unternehmen verfolgen höchstwahrscheinlich keine expliziten strategischen Ziele (Chesbrough & Tucci, 2004, S. 1; Poser, 2003).¹²⁴ Des Weiteren sind Einmalinvestitionen ein Hinweis auf fehlende explizite CVC-Programme. Viertens berücksichtigt die Studie nur die CVC-Aktivitäten zwischen 2002 und Q3-2015, da diese CVC-Aktivitäten wesentlich durch strategische Investitionsentscheidungen als Reaktion auf den technologischen Wandel und die turbulenten Umweltbedingungen gekennzeichnet sind (siehe Kap. 3.1.2). Zusätzlich werden durch den Untersuchungszeitraum zeitlich bedingte Beeinträchtigungen (z. B. Erfassung europäischer CVC-Aktivitäten) hinsichtlich der Datenvollständigkeit reduziert (siehe Tabelle 11) und eine Verzerrung des strategischen CVC-Einsatzes durch den ‚Ausnahmestandard‘ bzw. das ‚Herdenverhalten‘ zur Zeit der New Economy wird verhindert.

¹²¹ So gehört bspw. NBC Universal Media LLC erst seit 01/2011 zu Comcast.

¹²² Siehe für ein ähnliches Vorgehen z. B. Wadhwa & Kotha (2006, S. 824).

¹²³ Die zuvor ermittelten indirekten Investments wurden in Kap. 5.3.2.2 zur Bestätigung der Prämisse, dass CVC primär aus strategischen Gründen betrieben werden, verwendet. Eine weitere Analyse der indirekten Investitionen erfolgte nicht.

¹²⁴ CVC-Investitionen wurden als ‚regelmäßig‘ angesehen, wenn mindestens sechs Transaktionen im Untersuchungszeitraum getätigt wurden.

5.2.3 Variablenauswahl

Neben der Definition der Untersuchungsobjekte gilt es, die Variablen zur Beschreibung selbiger zu bestimmen. Die EIKON-Datenbank stellt Private-Equity-Daten in verschiedenen Berichten und in unterschiedlichen Aggregationsstufen zur Verfügung. Für die vorliegende Untersuchung wurden die Variablen auf der Ebene der einzelnen Transaktionen (Transaction View) extrahiert und mittels verschiedener Aggregationsverfahren auf der Ebene der Konzernmütter zusammengefasst. Innerhalb der Transaktionsansicht werden die Daten in mehrere Kategorien unterteilt: Firm-, Investment-, Portfolio- und Company-Information. Variablen zum Exitverhalten der CVC-Einheiten sind nicht in der Transaktionssicht vorhanden und wurden gesondert aus der Datenbank extrahiert.

Tabelle 12 fasst alle für die Untersuchung relevanten und über die Transaktionen vergleichbaren Variablen zusammen. Die Tabelle enthält die Variablenbezeichnung sowie eine Beschreibung der jeweiligen Variablen. In der Spalte „Erhebungszweck“ wird zusätzlich der durch die Variablenerhebung angestrebte Erkenntnisgewinn oder der Verwendungszweck beschrieben bzw. eine Variablenzuordnung zu den Untersuchungsschwerpunkten vorgenommen.

Aufgrund der umfangreichen Datenaufbereitung und -aggregation auf Konzernebene wird – abweichend vom CRISP-DM-Prozess – die Datenexploration erst im Anschluss an die Datenpräparation durchgeführt.¹²⁵

¹²⁵ Hierbei sei zu berücksichtigen, dass eine erste Datenexploration bereits während der Stichprobenuntersuchung im Zuge des Harmonisierungsversuches verschiedener Datenbanken erfolgte.

Tabelle 12: Variablenauswahl

Bezeichnung	Beschreibung	Erhebungszweck
Investment Information		
Company Investment Stage at Round Date	Finanzierungsphasen zum Transaktionszeitpunkt.	Datenbereinigung gemäß Arbeitsdefinition, Kernvariable des Investmentfokus
Equity Amount Estimated (USD Mil)	Die geschätzte Transaktionssumme aller Investoren der Investmentrunde.	Ø-Investitionssumme, Beteiligungsanteil am PU
Investment Date	Datum der Transaktion.	Zeitverlaufsbetrachtung
New or Follow on Investment	Gibt an, ob es sich um eine Erst- oder Folgeinvestition handelt.	Beschreibung der Transaktionsstruktur
No. of Funds at Investment Date	Die Anzahl an Fonds in der Investmentrunde.	Syndikat- vs. Einzelinvestitionen, Beteiligungsanteil am PU
No. of Firms in Total	Anzahl aller CVC-Einheiten, die in das PU bereits investiert haben.	Verifizierung der Datenbasis
No. of Funds in Total	Anzahl aller Fonds, die in das PU bereits investiert haben.	Verifizierung der Datenbasis
Valuation at Transaction Date (USD)	Die Post-Money Bewertung der Company.	Berechnungsgrundlage des Beteiligungsanteils
Round Number	Investmentrunde der Transaktion.	Validierung der Finanzierungsphasen/ Datenbank
Portfoliounternehmen (PU)		
Company Business Description Long	Beschreibung der Tätigkeiten des PUs.	Verifizierung deskriptiver Variablen
Company City, Nation, World (Sub) Location	Gibt die geografische Lage des Hauptquartiers des PUs an.	Diversifikation
Company Name	Name des PUs.	Nachrecherche, Verifizierung beschreibender Variablen
Company Primary Customer Type	Kundenfokus des PUs.	Beschreibung des Investmentschwerpunktes
Company Technology Application	Technologische Grundlage des Business Models des PUs.	Kernvariable des Investmentfokus
SIC Code	“Standard Industry Classification” (SIC) Code des Portfoliounternehmens.	Diversifikation

Bezeichnung	Beschreibung	Erhebungszweck
CVC-Einheiten (Firm)		
Firm City, Nation, World (Sub) Location	Gibt die geografische Lage des Hauptquartiers der CVC-Einheit wieder.	Diversifikation
Firm - First Investment Date	Zeitpunkt der ersten Transaktion der CVC-Einheit.	Lebensdauer d. CVC-Aktivitäten
Firm Founded Date	Gründungsdatum der CVC-Einheit.	Lebensdauer d. CVC-Aktivitäten
Firm - Last Investment Date	Zeitpunkt der letzten Transaktion der CVC-Einheit.	Lebensdauer d. CVC-Aktivitäten
Firm Name	Name der CVC-Einheit.	Rechtspersönlichkeit, Nachrecherche
Firm Type	Kategorisierung (z.B. Pension Fonds) der CVC-Einheit.	Datenbereinigung
Fund Name	Name des jeweiligen Fonds.	Anzahl aktiver Fonds im UZ
No. of Funds Managed by Firm	Gesamtzahl aller Fonds.	Portfoliogröße, Fondsvolumen
Total Estimated Equity Invested by Firm to Date (USD Mil)	Geschätzte Investitionssumme der CVC-Einheit insgesamt.	Investitionsvolumen
Total Estimated Equity Invested by Fund to Date (USD Mil)	Geschätzte Investitionssumme des Fonds insgesamt.	Fondsvolumen
Total Number of Companies Invested in by Firm	Gesamtanzahl aller Portfoliounternehmen.	Portfoliogröße
Exits		
Exit Date	Zeitpunkt des Exits.	Haltedauer
Time to Exit (Years)	Zeitraum vom ersten Investment in ein PU bis zum Exit.	Haltedauer
Exit Type	IPO, Secondary Sale, Trade Sale, Reverse Takeover, Buy-back, Write-off	Exits

Bezeichnung	Beschreibung	Erhebungszweck
Konzernmutter (Orbis)		
Name	Namen der Konzernmutter.	Validierung, Zuordnung
Kategorie des Unternehmens	<p>Die Variable erfasst die Unternehmensgröße. Die Zuteilung eines Unternehmens in eine der vier Kategorien erfolgt, wenn eines der aufgeführten Kriterien erfüllt ist.</p> <ul style="list-style-type: none"> • Very Large Company: Betriebsertrag ≥ 100 Mio. EUR (130 Mio. USD); Aktiva ≥ 200 Mio. EUR (260 Mio. USD); Mitarbeiter $\geq 1,000$; Börsennotiert • Large Company: Betriebsertrag ≥ 10 Mio. EUR (13 Mio. USD); Total assets ≥ 20 Mio. EUR (26 Mio. USD); Mitarbeiter ≥ 150 • Medium Sized Company: Betriebsertrag ≥ 1 Mio. EUR (1.3 Mio. USD); Total assets ≥ 2 Mio. EUR (2.6 Mio. USD); Mitarbeiter ≥ 15 • Small Company: Default Variable. 	Beschreibende Variable der Konzernmutter.
Land	Hauptsitz der Konzernmutter.	Diversifikation
NACE Code	Nomenclature général des activités économiques dans les Communautés Européens (NACE) der Konzernmutter.	Diversifikation, Branchenzugehörigkeit
US-SIC Code	Der „Standard Industry Classification“ (SIC) Code der Konzernmutter.	Diversifikation

5.3 Datenpräparation

5.3.1 Datenaufbereitung & -aggregation

Zu Beginn der Datenaufbereitung wurden doppelte und fehlerhafte Transaktionen entfernt. Anschließend wurde die Datengrundlage durch das Umcodieren und Neuberechnen von Variablen auf Konzernebene aggregiert und um beschreibende Variablen erweitert. Die ergänzenden Variablen wurden auf Basis der Datengrundlage (siehe Kap. 5.2) sowie der in vorherigen empirischen Studien erhobenen Kennzahlen (siehe Kap. 1.2) gebildet. Zur Aggregation auf Konzernebene wurden Summen, Durchschnittswerte sowie Minima und Maxima berechnet. Am Ende der Datenaufbereitung zeigt jede Zeile der Datentabelle das Investmentverhalten eines TIME-Unternehmens auf. Nachstehende Tabelle 13 beschreibt die im Rahmen der Datenaufbereitung und Datenaggregation auf Konzernebene gebildeten Variablen:

Tabelle 13: Anreicherung der Datengrundlage

Bezeichnung	Beschreibung	Erhebungszweck/ Kommentar
Konzernmutter		
Branchenklassifikation	Industriesektor der Konzernmutter entsprechend der in NACE-Codes übersetzten Branchendefinition.	Grundlage für den Industriervergleich.
World (Sub) Location	Äquivalent zur World (Sub) Location der Portfoliounternehmen.	Grundlage der geografischen Diversifikation.
Investitionsart		
CVC-Einheit	Unterscheidung zwischen direkten (eigene Rechtspersönlichkeit & Business Unit) und indirekten (Dedizierte & Pooled Fonds) CVC-Einheiten. Dabei wird sowohl die Anzahl an CVC-Einheiten wie auch die Anzahl an Transaktionen je CVC-Einheit berücksichtigt.	Durch die Zunahme der CVC-Aktivitäten empfiehlt die National Venture Capital Association (2014, S. 1) eine Unterscheidung hinsichtlich der Organisationsstruktur der CVC-Einheiten. Zur Ermittlung wurde eine umfassende, internetgestützte Recherche durchgeführt. Ausgangspunkt waren die in EIKON hinterlegten Fund- und Firmennamen. So wurde beispielsweise eine im Firmennamen enthaltene Rechtsform und/oder eine von der Konzernmutter abweichende Bezeichnung als Indiz für eine eigene Rechtspersönlichkeit wahrgenommen.

Bezeichnung	Beschreibung	Erhebungszweck/ Kommentar
Investitionsart	Entsprechend der CVC-Einheiten und Definition in Kap. 3.1.4 wird zwischen direkten und indirekten Transaktionen unterschieden.	Verifizierung der Annahme, dass strategische Investitionen der Treiber der zunehmenden CVC-Aktivitäten von TIME-Unternehmen sind.
Syndikatinvestment	Syndikatinvestments beschreiben die zeitgleiche Investition mehrerer Investoren in ein PU.	Eine Transaktion wird als Syndikatinvestment definiert, wenn mehr als ein Fonds in eine Transaktion involviert ist.
TIME-Syndikats	Syndikatinvestments in denen mindestens ein weiteres TIME-Unternehmen als Investor auftritt.	Indikator für die Vernetzung der TIME-Unternehmen untereinander.
Ø-Anzahl Syndikatpartner	Durchschnittliche Anzahl an Co-Investoren. Dabei wird unterschieden zwischen anderen CVCs, VCs, Regierungsorganisationen und anderen Finanzinstituten.	Indikator für die Vernetzung der TIME-Unternehmen mit der Venture Capital Branche.
Investmentfokus		
Finanzierungsphasen	Transaktionsanzahl und prozentualer Anteil an allen Transaktionen der Seed, Early-Stage, Expansion und Later-Stage Investment. Hierzu war eine Anpassung gemäß der Definition von CVC und den Finanzierungsphasen (Kap. 3.1.1.2 & 3.1.4.4) notwendig.	Dient entsprechend der in Kap. 3.1.1.2 dargestellten Eigenschaften der verschiedenen Phasen u.a. als Indikator für die Risikobereitschaft.
Internet	Transaktionsanzahl und prozentualer Anteil an allen Transaktionen in Internet und non-Internet basierende Geschäftsmodelle bzw. PUs.	Wichtiger Indikator inwieweit CVC für die „digitale Transformation“ von TIME-Unternehmen eingesetzt wird (Technologiefokus).
Kundenausrichtung	Transaktionsanzahl und prozentualer Anteil an PUs deren Geschäftsmodell sich an B2B, B2C, B2All oder B2Government Kunden richtet.	Hinsichtlich der Charakteristika von Mediengütern & der ursprünglichen Kerngeschäftsaktivitäten der integrierten TIME-Unternehmen relevant (zweiseitiger Markt, Interaktion Netzbetreiber und Gerätehersteller, etc.). Bestandteil des Technologiefokus.
Kerngeschäft	Anteil der Transaktionen in das eigene Kerngeschäft gemäß der eigenen Branchendefinition (siehe Kap. 2.3).	Zur Erfassung des Industriefokus.
TIME	Anteil der Transaktionen in die TIME-Branche gemäß der eigenen Branchendefinition (siehe Kap. 2.3).	Zur Erfassung des Industriefokus.

Bezeichnung	Beschreibung	Erhebungszweck/ Kommentar
Diversifikationsgrad (Produkt)	<p>Herfindahl-Kennzahl, die die Anzahl an Segmenten in die ein Mutterunternehmen investiert sowie die Relevanz der Segmente anhand der Anzahl an Transaktionen je Segment berücksichtigt:</p> $1 - \frac{\sum Pi^2}{(\sum Pi)^2} \text{ mit } Pi \text{ als Anteil der Transaktionen in das Industriesegment } i^{126}$	<p>Die Verwendung von SIC-Codes zur Ermittlung der Diversifikation aus RBV-Sicht ist in der Managementliteratur umstritten (Hauschild & Knyphausen-Aufseß, 2013; Montgomery, 1982; Nayyar, 1992; Palapu, 1985). Ein (radikal formulierter) Kritikpunkt aus RBV-Perspektive ist die durch US-SIC Codes überwiegend eingenommene MBV-Perspektive bzw. (schwacher formuliert) lediglich die Erfassung des Verwandtschaftsgrades hinsichtlich Produktcharakteristiken, Rohstoffen und Herstellungsprozessen (Hauschild & Knyphausen-Aufseß, 2013, S. 349).¹²⁷ Nichtsdestotrotz ist die Verwendung von auf US-SIC-Codes basierenden Kennzahlen auch in der RBV-Forschung weit verbreitet. Zusätzlich zeigt sich, dass eine Vielzahl der verschiedenen Messverfahren hinsichtlich ihrer Ergebnisse korrelieren (Amit & Livnat, 1988; Montgomery, 1982). Gleichzeitig empfiehlt Montgomery (1982, S. 305-306) für umfangreiche, multivariate Studien die Verwendung von US-SIC-Codes. In der CVC-Forschung wurden SIC-Codes u.a. von Schildt et al. (2005), Keil et al. (2008) und Hill et al. (2009) verwendet. Die verwendeten Kennzahlen wurden in Anlehnung an Jung & Chan Olmstedt (2005, S. 190-191) gebildet. Zur Korrespondenz zwischen NACE und SIC-Codes wurden die offiziellen „Correspondence Tables“ der EU herangezogen.</p>

¹²⁶ Der Nenner wurde in Anlehnung an die ursprünglich in der Literatur etablierte Formel beibehalten. In der vorliegenden Untersuchung beträgt die Summe der Transaktionsanteile immer eins, weshalb der Nenner nicht zur Berechnung des Endwertes notwendig ist.

Bezeichnung	Beschreibung	Erhebungszweck/ Kommentar
Ausmaß World Sub Location	Anteil an Transaktionen in Portfoliounternehmen, deren Heimatland (World Sub Location) nicht identisch mit dem Heimatland (der World Sub Location) des Mutterkonzerns ist.	Die Herausforderung bei der Ermittlung des geografischen Diversifizierungsgrades ist es, länderspezifisch möglichst homogene Gruppen zu bilden. Jung & Chan-Olmsted (2005, S. 192) verweisen hierzu u.a. auf das Model von Hofstede (1984) und seine kulturellen Dimensionen wie Machtdistanz, Individualismus vs. Kollektivismus, Maskulinität und Feminität etc. ¹²⁸ In der vorliegenden Arbeit wurde die von EIKON bereitgestellte Variable „World Sub Location“ als maßgebende Ländergruppierung zugrunde gelegt.
Diversifikationsgrad (Geografie)	Herfindahl-Kennzahl, die die Anzahl an „World Sub Locations“ in die ein Mutterunternehmen investiert sowie die Anzahl an Transaktionen je „World Sub Location“ berücksichtigt: $1 - \frac{\sum Pi^2}{(\sum Pi)^2}$ <i>mit Pi als Anteil der Transaktionen in die World Sub Location</i>	

Fondskonditionen

Portfoliogröße	Anzahl an Portfoliounternehmen innerhalb eines Fonds.	Erfasst den Umfang der CVC-Aktivitäten.
Akt. Lebensdauer (Fonds)	Erfasst die Anzahl an Jahren zwischen dem ersten und letzten Investment des jeweiligen Mutterkonzerns.	Indikator für das Commitment und die Etablierung von CVC in einer Unternehmung.
Investitionsjahre	Erfasst die Anzahl an Jahren in denen im Untersuchungszeitraum eine Investition getätigt wurde.	Indikator für das Commitment und die Etablierung von CVC in einer Unternehmung.
Ø-Transak. / Investitionsjahr	Durchschnittliche Anzahl je Jahr in dem die Konzernmutter ein CVC-Investment getätigt hat.	In Verbindung mit der Variable „Investitionsjahre“ ein Indikator für das CVC-Aktivitätslevel einer Unternehmung. Berücksichtigt, dass nicht alle Unternehmungen über den gesamten Untersuchungszeitraum am CVC Markt aktiv waren.
Konsequente Transak. /Jahr	Maximal Anzahl an Jahren in denen hintereinander mindestens ein CVC-Investment getätigt wurde.	Indikator für das Commitment und die Dauerhaftigkeit von CVC-Aktivitäten.

¹²⁷ Des Weiteren ist anzumerken, dass die mittels Branchencodes ermittelten Verwandtschaftsgrade den potentiellen, aber weniger den tatsächlichen Verwandtschaftsgrad zwischen zwei Parteien angeben. Siehe hierzu u.a. Nayyar (1992, S. 219).

¹²⁸ Für eine ausführliche Diskussion zu den Auswirkungen von kultureller Vielfalt auf Innovationen sowie den verschiedenen Konzepten zur Messung von kultureller Vielfalt siehe u.a. Gómez-Mejía & Palich (1997) und Vachani (1991).

Bezeichnung	Beschreibung	Erhebungszweck/ Kommentar
Halte- dauer	Zeitraum in dem ein Beteiligungsverhältnis zwischen Portfoliounternehmen und Konzernmutter besteht. Es wird die durchschnittliche, minimale und maximale Haltedauer hinsichtlich aller CVC-Investments erfasst.	Gibt die Zeit an, in der Interaktions- und Austauschprozesse zwischen den drei involvierten Parteien bestehen.
Fondsvo- lumen	Erfasst die innerhalb der jeweiligen Fonds bereitgestellte Investitionssumme.	Indikator für das finanzielle Commitment zu CVC.
Transakti- onssumme	Erfasst die Investitionssumme je Investment. In der EIKON Datenbank werden jeweils nur die gesamte (und geschätzte) Investitionssumme aller Investoren in ein Start-up erfasst. Zur Ermittlung der Transaktionssumme des jeweiligen Mutterkonzerns wurde eine Gleichverteilung unter den Co-Investoren innerhalb eines Syndikatinvestments angenommen. Es wurde die durchschnittliche, minimale und maximale Transaktionssumme je Mutterkonzern erfasst.	Ermöglicht ein Vergleich hinsichtlich der finanziellen Bedeutung und der Investitionshäufigkeit.
Eigenka- pitalanteil	Erfasst den Eigenkapitalanteil den ein Mutterkonzern pro Transaktion beansprucht. Zur Ermittlung wurde die „Transaktionssumme“ mit der Variablen „Valuation at Transaction Date“ ins Verhältnis gesetzt.	Indikator für den Einfluss den die jeweiligen Muttergesellschaften auf das Portfoliounternehmen haben.
Exits		
Anzahl Exits	Erfasst die Anzahl an Exits, die ein Mutterkonzern im Untersuchungszeitraum getätigt hat. Es wird entsprechend der Variable „Exit-Type“ zwischen IPO, Trade Sale und Other (Secondary Sale, Buy-back, Reverse Takeover, Write-off) unterschieden.	Die durchgeführten Exits können als Indikator für den „Erfolg“ bzw. auch die Zielsetzung (Trade Sale) der CVC-Aktivitäten angesehen werden.

Nach der Datenanreicherung und -aggregation auf Konzernebene war die Datengrundlage auf Ausreißer¹²⁹ und fehlende Werte zu untersuchen. Eine weitreichende Restriktion der Datengrundlage war die Begrenzung auf etablierte Unternehmen mit regelmäßigen CVC-Aktivitäten (min. 6 Transaktionen im Untersuchungszeitraum).¹³⁰ Hierdurch reduzierte sich die Fallzahl von 131 auf 68 Unternehmen. Des Weiteren zeigt die Transaktionszahl je Unternehmen, dass einige wenige Konzerne den Großteil aller CVC-Investitionen tätigen. So sind die zehn aktivsten Unternehmen für über 50 Prozent der Transaktionen verantwortlich. Diese Verteilung ist typisch für empirische CVC-Untersuchungen (u. a. European Commission, 2001; Wadhwa & Kotha, 2006). Auf eine Definition von Unternehmen mit einer überproportionalen Transaktionsanzahl als ‚Ausreißer‘ wurde bewusst verzichtet, um das ‚Marktgeschehen‘ bzw. den CVC-Einsatz von TIME-Unternehmen möglichst detailliert abzubilden sowie eine weitere Reduktion der bereits begrenzten Fallzahl zu verhindern. Eine weitere (multivariate) Ausreißeranalyse wurde bei der Identifikation der verschiedenen Investmentansätze im Rahmen der Clusteranalyse durchgeführt (Kap. 5.4.3).

Auf Variablenebene zeigt die Datenanreicherung, dass einige aggregierte Variablen nicht auf allen Transaktionen der jeweiligen Konzernmutter basieren. So sind beispielsweise für nur weniger als 10 Prozent der Transaktionen die zur Berechnung des Beteiligungsanteils benötigten Variablen ‚Valuation at Transaction Date‘ und ‚Equity Amount Estimated‘ vorhanden. Zusätzlich ist zu berücksichtigen, dass ‚Nullwerte‘ bzgl. einzelner Erhebungsvariablen nicht automatisch auf fehlende Werte schließen lassen. So investieren Corporate Venture Capitalists nur vereinzelt in Unternehmen der Seed-Phase, wodurch ein ‚Nullwert‘ keinen fehlerhaften oder fehlenden Wert darstellt, sondern lediglich die unternehmerische Entscheidung widerspiegelt, keine Seed-Investments zu tätigen. Die an den beiden Beispielen aufgezeigten Charakteristika wurden bei der Aggregation sowie Interpretation aller Variablen berücksichtigt. Im Rahmen der Datenexploration wurde sowohl auf die Anzahl an Muttergesellschaften (N) als auch auf die Anzahl (n) und den Anteil (n %) an Transaktionen verwiesen. Die Verwendung der Transaktionsanzahl

¹²⁹ Ausreißer sind in der vorliegenden Arbeit als ein gemessener bzw. erhobener Wert definiert, der nicht den Erwartungen entspricht bzw. sich vom Rest der Erhebungsgesamtheit deutlich unterscheidet. Grundsätzlich werden zur Behandlung drei Varianten unterschieden: 1. Variablen mit einer großen Anzahl fehlender Werte aus der Analyse auszuschließen; 2. Fällen mit fehlenden Werten für Variablen aus der weiteren Analyse auszuschließen (Listenweiser Fallausschluss); 3. Fehlende Werte durch z.B. den Mittelwert der Ausprägung einer Variablen bei den gültigen Fällen zu ersetzen. In der vorliegenden Arbeit wurden – je nach Forschungsfrage – eine der ersten beiden Varianten angewendet.

¹³⁰ Siehe auch Kap. 3.1.1.4 und Kap. 5.2.2.

als Maßzahl für CVC-Aktivitäten ist gängige CVC-Forschungspraxis (Dushnitsky & Lavie, 2010, S. 32).

Insgesamt gingen 68 TIME-Unternehmen in die Untersuchung ein, die 3145 direkte Transaktionen in 2168 Start-ups tätigten. Damit ist die Datengrundlage eine der größten innerhalb der Corporate Venture Capital Forschung (siehe Kap. 1.2). Des Weiteren ist der Untersuchungsumfang weit über der durchschnittlichen Größe sekundärdatenbasierter Analysen in den führenden Journals der unternehmerischen SME-Forschung (Mullen et al., 2009, S. 292).¹³¹

5.3.2 Datenexploration

Ziel der Datenexploration ist es, durch einfache deskriptive Analysen die Datenbasis kennenzulernen und erste Auffälligkeiten in der Datengrundlage zu identifizieren (Gabriel et al., 2011, S. 127; Pilger, 2008, S. 96–97). Zusätzlich zu der Beschreibung der Datengrundlage wird – wann immer möglich – ein Vergleich mit den deskriptiven Ergebnissen vorheriger CVC-Studien durchgeführt.¹³² Die deskriptive Darstellung der Erhebungsgesamtheit erfolgt hinsichtlich der Charakteristika der Konzernmütter, der Organisation und des Umfangs der CVC-Aktivitäten, der Transaktionsstruktur, der Fondskonditionen, der Elemente des Investmentfokus und des Exitverhaltens. Damit beschreibt die Datenexploration alle Elemente des Kurbelsatzes des CVC-Drivetrains (siehe Abbildung 13) und beantwortet die erste Forschungsfrage der vorliegenden Arbeit (Kap. 1.3 und 5.1.1).

5.3.2.1 Charakteristika der Konzernmütter

Die in der Untersuchung enthaltenen Unternehmen stammen zu 47 Prozent (32 Unternehmen) aus der traditionellen Medien- und Entertainment-Branche (M&E), zu 29 Prozent (20 Unternehmen) aus dem Bereich Telekommunikation (Telekom), zu 15 Prozent (10 Unternehmen) aus dem Internettechnologie-Sektor (IT) und zu 9 Prozent (6 Unternehmen) aus dem Bereich der Unterhaltungselektronik (CE). Unabhängig vom Sektor handelt es sich zu 93 Prozent um Großkonzerne mit einem Betriebsertrag von über 100 Mio. EUR,

¹³¹ In ihrer Analyse untersuchen Mullen, Budeva & Patricia alle empirischen Forschungsarbeiten des Journals of Small Business Management, des Journals of Business Venturing und des Journals Entrepreneurship Theory and Practice zwischen 2001 und Februar 2008. Die durchschnittliche Stichprobengröße bei quantitativen Sekundäranalysen liegt zwischen 1600 und 1700 Start-up-Unternehmen.

¹³² Beim Vergleich mit älteren CVC-Studien sind sowohl der in der jeweiligen Studie erfasste Untersuchungsgegenstand als auch der Erhebungszeitpunkt bzw. -zeitraum als Erklärung von etwaigen Unterschieden zu berücksichtigen (s. Kap. 1.2).

Gesamtaktiva von über 200 Mio. EUR, mehr als 1000 Mitarbeitern oder einem Börsenlisting (siehe Tabelle 14). Regelmäßige CVC-Aktivitäten werden somit primär von Großkonzernen mit einer ausreichenden Kapitalausstattung betrieben. Dies stützt die in Kapitel 3.1.2 angeführte Abhängigkeit der Investmentaktivitäten von der Ressourcenausstattung (z. B. freie Cashflows, umfassende Marketing- und Technologieressourcen) der jeweiligen Organisation.¹³³

Die Hauptsitze der Unternehmen liegen in Nordamerika (59 %), Westeuropa (19 %) oder Ostasien (18 %). Damit umfasst die Arbeit die drei größten Märkte der Informations- und Telekommunikationsbranche (Stobbe & Just, 2006, S. 6). Gleichzeitig entsprechen die Regionen den historisch gesehen aktivsten CVC-Märkten (Bielsch et al., 2012, S. 9; European Commission, 2001, S. 40). Tabelle 14 fasst die Charakteristika der Konzernmütter zusammen.

Tabelle 14: Charakteristika der Konzernmütter

Sektor	N	World Sub Location	Unternehmensgröße
CE	6	Nordamerika (67%), Ostasien (33%)	Very large (83%), Small (17%)
IT	10	Nordamerika (30%), Ostasien (70%)	Very large (100%)
M&E	32	Nordamerika (55%), Westeuropa (28%), Other (3%)	Very large (91%), Large (3%), Small (6%)
Telekom	20	Nordamerika (55%), Westeuropa (20%) Ostasien (15%), Other (10%)	Very large (95%), Small (5%)
TIME	68	Nordamerika (59%), Westeuropa (19%), Ostasien (18%), Other (4%)	Very large (93%), Large (1%), Small (6%)

Die Prozentwerte beziehen sich auf die Anzahl an Konzernmütter innerhalb des jeweiligen Industriesektors und der jeweiligen Kategorie

¹³³ Hierbei sei auf die Unvollständigkeit der EIKON-Datenbank hingewiesen (Kap. 5.2.1). Des Weiteren sind die CVC-Aktivitäten von Großkonzernen einfacher zu ermitteln als Aktivitäten, in denen klein- oder mittelständische Unternehmen (SME) als CVC-Investoren auftreten. Insgesamt geht die European Commission (2001, S. 35) davon aus, dass rund 20 Prozent der SMEs wiederum an klein- bis mittelständischen Unternehmen beteiligt sind.

5.3.2.2 Organisation und Umfang der CVC-Aktivitäten

Insgesamt haben die Unternehmen im Durchschnitt 1,75 CVC-Einheiten, wobei 56 Prozent der Unternehmen lediglich eine CVC-Einheit besitzen und sieben Prozent mit mehr als vier CVC-Einheiten in der Untersuchung repräsentiert sind. Dabei gründeten 49 Unternehmen mindestens eine eigene Rechtspersönlichkeit, während 35 Unternehmen der Erhebungsgesamtheit mindestens eine Geschäftseinheit mit der Durchführung von Eigenkapitalinvestitionen beauftragt haben. Beteiligungen als Kapitalgeber an klassischen VC-Gesellschaften bzw. Fonds (indirektes CVC) tätigten hingegen nur sieben der 68 betrachteten Unternehmen (siehe Tabelle 15).¹³⁴ Der überproportionale Anteil direkter CVC-Einheiten unterstützt die Prämisse, dass CVC hauptsächlich aus strategischen und weniger aus finanziellen Bestrebungen betrieben wird.¹³⁵

Gemeinsam waren die Unternehmen in 3318 Transaktionen bei 2265 verschiedenen Portfoliounternehmen (PU) involviert. Davon sind 3145 (2168 PUs) als direkte und 146 (102 PUs) als indirekte Transaktionen zu klassifizieren. Mit über 50 Transaktionen im Untersuchungszeitraum sind die Unternehmen mit mindestens einer Rechtspersönlichkeit deutlich aktiver als die Unternehmen mit mindestens einer internen Geschäftseinheit (Ø 16 Transaktionen). Der Unterschied unterstützt den in Kap. 3.1.4.2 genannten Aspekt des höheren Commitments zu CVC von Unternehmen mit eigenen Rechtspersönlichkeiten. Mit den direkten Transaktionen als Grundlage der Data-Mining-Verfahren ist die Standardabweichung in allen weiteren Analysen zu berücksichtigen und die Ergebnisse sind entsprechend differenziert zu betrachten.

¹³⁴ Wie zuvor bei der Analyse der Unternehmensgröße ist auch hier auf die Unvollständigkeit der Datenbanken zu verweisen (Kap. 5.2.1). So sind Investments von eigenständigen Rechtspersönlichkeiten ‚einfacher‘ zu erheben als CVC-Aktivitäten durch Geschäftseinheiten oder indirekte Investitionen in von VC-Gesellschaften verwalteten Fonds. Zusätzlich konnten gemäß der Datenerhebung (Kap. 5.2.2) keine TIME-Unternehmen mit ausschließlich indirekten CVC-Aktivitäten in EIKON identifiziert werden.

¹³⁵ Ein Branchenvergleich der Portfoliounternehmen der direkten und indirekten Transaktionen stützt die Aussage. So sind die indirekten Aktivitäten von pooled Fonds vergleichsweise überproportional auf renditeträchtige Sektoren (z. B. Biotechnologie, Medical Devices etc.) ausgelegt, während sich die direkten Aktivitäten stärker auf das Kerngeschäft konzentrieren. Die indirekten Transaktionen sind aufgrund ihres überproportional finanziellen Charakters und der Erhebungsproblematik nicht weiter Gegenstand der Untersuchung.

Tabelle 15: CVC-Einheiten & Transaktionen nach Organisationsform

CVC-Einheiten							
Typ	N	n	M	Min	Max	Mdn	SD
Direkt	68	108	1,6	1	4	1	0,9
Eigene Rechtspers.	49	64	1,3	1	4	1	0,7
Ohne Rechtspers.	35	44	1,6	1	3	1	0,6
Indirekt	9	11	1,2	1	2	1	0,4
Dedizierte Fonds	2	2	1,0	1	1	0	0
Pooled Fonds	7	9	1,1	1	2	0	0,4
Total	68	119	1,8	1	5	1	1,0
Transaktionen							
Direkt	68	3.145	46	6	326	19	66
Eigene Rechtspers.	49	2.585	53	4	326	19	73
Ohne Rechtspers.	35	560	16	1	147	12	24
Indirekt	7	146	21	1	69	10	25
Dedizierte Fonds	2	49	25	22	27	25	4
Pooled Fonds	6	97	16	1	69	8	26
Total	68	3.291	48	6	336	20	70

Lesebeispiel: 49 Unternehmen besitzen insgesamt 64 eigene Rechtspersönlichkeiten, die die CVC-Aktivitäten übernehmen. Diese Rechtspersönlichkeiten tätigen insgesamt 2.585 direkte Transaktionen.

5.3.2.3 Fondskonditionen

Die Fondskonditionen bilden die Rahmenbedingungen für die CVC-Aktivitäten und spezifizieren damit die im Kapitel zuvor beschriebene Organisation der CVC-Aktivitäten.¹³⁶ Die durch die jeweiligen CVC-Einheiten verwalteten Fonds haben im Mittel eine aktive Lebensdauer von knapp über neun Jahren (Max.: 23 J.; Min.: 1 J.). Dabei ist zu beachten, dass einige Fonds erst innerhalb der letzten Jahre gegründet wurden und sich dementsprechend noch in der Investitionsphase befinden. Die durchschnittliche Haltedauer eines Portfoliounternehmens beträgt knapp drei Jahre (Max.: 12 J.; Min.: 0,1 J.). Von den insgesamt 14 Untersuchungsjahren waren die Unternehmen im Durchschnitt in acht Jahren aktiv. Die durchschnittliche Anzahl an konsekutiven CVC-Investitionen liegt bei sechs Jahren und pro Investitionsjahr tätigten die

¹³⁶ Die in der Arbeit erhobenen Variablen zur Beschreibung der Fondskonditionen wurden auf Basis der getätigten Transaktionen gebildet. Damit beschreiben die Variablen die ‚umgesetzten‘ Fondskonditionen. Inwieweit diese von den ursprünglich vom jeweiligen Konzern geplanten Rahmenbedingungen abweichen, lässt sich durch das vorliegende Datenmaterial nicht beantworten.

Unternehmen im Mittel fünf Transaktionen (siehe Tabelle 16). Über den gesamten Untersuchungszeitraum investierten lediglich neun der 68 Unternehmen.

Tabelle 16: Deskriptive Statistik der Fondskonditionen

Fondskonditionen (strukturell)						
	N	M	Min	Max	Mdn	SD
Portfoliogröße	68	20	4	237	14	31
Akt. Lebensdauer der Fonds	68	9,1	1	23	8,6	5,3
Investitionsjahre	68	8	2	14	8	3
Ø-Transak. / Investitionsjahr	68	5	1	36	3	6
Konsequente Transak. /Jahr	68	6	1	14	5	4
Ø-Haltedauer	61	2,9	0,3	7,1	2,8	1,4
Min. Haltedauer	61	1,4	0,1	6,0	1,0	1,3
Max. Haltedauer	61	5,4	0,5	12,2	4,8	3,1
Fondskonditionen (finanziell)						
Fondsvolumen	68	115	1,6	1.528	57,1	201,0
Ø-Transaktionssumme	68	3,1	0,7	15,9	2,8	2,2
Höchste Transaktionssumme	68	21,9	1,4	250	10	37,7
Niedrigste Transaktionssumme	68	0,4	0,01	4	0,2	0,6
Ø-Valuation PU	49	170	5,0	940	137	183,0
Ø-Eigenkapitalanteil (in %)	49	5,5	1,0	34,0	5,0	5,0

Wenn nicht anders indexiert, sind alle Angaben der Investitionssummen und Volumina in Mio. USD

Die durchschnittliche Portfoliogröße liegt bei 20 Start-up-Unternehmen je Fonds. Für die Portfolios wurde dabei im Durchschnitt ein Fondsvolumen von 115 Mio. USD zur Verfügung gestellt. Die durchschnittliche Investitionssumme in ein Portfoliounternehmen beträgt pro Transaktion 3,1 Mio. USD. Für die Investitionssummen wurde im Durchschnitt eine Eigenkapitalbeteiligung in Höhe von 5,5 Prozent erworben. Dabei schwanken sowohl die Transaktionssummen zwischen 0,01 Mio. USD und 250 Mio. USD wie auch die Beteiligungsanteile zwischen ein und 34 Prozent. Die starke Streuung der Kennzahlen der Fondskonditionen bestätigt die Schwankungen hinsichtlich des CVC-Einsatzes zwischen den betrachteten Unternehmen.

Im Vergleich zu vorherigen Studien ist die Lebensdauer der CVC-Einheiten der Untersuchung etwas höher (Ernst & Young, 2009; Mackewicz & Partner, 2003) und bestätigt damit die zunehmende Etablierung von CVC als fester Bestandteil der Unternehmensstrategie (Battistini et al., 2013; Napp &

Minshall, 2011).¹³⁷ Die durchschnittliche Portfoliogröße, das Fondsvolumen und die durchschnittliche Transaktionssumme decken sich hingegen weitestgehend mit vorherigen Studienergebnissen (Mackewicz & Partner, 2003; Weber, 2005; Winters & Murfin, 1988).

5.3.2.4 Transaktionsstruktur

Während sich lediglich etwas mehr als zwei Drittel der Unternehmen auch als Einzelinvestoren an einem Start-up-Unternehmen beteiligen, sind alle untersuchten Unternehmen mindestens in einem Syndikatinvestment involviert. Insgesamt sind 86 Prozent aller Transaktionen Syndikattransaktionen (siehe Tabelle 17). Bei 19 Prozent aller Syndikattransaktionen waren mindestens zwei TIME-Unternehmen gleichzeitig in den Investitionsprozess involviert (Media Syndicates). Die meisten Syndikatinvestments wurden jedoch mit anderen, primär unabhängigen VCs als Co-Investoren durchgeführt. Dies spricht für eine gute Vernetzung der TIME-Unternehmen mit der VC-Community (siehe Kap. 3.1.4.1). Insgesamt liegt die durchschnittliche Anzahl an Co-Investoren bei vier Unternehmen (Min.: 2; Max.: 7). Der überproportionale Anteil an Syndikatinvestments deckt sich mit früheren Studienergebnissen (Basu et al., 2011, S. 198; Ernst & Young, 2009, S. 8; MacMillan et al., 2008, S. 16; Röper, 2004, S. 331).

Tabelle 17: Deskriptive Statistiken der Transaktionsstruktur

Investitionsart	N	n	M	Min	Max	Mdn	SD
Einzelinvestitionen	49	414	9	1	38	6	10,1
Syndikatinvestitionen	68	2.731	40	5	316	16,5	60,0
TIME Syndicates	64	530	8	1	54	4	11,0
Other Syndicates	68	2.201	32	3	279	14,	50,5
New Investment	68	2.045	30	2	228	14	41,9
Follow-on Investment	66	1.100	17	1	116	5,5	26,2
Investitionsrunde	68	-	3,2	1,1	6,4	3,3	1,2
Ø-Alter PU (Monate)	68	-	47,3	12,3	87,6	48,4	16,9

Die Mehrzahl der Transaktionen ist als New Investment (65 %) klassifiziert und bezeichnet eine erstmalige Eigenkapitalbeteiligung der Konzernmutter an dem jeweiligen Portfoliounternehmen. Die anderen 35 Prozent sind sogenannte Follow-on-Investitionen. Das durchschnittliche Alter der Portfoliounternehmen zum Zeitpunkt der jeweiligen Transaktionen beträgt 47 Monate, wobei es sich für das PU meist um die dritte Finanzierungsrunde handelt. Die

¹³⁷ Siehe auch Kapitel 2.3.2.

Unternehmen der Datenbasis scheinen somit primär in etablierte Start-up-Unternehmen zu investieren, die bereits über eine gewisse Investorenstruktur aus vorherigen Finanzierungsrunden verfügen.

5.3.2.5 Investmentfokus

Mit Bezug auf Kapitel 3.1.4.4 wird hinsichtlich des Investmentfokus zwischen Industrie, Technologie, Region und Ausrichtung der CVC-Aktivitäten auf spezifische Finanzierungsphasen unterschieden.

Finanzierungsphasen

Gemäß der in Kapitel 3.1.1.1 dargelegten Definition von Corporate Venture Capital wird zwischen den Finanzierungsphasen Seed, Early-Stage, Expansion und Later-Stage differenziert. Die meisten Unternehmen investierten mindestens einmal in der Expansion-Phase (99 %), gefolgt von der Early-Stage (93 %)-, der Later-Stage (87 %)- und der Seed-Phase (54 %). Hinsichtlich der Transaktionsanzahl finden die meisten CVC-Aktivitäten in der Early-Stage (38 %)- und der Expansion-Phase (37 %) statt. Immerhin rund ein Fünftel aller Transaktionen erfolgen in Start-ups in der Later-Stage-Phase (21 %). Die restlichen vier Prozent sind Transaktionen in Unternehmen innerhalb der Seed-Phase (siehe Tabelle 18). Damit weichen die Untersuchungsergebnisse von vorherigen Studien zum CVC-Investmentverhalten ab. So sind nach MacMillan et al. (2008) Unternehmen in der Later-Stage- oder Expansion-Phase am häufigsten Ziel von CVC-Aktivitäten. Weber (2005) hingegen zeigt, dass die meisten Investitionen in der Seed- und der Early-Stage-Phase getätigt werden, wobei die Anzahl an Transaktionen in der Seed-Phase im Zeitverlauf zurückgeht. Eine aktuellere Studie von Bielsch et al. (2012) zeigt wiederum zunehmende Aktivitäten in früheren Finanzierungsphasen. Je nach Untersuchungszeitpunkt scheint somit eine Verschiebung hinsichtlich des Fokus auf spezifische Finanzierungsphasen vorzuliegen. Etwaige Veränderungen der CVC-Aktivitäten im Zeitverlauf werden in Kapitel 5.4.2 betrachtet. Aufgrund der niedrigen Anzahl an Seed-Investments kann jedoch festgehalten werden, dass die Unternehmen der Erhebungsgesamtheit fast ausschließlich Beteiligungen an Start-ups eingehen, für die zuvor ein ‚Proof of Concept‘ erfolgte. Dies wird zusätzlich durch das im vorherigen Kapitel dargestellte Durchschnittsalter der Portfoliounternehmen (47 Monate) sowie die überwiegende Anzahl an Investitionen in der dritten Finanzierungsrunde eines Start-up-Unternehmens bestätigt.¹³⁸

¹³⁸ Hinsichtlich des geringen Anteils von Seed-Investments ist zu berücksichtigen, dass diese durch etablierte Unternehmen nur bedingt freiwillig kommuniziert werden und entsprechend weniger in Datenbanken erfasst sind (Mohamed & Schwienbacher, 2016, S. 69).

Tabelle 18: Deskriptive Statistiken der Finanzierungsphasen

Transaktionen							
Art	N	n	M	Min	Max	Mdn	SD
Seed	37	130	4	1	33	2	5,8
Early-Stage	63	1.198	19	1	199	8	31,2
Expansion	67	1.155	17	1	106	8	24,9
Later-Stage	59	662	11	1	105	5	17,7
Investitionssumme je Transaktion in USD*							
Seed	29	84	1,7	0,05	16,5	0,6	2,6
Early-Stage	62	914	2,6	0,01	53,7	1,4	4,7
Expansion	67	1.014	4,6	0,01	250,0	2,5	12,9
Later-Stage	57	593	3,3	0,01	143,3	2,1	6,7
Eigenkapitalanteile je Transaktionen in %*							
Seed	8	9	13,1	1,7	34,3	12,9	9,7
Early-Stage	20	51	7,7	0,3	43,4	5,8	7,1
Expansion	44	183	4,7	0,1	52,7	2,9	5,4
Later-Stage	35	136	4,0	0,2	27,8	2,9	4,4

* Die Investitionssumme sowie die Bewertung des PU zum Transaktionstag waren nur für einen Anteil der Transaktionen in den Sekundärdatenbanken vorhanden. Die Grundlage zur Berechnung der durchschnittlichen Investitionssumme bzw. des Eigenkapitalanteils ist unter n dargestellt.

Die Investitionssumme je Finanzierungsphase (Gesamt; in Mio. USD) beträgt: Seed: 138,89; Early: 2.350,83 Expansion: 4.702,34; Later-Stage: 1.951,66

Neben der Transaktionsanzahl wurden zur Beschreibung der einzelnen Finanzierungsphasen die Investitionssummen und Eigenkapitalanteile je Finanzierungsphase ermittelt. Wie zu erwarten zeigt sich, dass die durchschnittliche Investitionssumme mit zunehmender Etablierung des PUs steigt, während der Eigenkapitalanteil je Investment abnimmt. So entfallen 51 Prozent des eingesetzten Kapitals auf die Expansion-Phase, gefolgt von der Early-Stage (26 %)-, Later-Stage (21 %)- und Seed-Phase (2 %). Die Eigenkapitalbeteiligungen sind hingegen mit durchschnittlich 13,1 Prozent in der Seed-Phase am höchsten, gefolgt von der Expansion (7,7 %)-, Early-Stage (4,7 %)- und Later-Stage-Phase (4,0 %). Die Eigenkapitalanteile sind damit deutlich niedriger als in vorherigen CVC-Studien. So haben Yates & Roberts (1991, S. 40) gezeigt, dass in Early-Stage-Investments der Anteil zwischen 18 und 29 Prozent liegt, wobei erfolgreichere CVCs zu geringeren Eigenkapitalanteilen tendierten. Des Weiteren hat Röper (2004) für Early-Stage-Aktivitäten einen Anteil zwischen zehn und 25 Prozent und nur für Later-Stage-Beteiligungen einen Eigenkapitalanteil von unter zehn Prozent dokumentiert. Für

die Unterschiede können zwei mögliche Ursachen identifiziert werden: Erstens nutzen die TIME-Unternehmen CVC eventuell primär für ein ‚Window on Technology‘ und zielen somit auf viele geringere Beteiligungen ab oder zweitens ist die Datengrundlage für die Berechnung der Eigenkapitalanteile nicht aussagekräftig genug. So liegen nur für circa zehn Prozent der Transaktionen umfassende Kennzahlen zu den Transaktionssummen und Bewertungen der Portfoliounternehmen vor.

Technologiefokus

Der Technologiebegriff wird überwiegend mit technischen Entwicklungen wie dem Internet assoziiert. In der vorliegenden Arbeit wird der Begriff um den Aspekt der Geschäftsmodellinnovationen erweitert (siehe Kap. 3.1.4.4). Entsprechend wurde neben der Verfolgung eines internetbasierten Geschäftsmodells auch der Kundenfokus des Portfoliounternehmens erfasst.

Die deskriptive Analyse des Technologiefokus (Tabelle 19) zeigt, dass alle Unternehmen der Erhebungsgesamtheit zumindest eine Beteiligung mit einem Start-up eingegangen sind, das ein internetbasiertes Geschäftsmodell verfolgt. Dementgegen haben nur 72 Prozent der Unternehmen auch in nicht internetbasierte Geschäftsmodelle investiert. Insgesamt ist die Transaktionsanzahl in PUs mit nicht internetbasierten Geschäftsmodellen jedoch deutlich geringer (13 %) als die Transaktionsanzahl in PUs mit internetbasierten Geschäftsmodellen (87 %).

Tabelle 19: Deskriptive Statistiken des Technologiefokus

Art	Kundenorientierung						
	N	n	M	Min	Max	Mdn	SD
B2A	65	845	13	1	99	6	20,5
B2C	56	797	14	1	99	5	21,7
B2B	66	1.467	22	1	130	11	30,8
B2G	2	6	3	1	5	3	2,8
Nicht spezifiziert	11	30	3	1	8	2	2,2
Internet							
Internet	68	2.719	40	1	285	18	56,4
Non-Internet	49	328	7	1	49	3	9,6
Nicht spezifiziert	20	98	5	1	23	2	6,7

Hinsichtlich des Kundenfokus zeigt sich ein ausgewogeneres Investitionsverhalten der Unternehmen. So hat die Mehrheit aller Unternehmen sowohl in PUs mit einem B2B (97 %)- wie auch in solche mit einem B2A (96 %)- oder B2C-Fokus (82 %) investiert. Trotz dieses relativ ausgewogenen Verhältnisses auf Ebene der Konzernmütter zeigt sich anhand der Transaktionsanzahl, dass besonders B2B-Portfoliounternehmen im Fokus der Gesamtheit der TIME-Unternehmen stehen. So wurde fast die Hälfte aller Transaktionen in B2B-Start-ups getätigt, während B2C- und B2A-Start-ups jeweils ein Viertel der Transaktionen auf sich vereinen.

Industriefokus

Alle in der Erhebungsgesamtheit betrachteten Unternehmen haben Investitionen in den in Kapitel 2.3 definierten TIME-Sektor getätigt und weitere 88 Prozent beteiligten sich mindestens einmalig an einem Start-up aus ihrem eigenen Kerngeschäft (siehe Tabelle 20). Bis auf ein TIME-Unternehmen gingen alle Unternehmen der Erhebungsgesamtheit mindestens eine Beteiligung mit einem M&E-Start-up ein. Die Industriezweige Telekommunikation und IT waren hingegen für knapp über die Hälfte der TIME-Unternehmen relevant, während der Unterhaltungselektroniksektor nur für 13 (19 %) Unternehmen von Interesse war. Bis auf ein Unternehmen sind zusätzlich zu den TIME-Sektoren alle Unternehmen mindestens eine Beteiligung an Start-ups aus anderweitigen Industriezweigen eingegangen. Insgesamt beträgt das Verhältnis zwischen Beteiligungen in den TIME-Sektoren und anderweitigen Industriesektoren auf Transaktionsebene zwei zu eins, wobei der M&E-Sektor allerdings über 80 Prozent aller TIME-Beteiligungen ausmacht. Ursache hierfür ist neben der überproportionalen Anzahl an M&E-Unternehmen in der Untersuchung auch die allgemeine VC-Aktivität im M&E-Sektor. So zählt der M&E-Sektor zu den Top-3-Industriesektoren hinsichtlich der Anzahl an VC-Investments in den USA. Der Telekommunikationssektor belegt hingegen einen der letzten Plätze (National Venture Capital Association, 2016, S. 39).

Tabelle 20: Deskriptive Statistiken des Industriefokus

	Industriesegmente						
	N	n	M	Min	Max	Mdn	SD
Kerngeschäft	60	708	12	1	66	8	14
TIME	68	2.099	31	1	238	14	45
Media & Entertainment	67	1.711	26	1	224	11	38
Telecommunications	38	230	6	1	31	3	7
IT	39	135	3	1	16	2	3
Consumer Electronics	13	23	2	1	4	2	1
Other	67	1.046	16	1	130	6	24

Region

Gemäß der in EIKON definierten World Sub Locations haben sich fast alle Unternehmen an nordamerikanischen Start-up-Unternehmen beteiligt. Beteiligungen an Unternehmen aus Westeuropa bzw. Ostasien sind hingegen nur knapp die Hälfte bzw. ein Drittel der untersuchten Unternehmen eingegangen. Im Verhältnis zu der geografischen Verteilung der Konzernmütter zeigt sich somit, dass CVC-Investitionen über Länder- und Kontinentgrenzen hinweg getätigt werden. Dabei entfallen die meisten Transaktionen auf den nordamerikanischen Raum (73 %), gefolgt von Westeuropa (12 %) und Ostasien (7 %). Die Dominanz des nordamerikanischen und insbesondere US-amerikanischen Marktes ist nicht überraschend. So spricht die European Commission (2001, S. 40) von einem Größenverhältnis von 5:1 zwischen dem US-amerikanischen und europäischen CVC-Markt.

Neben den Aktivitäten in den Hauptregionen Nordamerika, Westeuropa und Ostasien konnten verschiedene Ballungszentren identifiziert werden. So wurden mehr als 50 Prozent aller Transaktionen auf dem nordamerikanischen CVC-Markt in Unternehmen mit Hauptsitz im Silicon Valley, San Francisco oder New York getätigt (siehe Tabelle 21). Eine ähnliche Verteilung zeigt sich mit Berlin, London und Hamburg in Westeuropa bzw. Tokio und Peking in Ostasien. Dabei entsprechen die in der Studie identifizierten Ballungszentren im Wesentlichen den aus vorherigen Studien weltweit bekannten Start-up-Hubs (Ernst & Young, 2015; National Venture Capital Association, 2016).¹³⁹

¹³⁹ Siehe auch Kapitel 3.1.4.4.

Tabelle 21: Deskriptive Statistiken des regionalen Investmentfokus

	N	n	M	Min	Max	Mdn	SD
Nordamerika	66	2298	35	1	317	14	57
Silicon Valley	55	557	10	1	59	5	14
San Francisco	38	396	10	1	134	4	22
New York	33	252	8	1	73	3	14
Westeuropa	33	385	12	1	120	4	25
Berlin	9	117	13	2	62	6	19
London	14	33	2	1	5	2	2
Hamburg	5	30	6	1	14	3	6
Ostasien	25	231	9	1	52	4	12
Tokio	10	102	10	1	30	9	9
Peking	17	55	3	1	18	1	4
Rest	37	231	6	1	45	3	8

Die weiteren Regionen umfassen: South America, Northern Europe, Middle East, Southern Asia, Southern Europe, Pacific, Eastern Europe, South East Asia, Southern Africa, Northern Africa, Western Africa, Northern Africa

5.3.2.6 Exits

Insgesamt haben die Unternehmen im Untersuchungszeitraum 1057 Exits vollzogen. Damit haben die TIME-Unternehmen dreimal so viele Transaktionen (3145) wie Exits getätigt. Die meisten Exits waren Veräußerungen an industrielle Investoren (Trade Sale: 78 %), gefolgt von IPOs (13 %), Write-offs (6 %) und Secondary Sales (3 %). Buy-backs und Reverse Takeovers haben im Untersuchungszeitraum nur vereinzelt stattgefunden (siehe Tabelle 22). Die Reihenfolge bestätigt die Ergebnisse von Ernst & Young (2009, S. 9), die ebenfalls als Hauptexitvariante Trade Sales (71 %) identifizierten, gefolgt von IPOS (12 %) und Write-offs (12 %).

Tabelle 22: Deskriptive Statistiken der Exitstruktur

Art	N	n*	M	Min	Max	Mdn	SD
IPO	35	135	4	1	11	2	3
Trade Sale	64	823	13	1	74	5	17
Secondary Sale	16	33	2	1	5	1	1
Buy-back	1	1	1	1	1	1	-
Reverse Takeover	3	4	1	1	2	1	1
Write-off	22	61	3	1	8	2	2
Total	64	1.057	16	1	94	7	22

Zusammenfassend zeigt die Datenexploration eine hohe Konsistenz innerhalb der erhobenen Kennzahlen. So treten keine Widersprüche hinsichtlich der Ausprägungen z. B. zwischen dem durchschnittlichen Alter der Portfoliounternehmen, der Finanzierungsrunden und der Finanzierungsphasen auf. Auch der Anstieg der Investitionssumme je Finanzierungsphase bei einem geringeren Eigenkapitalanteil erklärt sich anhand der CVC-Literatur bzw. bestätigt diese. Des Weiteren zeigen die Übereinstimmungen und Unterschiede gegenüber vorherigen branchenübergreifenden CVC-Studien, dass die allgemeinen wirtschaftlichen Faktoren und ‚(C)VC-Gesetzmäßigkeiten‘ auch die CVC-Aktivitäten von TIME-Unternehmen beeinflussen. So ist beispielsweise auch in der allgemeinen VC-Industrie die M&E-Industrie ein begehrtter Investmentsektor, wobei die Dominanz des Segmentes in der vorliegenden Untersuchung überproportional ist. Die aufgezeigten Abweichungen zu vorherigen branchenübergreifenden CVC-Studien rechtfertigen eine weitergehende und industriespezifische Analyse der CVC-Aktivitäten.

5.4 Modelling (Anwendung der Data-Mining Methoden)

Gemäß der begrifflichen Abgrenzung in Kapitel 4.1 stellen die in der Prozessphase des Modellings angewendeten Data-Mining-Methoden das tatsächliche Data-Mining innerhalb des KDD-Prozesses dar. Ziel des Abschnittes ist es (gemäß der Aufgabendefinition (Kap 5.1)), Muster innerhalb der Datengrundlage bzw. der CVC-Aktivitäten von TIME-Unternehmen zu entdecken. Im Konkreten wird ein Vergleich der CVC-Aktivitäten zwischen den TIME-Branchen durchgeführt (siehe Tabelle 3). Hierzu werden neben einem allgemeinen Branchenvergleich (Kap. 5.4.1) insbesondere die Veränderungen der Investmentaktivitäten im Zeitverlauf (Kap. 5.4.2) sowie der Investmentfokus (Kap. 5.4.3) als Indikator für die Zielsetzungen der CVC-Aktivitäten analysiert. Dabei werden die in Kapitel 4.3 erläuterten statistischen Verfahren angewendet.

5.4.1 Branchenvergleich¹⁴⁰

Bevor die einzelnen Aspekte der CVC-Aktivitäten zwischen den TIME-Branchen verglichen werden, ist zu berücksichtigen, dass die Unternehmensanzahl

¹⁴⁰ Frühere Versionen der im Folgenden dargestellten Ergebnisse wurden auf der Jahreskonferenz der European Media Management Association 2015 in Hamburg, 2016 in Porto und auf der World Media Economics and Management Conference 2016 in New York präsentiert. Zusätzlich wurden die Ergebnisse im Special Issue Mergers and Acquisitions, Entrepreneurship and Innovation der Book Series Technology, Innovation, Entrepreneurship and Competitive Strategy publiziert (Siehe Hasenpusch (2015), Hasenpusch (2016) und Hasenpusch & Baumann (2016a)). Ich danke den Konferenzteilnehmern, den anonymen Gutachtern und den Editoren für ihre Kommentare und Anmerkungen zu dem vorliegenden Kapitelabschnitt. Die Anmerkungen haben

zwischen den Teilsegmenten nicht gleichmäßig verteilt ist. So stammen fast die Hälfte aller Unternehmen (47 %) aus dem Bereich Medien & Entertainment und 29 Prozent aus dem Bereich der Telekommunikation; 15 Prozent gehören der IT-Branche und neun Prozent der Unterhaltungselektronikbranche an. Trotz der überproportionalen Vertretung der M&E-Branche zeigt sich hinsichtlich der Anzahl an Transaktionen eine andere Verteilung. So ist die Telekommunikationsbranche mit 1400 Transaktionen (45 %) für die meisten CVC-Aktivitäten in der Untersuchung verantwortlich, gefolgt von M&E (28 %), IT (24 %) und CE (3 %). Entsprechend haben die aktivsten sieben Unternehmen alle ihren Ursprung in der IT- oder Telekommunikationsbranche. Erst auf den Plätzen acht und neun finden sich zwei Unternehmen, die als traditionelle Medienunternehmen gelten (Georg von Holtzbrinck GmbH & Co KG & Bertelsmann SE & Co KGAA).¹⁴¹ Ergänzend ist jedoch hervorzuheben, dass mit Wachstumsraten von über 200 Prozent seit der Finanzkrise 2008/09 die CVC-Aktivitäten der M&E und IT-Unternehmen um ein Vielfaches mehr gewachsen sind als die CVC-Investments der Telekommunikationsbranche (+40 %).¹⁴²

Die Grundlage des Branchenvergleichs bilden – wie in der Datenexploration – die getätigten Transaktionen. Aus Gründen der Übersicht werden nur die jeweilige Anzahl aktiver Konzernmütter und die prozentualen Verteilungen der Transaktionen je untersuchter Kategorie angegeben. Eine vollständige Darstellung der einzelnen Kategorien je TIME-Sektor findet sich in den Anhängen II bis V.

5.4.1.1 Organisationsstruktur

Der Vergleich der Rechtspersönlichkeiten zur Durchführung der CVC-Aktivitäten zeigt, dass – ausgenommen die CE-Branche – innerhalb jeder Teilbranche die meisten Unternehmen eine eigenständige Rechtspersönlichkeit präferieren (siehe Tabelle 23). Wie in Kap. 5.3.2.2 bereits für alle TIME-Branchen beschrieben, zeigt sich auch in der Einzelbetrachtung der Branchen, dass die eigenständigen Rechtspersönlichkeiten überproportional viele Transaktionen durchführen. Eine von der Anzahl an Unternehmen mit einer eigenen Rechtspersönlichkeit ausgehende Ableitung auf das CVC-Commitment

mich in meiner gedanklichen Auseinandersetzung mit der Thematik vorangebracht und zu einem besseren Verständnis der Ergebnisse beigetragen.

¹⁴¹ Holtzbrinck und Bertelsmann sind die beiden einzigen Unternehmen der klassischen Medienbranche, die im Rahmen von Fallstudien bereits Gegenstand der Media-Venturing-Forschung waren (Hass, 2011; Hipp, 2003).

¹⁴² Siehe hierzu Kap. 5.4.2.

der einzelnen Branchen würde die IT-Branche vor der M&E-, Telekommunikations- und CE-Branche einordnen.

Tabelle 23: Branchenvergleich der Organisationsstruktur

	M&E		Telekom		IT		CE		Sig.	Paar ¹
	N	n (%)	N	n (%)	N	n (%)	N	n (%)		
Rechtspers. (Transak.)	21	77	15	81	9	95	4	48	,128	-
Ohne Rechtspers (Transak)	17	23	11	19	2	5	5	52	,128	-

¹ Es werden nur signifikante Paarungen angegeben: $p < 0.1^*$, $p < 0.05^{**}$, $p < 0.01^{***}$

5.4.1.2 Fondskonditionen

Der Vergleich der branchenspezifischen Fondskonditionen (siehe Tabelle 24) zeigt, dass die durchschnittliche Portfoliogröße der Telekommunikationsunternehmen circa doppelt so groß ist wie in den restlichen Branchen der TIME-Industrie. Dies bestätigt sich ebenfalls durch den Branchenvergleich der jeweiligen Fondsvolumina. Zusätzlich sind die Unternehmen der Telekommunikationsbranche mit durchschnittlich neun Investitionsjahren (acht konsekutive Investitionsjahre), rund sechs Transaktionen pro Investitionsjahr und insgesamt 1400 Transaktionen die Branche mit dem konstantesten CVC-Einsatz innerhalb des Untersuchungszeitraumes.

In der IT-Branche ist die durchschnittliche Transaktionsanzahl zwar deutlich höher als bei den Telekommunikationsunternehmen, jedoch lassen die niedrige Lebensdauer der Fonds in Kombination mit den (konsekutiven) Investitionsjahren darauf schließen, dass CVC erst seit den letzten Jahren zum Bestandteil der Unternehmensentwicklung von IT-Unternehmen gehört. Diese Annahme wird unterstützt durch die signifikanten Unterschiede zwischen der IT- und M&E- bzw. CE-Branche hinsichtlich der durchschnittlichen Lebensdauer der Fonds. Die M&E- und CE-Unternehmen zeigen in Bezug auf Portfoliogröße, (konsekutive) Investitionsjahre und durchgeführte Transaktionen im Vergleich zu den beiden zuvor beschriebenen Branchen einen eher moderaten CVC-Einsatz. So tätigen M&E-Unternehmen nur durchschnittlich vier und CE-Unternehmen zwei Transaktionen pro Investitionsjahr. Dabei fällt auf, dass CE-Unternehmen die höchste durchschnittliche Investitionssumme aufweisen. So besteht ein signifikanter Unterschied bzgl. der durchschnittlichen Transaktionssumme zwischen IT- und CE-Unternehmen.

Tabelle 24: Branchenvergleich der Fondskonditionen

	M&E		Telekom		IT		CE		Sig.	Paar ¹
	N	M	N	M	N	M	N	M		
Fondskonditionen (strukturell)										
Portfoliogröße	32	15	20	32	10	17	6	16	,948	-
Akt. Lebensdauer (Fonds)*	32	10	20	9	10	5	6	13	,007	M&E-IT** IT-CE**
Investitionsjahre	32	8	20	9	10	7	6	7	,168	-
Ø-Transak. / Investitionsjahr	32	3,7	20	6,1	10	8,7	6	2,1	,025	-
Konsekutive Transak. /Jahr	32	6	20	8	10	6	6	3	,006	M&E-Tele* Tele-CE***
Ø-Haltedauer*	26	2,8	19	3,3	10	2,5	6	3,3	,123	-
Min. Haltedauer*	26	1,3	19	1,3	10	1,4	6	1,8	,683	-
Max. Haltedauer*	26	5,2	19	6,4	10	4,0	6	4,8	,151	-
Fondskonditionen (finanziell)²										
Fondsvolumen	32	88	20	178	10	83	6	98	,121	-
Ø-Transaktionssumme	32	3,5	20	2,7	10	2,3	6	3,8	,051	IT-CE*
Höchste Transaktionssumme	32	15,2	20	22,1	10	47,5	6	14,9	,123	-
Niedrigste Transaktionssumme	32	0,5	20	0,3	10	0,2	6	0,4	,408	-
Ø-Valuation PU	21	187	17	131	5	239	6	163	,836	-
Ø-Eigenkapitalanteil (in %)	21	6,3	17	5,0	5	4,6	6	4,5	,263	-

¹ Es werden nur signifikante Paarungen angegeben: $p < 0.1^*$, $p < 0.05^{**}$, $p < 0.01^{***}$.

² Für die finanziellen Variablen waren auf Transaktionsebene nicht immer alle Variablen vorhanden. Die Berechnung der jeweiligen Variablen beruft sich auf die folgende Transaktionenanzahl: Transaktionssumme: M&E= 682; Telekom: 1.181; IT: 663; CE: 79; Ø-Valuation; M&E: 94; Telekom: 200; IT: 73; CE: 15; Ø-Eigenkapitalanteil: M&E: 94; Telekom: 198; IT: 72; CE: 15

5.4.1.3 Transaktionsstruktur

Branchenunabhängig tätigen alle Unternehmen der Erhebungsgesamtheit Syndikatinvestitionen, während – je nach Branche – nur 67–80 Prozent der Unternehmen auch als Einzelinvestoren auftreten. Die meisten Transaktionen als Einzelinvestor tätigen die Unternehmen der M&E-Branche, gefolgt von den Unternehmen der Telekommunikations-, IT- und CE-Branche. Trotz der Bereitschaft, als Einzelinvestor CVC-Investments zu tätigen, sind Syndikatinvestments die mit Abstand dominanteste Transaktionsform. Bis auf einige wenige Ausnahmen der M&E- und Telekommunikationsbranche sind alle Unternehmen der Erhebungsgesamtheit sowohl Syndikatinvestments mit anderen TIME-Unternehmen als auch mit unabhängigen Venture Capitalists eingegangen (siehe Tabelle 25).

Gemeinsam mit Wettbewerbern durchgeführte Syndikatinvestments sind aus einer ressourcenorientierten Perspektive des strategischen Managements besonders interessant, da so auch den Wettbewerbern die Ressourcen des jeweiligen Start-ups zur Verfügung stehen. Während aus der Perspektive des RBVs somit keine Möglichkeit zur Generierung von Wettbewerbsvorteilen besteht (siehe Kap. 3.2.1), können im Sinne des Organizational Drivetrains durch effektivere Austausch- und Interaktionsprozesse zum Ressourcentransfer (Hinterrad des Drivetrains) durchaus aus gemeinsamen Syndikatinvestments Wettbewerbsvorteile entstehen (siehe Kap. 3.3). Zusätzlich veranschaulichen die gemeinsamen Syndikatinvestments die überlappenden Interessen der Unternehmen und folglich die Konvergenz der TIME-Branchen.¹⁴³

Hinsichtlich der Verteilung von New und Follow-on Investments dominieren in allen Branchen die New Investments, wobei die TIME-Branchen ein ähnliches Verhältnis zwischen den beiden Transaktionstypen zeigen. Der höchste prozentuale Anteil an New Investments findet sich in der IT- und M&E-Branche. So sind bei IT-Unternehmen 70 und bei M&E-Unternehmen 67 Prozent der Transaktionen erstmalige Investitionen in ein Start-up-Unternehmen (siehe Tabelle 25). Ursache für den etwas höheren Anteil an New Investments können die bereits in den vorherigen Kapiteln vor allem für die IT-Branche vermuteten, zeitlich noch jüngeren Aktivitäten am CVC-Markt sein.

IT- und M&E-Unternehmen investieren in früheren Investmentrunden als ihre Wettbewerber aus der Telekommunikations- und CE-Branche. So bestehen

¹⁴³ Eine erste Analyse der durch Syndikatinvestments entstehenden Netzwerke der TIME-Unternehmen findet sich bei Hasenpusch, Runge & Baumann (2016). Die Autoren zeigen, dass primäre branchenübergreifende Syndikat-Cluster aus bis zu fünf Unternehmen entstehen, wobei alle Unternehmen der Erhebungsgesamtheit im Durchschnitt über drei Knoten miteinander verknüpft sind.

hinsichtlich der Investitionsrunden signifikante Unterschiede zwischen der Gruppe der IT- und M&E-Unternehmen auf der einen und der Gruppe der CE- und Telekommunikationsunternehmen auf der anderen Seite. Die Investments in früheren Investmentrunden eines Start-ups spiegeln sich auch im durchschnittlichen Alter der Portfoliounternehmen wider. So besteht zwar nur ein signifikanter Unterschied zwischen den IT- und CE-Unternehmen, dennoch lässt sich auf deskriptivem Niveau bei M&E- und IT-Unternehmen ein tendenziell jüngeres Durchschnittsalter als bei den Wettbewerbern aus den anderen beiden Branchen feststellen (siehe Tabelle 25).

Tabelle 25: Branchenvergleich der Transaktionsstruktur

	M&E		Telekom		IT		CE		Sig.	Paar ¹
	N	n (%)	N	n (%)	N	n (%)	N	n (%)		
Einzelinvestitionen	22	17	15	12	8	11	4	10	,877	-
Syndikatinvestitionen	32	83	20	88	10	89	6	90	,877	-
TIME Syndicates	30	16	18	18	10	16	6	13	,316	-
Other Syndicates	32	67	20	70	10	73	6	77	,137	-
New Invest.	32	68	20	60	10	70	6	65	,273	-
Follow-on Invest.	32	32	20	40	8	30	6	35	,273	-
Invest.-Runde ² (in Monaten)	32	2,9	20	3,8	10	2,5	6	4,3	,001	M&E-Tele** M&E-CE* IT-Tele*** IT-CE**
Ø-Alter PU ² (in Monaten)	32	45	20	52	10	39	6	61	,021	IT-CE**

¹ Es werden nur signifikante Paarungen angegeben: $p < 0.1^*$, $p < 0.05^{**}$, $p < 0.01^{***}$

² Abweichend von den anderen Werten handelt es sich bei den Variablen um den jeweiligen Mittelwert der Transaktionen und nicht um die durchschnittliche prozentuale Verteilung der Transaktionen je Konzernmutter.

5.4.1.4 Investitionsfokus

Finanzierungsphasen

Der Fokus der Telekommunikations- und CE-Unternehmen auf Transaktionen in bereits etablierte bzw. ältere Start-up-Unternehmen und das Interesse der IT- bzw. M&E-Unternehmen an jüngeren Start-ups (Kap. 5.4.1.3) wird durch den Branchenvergleich der Transaktionen nach den Finanzierungsphasen bestätigt. So tätigen Unternehmen der M&E- und IT-Branche überproportional häufig Transaktionen in der Early-Stage- bzw. weniger Transaktionen in der Later-Stage- und Expansion-Phase, wohingegen die Unternehmen der Telekommunikations- und CE-Branche ein umgekehrtes Investitionsverhalten zeigen. Insbesondere die IT-Unternehmen grenzen sich hinsichtlich der Early-Stage-, Expansion- und Later-Stage-Phase signifikant von den Unternehmen der Telekommunikations- und CE-Branche ab (siehe Tabelle 26).

Tabelle 26: Branchenvergleich der Finanzierungsphasen¹⁴⁴

	M&E		Telekom		IT		CE		Sig.	Korr. Sig. ¹
	N	n (%)	N	n (%)	N	n (%)	N	n (%)		
Seed	18	5	13	2	5	7	1	2	,468	-
Early	31	43	18	27	9	55	5	20	,001	M&E-CE* Tele-IT*** IT-CE***
Expansion	31	36	20	41	10	29	6	43	,015	IT-Tele***
Later	26	16	19	30	8	9	6	35	,008	IT-Tele* IT-CE**

¹ Es werden nur signifikante Paarungen angegeben: $p < 0.1^*$, $p < 0.05^{**}$, $p < 0.01^{***}$

Allerdings haben 65 Prozent der Telekommunikationsunternehmen zumindest eine Transaktion in ein in der Seed-Phase befindliches PU getätigt und stellen damit den höchsten Prozentsatz von TIME-Unternehmen mit mindestens einer Seed-Transaktion (M&E: 56 %; IT: 50 %; CE: 17 %). Nichtsdestotrotz scheinen, auf Basis der Finanzierungsphasen, M&E- und insbesondere IT-Unternehmen hinsichtlich ihrer CVC-Aktivitäten ein höheres Risiko als Unternehmen aus dem Telekommunikations- und CE-Bereich einzugehen. Eine Verbindung zwischen den Finanzierungsphasen und den durchschnittlichen Transaktionssummen je Sektor (siehe Kap. 5.4.1.2) kann nur bedingt hergestellt werden. So ist zwar die durchschnittliche Transaktionssumme der

¹⁴⁴ Auf eine Kontingenztabelle bzgl. der Investitionssumme und des Eigenkapitals je Finanzierungsphase und Branche wurde aufgrund zu geringer Fallzahlen sowie Mangels signifikanter Unterschiede verzichtet.

IT-Unternehmen am geringsten und die der CE-Unternehmen entsprechend den Finanzierungsphasen am höchsten, jedoch gilt das Schema nicht für die anderen beiden Branchen (siehe Tabelle 24).

Technologie

Der Branchenvergleich hinsichtlich der Kundenorientierung zeigt erneut signifikante Unterschiede bezüglich der IT- und M&E-Unternehmen auf der einen und der Unternehmen der Telekommunikations- und CE-Branche auf der anderen Seite. So investieren IT- und M&E-Unternehmen überproportional in B2C-Geschäftsmodelle, während die Unternehmen der CE- und Telekommunikationsbranche ihre Aktivitäten stärker auf B2B-Geschäftsmodelle konzentrieren (siehe Tabelle 27).

Tabelle 27: Branchenvergleich des Technologiefokus

	M&E		Telekom		IT		CE		Sig.	Korr. Sig. ¹
	N	n (%)	N	n (%)	N	n (%)	N	n (%)		
Kundenorientierung										
B2A	31	25	20	27	10	31	4	21	,540	-
B2C	25	35	18	15	10	35	3	10	,001	Tele-IT** CE-IT**
B2B	30	40	20	57	10	34	6	70	,000	M&E-Tele* M&E-CE* IT-Tele*** IT-CE***
Internet										
Internet	32	91	20	82	10	92	6	67	,001	CE-IT*** CE-M&E** IT-Tele*
Non-Internet	20	8	17	14	6	5	6	30	,001	CE-IT*** IT-Tele* CE-M&E**

¹ Es werden nur signifikante Paarungen angegeben: $p < 0.1^*$, $p < 0.05^{**}$, $p < 0.01^{***}$

Ähnliche signifikante Unterschiede zeigen sich auch beim Branchenvergleich bezüglich der internet- bzw. nicht internetbasierten Geschäftsmodelle der Portfoliounternehmen. Vor allem CE-Unternehmen investieren vermehrt in ‚offline‘ agierende Unternehmen, während insbesondere IT-, aber auch

M&E-Unternehmen nahezu ausschließlich in Online-Start-ups investieren (siehe Tabelle 27). Die Ergebnisse bestätigen die bereits zuvor festgestellten Gemeinsamkeiten zwischen der M&E- und IT-Branche und der Telekommunikations- und CE-Branche.

Industriefokus

Der Branchenvergleich der CVC-Aktivitäten hinsichtlich des Industriefokus offenbart ebenfalls einige Gemeinsamkeiten sowie branchenspezifische Unterschiede. So investieren zwar die Unternehmen aus allen TIME-Branchen primär in M&E-Start-ups, jedoch beträgt der prozentuale Transaktionsanteil nur bei den IT- und M&E-Unternehmen im Durchschnitt über 50 Prozent (siehe Tabelle 28).

Tabelle 28: Branchenvergleich des Industriefokus

	M&E		Tele-kom		IT		CE		Sig	Korr. Sig ¹
	N	n (%)	N	n (%)	N	n (%)	N	n (%)		
Kernge-schäft	32	57	18	11	8	5	2	5	,000	M&E-Tele ^{***} M&E-IT ^{***} M&E-CE ^{***}
TIME	32	69	20	62	10	75	6	55	,040	IT-CE*
M&E	32	57	19	48	10	66	6	41	,004 ^{***}	Tele-IT ^{**} IT-CE ^{**}
Tele.	13	4	18	11	5	4	2	2	,002*	M&E-Tele ^{***} Tele-IT*
IT	19	7	10	2	8	5	2	6	,135	-
CE	6	1	4	1	1	0	2	5	,577	-
Other	31	31	20	38	10	25	6	45	,040	IT-CE*

¹ Es werden nur signifikante Paarungen angegeben: $p < 0.1^*$, $p < 0.05^*$, $p < 0.01^{***}$

Start-up-Unternehmen aus anderen TIME-Sektoren sind nur rudimentär für die Unternehmen der Erhebungsgesamtheit relevant. Folglich bilden CVC-Investments in anderen Industriesegmenten außerhalb des TIME-Sektors die zweitgrößte Gruppe. Insbesondere die Unternehmen der CE- und – mit Ab-

strichen – der Telekommunikationsbranche zeigen vermehrt CVC-Aktivitäten in Nicht-TIME-Sektoren (Other). Die Ausführungen spezifizieren die anhand der Datenexploration aufgezeigte hohe Bedeutung des M&E-Segments und bestätigen damit die hohe bzw. zunehmende Wettbewerbsintensität innerhalb der M&E-Branche durch den Markteintritt branchennaher Konzerne sowie die Vielzahl neuer medienspezifischer Start-up-Unternehmen (siehe auch Kap. 3.1.4.4).

Regionaler Fokus

Der Branchenvergleich hinsichtlich des geografischen Fokus zeigt, dass für alle Branchen der nordamerikanische Markt die größte Relevanz aufweist (siehe Tabelle 29). So sind bis auf zwei M&E-Unternehmen alle betrachteten Unternehmen auf dem nordamerikanischen CVC-Markt aktiv. Nichtsdestotrotz wird deutlich, dass besonders IT-Unternehmen vermehrt in Ostasien und M&E-Unternehmen überproportional in Westeuropa aktiv sind. Ursache hierfür ist die Überrepräsentierung von Unternehmen aus Ostasien bzw. Westeuropa innerhalb der IT- bzw. M&E-Branche (siehe Tabelle 15).¹⁴⁵

Tabelle 29: Branchenvergleich des regionalen Investmentfokus

	M&E		Telekom		IT		CE		Sig	Korr. Sig ¹
	N	n (%)	N	n (%)	N	n (%)	N	n (%)		
Nordamerika	30	65	20	77	10	74	6	85	,385	
Westeuropa	16	24	11	11	4	2	2	4	,524	- CE-IT** M&E-
Ostasien	9	5	7	4	8	17	1	2	,027**	IT** Tele- IT***
Rest	15	5	13	8	7	7	2	10	,127	-

¹ Es werden nur signifikante Paarungen angegeben: $p < 0.1^*$, $p < 0.05^{**}$, $p < 0.01^{***}$

5.4.1.5 Exitverhalten

Von den insgesamt 1057 Exits im Untersuchungszeitraum wurden die meisten Exits von Telekommunikationsunternehmen (46 %) durchgeführt, gefolgt von den M&E-Unternehmen (28 %), den IT-Unternehmen (14 %) und den Unternehmen der CE-Branche (12 %) (Tabelle 30). Die Reihenfolge entspricht der Abfolge gemäß den durchgeführten Transaktionen und unterstützt

¹⁴⁵ Eine weitere Untergliederung nach Ballungszentren wie Berlin, London oder Silicon Valley brachte keine weiterführenden Ergebnisse. Auf eine Darstellung wird deshalb verzichtet.

die Vermutung, dass Telekommunikationsunternehmen im Vergleich zu den anderen TIME-Unternehmen bereits länger am CVC-Markt partizipieren. Hinsichtlich der Wahl des Exit-Kanals lassen sich zwischen den Branchen nur marginale Unterschiede feststellen. So zeigt sich lediglich zwischen den Unternehmen der M&E- und der IT-Branche ein signifikanter Unterschied hinsichtlich des Anteils der IPOs. Grundsätzlich haben jedoch – unabhängig von der TIME-Branche – alle Unternehmen am häufigsten einen Trade Sale als Exit durchgeführt (70–80 %), gefolgt von IPOs (12–20 %) und Write-offs (3–7 %).

Tabelle 30: Branchenvergleich der Exitstruktur

	M&E		Telekom		IT		CE		Sig	Korr. Sig. ¹
	N	n (%)	N	n (%)	N	n (%)	N	n (%)		
IPO	13	12	13	12	7	20	2	11	,052	M&E-IT*
Trade Sale	29	80	19	78	10	73	6	78	,351	-
Secondary Sale	6	4	5	2	2	2	3	4	,122	-
Buy-back	0	0	0	0	1	0	0	0	,511	-
Reverse Takeover	1	0	2	1	0	0	0	0	,315	-
Write-off	8	3	9	7	2	5	3	7	,605	-

¹ Es werden nur signifikante Paarungen angegeben: $p < 0.1^*$, $p < 0.05^*$, $p < 0.01^{***}$

5.4.1.6 Zwischenfazit Branchenvergleich

Der TIME-Branchenvergleich hat einige Gemeinsamkeiten, aber vor allem branchenspezifische Unterschiede zwischen den CVC-Aktivitäten aufgezeigt. So haben die 20 in der Untersuchung befindlichen Telekommunikationsunternehmen circa 45 Prozent aller CVC-Transaktionen der Erhebungsgesamtheit getätigt, während die Unternehmen der M&E (28 %)-, IT (24 %)- und CE-Branche (3 %) die restlichen Transaktionen unter sich aufteilen. Während die geringe Transaktionsanzahl der CE-Unternehmen auf das durch die niedrige Anzahl eigenständiger Rechtspersonlichkeiten ausgedrückte geringere CVC-Commitment zurückgeführt werden kann, können keine weiteren branchenspezifischen Unterschiede in der Organisationsstruktur der CVC-Aktivitäten zur Erklärung der restlichen Differenzen herangezogen werden. Allerdings lassen die Abweichungen zwischen den Unternehmen der Telekommunikations-, IT- und M&E-Branche hinsichtlich der Fondskonditionen – insbesondere Portfoliogröße, Fondslebensdauer und konsekutive Investmentjahre – vermuten, dass die höhere Transaktionsanzahl der Telekommunikationsunternehmen in einer im Vergleich zu den anderen

TIME-Branchen bereits längerfristigen Durchführung von CVC-Investments begründet ist.

Neben den oben erwähnten Differenzen in der Organisationsstruktur bzw. den Fondskonditionen können in erster Linie jedoch Unterschiede hinsichtlich der Elemente des Investmentfokus festgestellt werden. Dabei zeigen die Untersuchungsergebnisse vor allem eine Zweiteilung des CVC-Investmentfokus zwischen den IT- und M&E-Unternehmen auf der einen und den Unternehmen der Telekommunikations- und CE-Branche auf der anderen Seite. So investieren die IT- und M&E-Unternehmen im Vergleich häufiger in Start-ups mit einem B2C-Fokus, die sich in den früheren Lebenszyklusphasen befinden, als die Unternehmen der Telekommunikations- und CE-Branche. Diese bevorzugen hingegen vermehrt Later-Stage Investments in B2B-Geschäftsmodelle. Hinsichtlich CVC als Vertreter der „forward strategy and plans“ (European Commission, 2001, S. 9) einer Unternehmung und der vorherrschenden Branchenkonvergenz wird somit insbesondere ein weiteres zukünftiges Zusammenlaufen der beiden jeweiligen Gruppen angenommen. Ergänzend ist – durch die branchenübergreifend hohen Investmentaktivitäten in M&E-Start-ups – eine weiter zunehmende Wettbewerbsdynamik im Kerngeschäft der traditionellen Medienunternehmen zu erwarten. Die Analyse bestätigt damit bereits die durch klassische Medienunternehmen wahrgenommene hohe Wettbewerbsintensität (Faustino & Ribeiro, 2016; Oliver, 2012; Oliver, 2016b; Ots et al., 2015) sowie die zahlreichen unternehmerischen Aktivitäten innerhalb der Medienbranche (Hoag, 2008; Will, Gossel & Brüntje, 2016).

Im Sinne von CVC als Organizational Drivetrain deuten die identifizierten Branchenunterschiede an, dass unterschiedliche Ausrichtungen der CVC-Aktivitäten aufgrund vergangener branchenspezifischer Paths, Positions und Processes bestehen. So liegt eine mögliche Erklärung für die Gemeinsamkeiten zwischen den Unternehmen der Telekommunikations- und CE-Branche in der historischen Verknüpfung der Geschäftsmodelle (z. B. die Bündelung von Mobiltelefonen und Mobilfunkverträgen). Zusätzlich sind für beide Branchen Entwicklungen in der Halbleitertechnik zum Ausbau der Netze oder zur Verbesserung der Endgeräte relevanter als für klassische M&E- bzw. IT-Unternehmen. Die Gemeinsamkeiten zwischen IT- und M&E-Unternehmen lassen sich hingegen auf das zunehmende Agieren von Internetunternehmen als klassische, werbefinanzierte Medienunternehmen zurückführen (Clasen,

2013b, S. 61). So handelt z. B. Google Inc. als Mittler zwischen Werbekunden und Zielgruppen wie ein traditionelles Medienunternehmen.¹⁴⁶

Die Gruppierungen von M&E und IT-Unternehmen einerseits sowie Telekommunikations- und CE-Unternehmen andererseits bzgl. des Investmentfokus, die Unterschiede hinsichtlich der Fondskonditionen (z. B. konsekutive Investitionen, Portfoliogröße etc.) und die Transaktionsanzahl im Untersuchungszeitraum deuten an, dass sich die Unternehmen der TIME-Branchen in unterschiedlichen Investmentphasen befinden bzw. unterschiedliche Investmenterfahrung aufgrund von vergangenen Aktivitäten besitzen. Zur vertiefenden Analyse der Vermutung werden im nachstehenden Kapitelabschnitt die CVC-Aktivitäten der Erhebungsgesamtheit im Zeitverlauf untersucht.¹⁴⁷

5.4.2 Zeitreihenbetrachtung

Der folgende Kapitelabschnitt betrachtet die CVC-Aktivitäten von TIME-Unternehmen im Zeitverlauf. Mit den in Kapitel 5.4.1 festgestellten Unterschieden zwischen den TIME-Branchen konzentriert sich die Analyse dabei sowohl auf die Gründung der CVC-Einheiten als auch auf die Transaktionshäufigkeit und die Charakteristiken der Beteiligungsunternehmen. Das Kapitel beginnt mit der Analyse der Gründungsdaten der einzelnen CVC-Einheiten und ihrer Fonds. Anschließend werden die im Zeitverlauf auftretenden Veränderungen in der Investmenthäufigkeit und der Dimensionen des Investmentfokus beschrieben. Die Zeitreihenbetrachtung analysiert dabei sowohl die CVC-Aktivitäten der gesamten TIME-Industrie als auch der einzelnen TIME-Branchen.

5.4.2.1 Gründung der CVC-Einheiten

Die 68 Unternehmen der Erhebungsgesamtheit waren im Untersuchungszeitraum durch 119 CVC-Einheiten auf dem VC-Markt vertreten. Mehr als die Hälfte der Einheiten wurde allerdings vor dem Untersuchungszeitraum gegründet (59 %). Trotz der überwiegenden Gründung der Investmentvehikel vor dem Untersuchungszeitraum zeigt sich auf Fondsebene, dass mehr als 50 Prozent der aktuell verwalteten Fonds nach der Finanzkrise 2008/2009 aufgesetzt wurden (siehe Tabelle 31). Der Vergleich der Gründungsdaten auf

¹⁴⁶ Als Konsequenz des vermehrten Agierens von Internetunternehmen als Mittler zwischen Werbekunden und Zielgruppen wurden Google und Yahoo 2012 bzw. 2011 in die Liste der umsatzstärksten Medienunternehmen des Instituts für Medien- und Kommunikationspolitik aufgenommen (IFM, 2014).

¹⁴⁷ Zusätzlich wird eine Zeitreihenbetrachtung als Vorbereitung einer Clusteranalyse empfohlen (Ketchen & Shook, 1996, S. 455).

Ebene der CVC-Einheiten bzw. Fonds bestätigt damit die gestiegene Bedeutung von Corporate Venture Capital innerhalb der letzten Jahre.

Tabelle 31: Gründungsjahre der CVC-Einheiten & Fonds

	Gründungsjahr ¹					
	N	n	Vor 1999	1999- 2001	2002- 2008	2009- 2015
CVC-Einheiten	68	119	46 (39%)	24 (20%)	16 (13%)	33 (28%)
Letzter Fonds d. Invest.- Vehikel ²	68	108	18 (17%)	35 (32%)	0 (0%)	55 (51%)

¹ Die Wahl der Zeitabstände erfolgte mit Bezug auf die historische Entwicklung der CVC-Aktivitäten und der Korrelation der Aktivitäten mit wirtschaftlichen und politischen Entwicklungen (siehe Kap. 3.1.2). Explizit wurden die New Economy (1999-2001) und die Finanzkrise (2007/2008) berücksichtigt.

² Nur Fonds der direkten CVC-Einheiten

Die Branchenverteilung der 108 CVC-Einheiten entspricht weitestgehend der Verteilung der Konzernmütter. So sind 48 Prozent der CVC-Einheiten der M&E-, 30 Prozent der Telekommunikations-, 12 Prozent der IT- und neun Prozent der CE-Branche zuzuordnen (siehe Tabelle 32). Eine Betrachtung der Gründungsdaten der CVC-Einheiten und der als letztes aufgesetzten Fonds der Mutterkonzerne zeigt, dass ein Großteil der organisatorischen Strukturen vor bzw. während der New Economy Bubble (1999–2001) geschaffen wurde. Seit 2009 haben jedoch insbesondere die M&E- und IT-Unternehmen (zusätzlich) neue CVC-Einheiten gegründet. Die betrachteten Telekommunikationsunternehmen haben hingegen 84 Prozent ihrer Investmenteinheiten vor 2002 gegründet (siehe Tabelle 32). Eine mögliche Erklärung könnte in der durch die Liberalisierung der Telekommunikationsmärkte und die erste Konvergenzwelle ausgelösten erhöhten Wettbewerbsintensität liegen, die Telekommunikationsunternehmen veranlasste, CVC schon ‚früher‘ als ihre Konkurrenten aus dem TIME-Konvergenzbereich als Reaktion auf die Umweltturbulenzen zu nutzen. Die aufgezeigten Unterschiede bestätigen die zuvor in Kapitel 5.4.1 vermuteten unterschiedlichen Investmenterfahrungen der TIME-Unternehmen.

Tabelle 32: Branchenvergleich der Gründungsjahre der CVC-Einheiten & Fonds

	M&E		Telekom		IT		CE	
	n*	%	n*	%	n*	%	n*	%
CVC-Einheiten								
Vor 1999	19	37	16	48	4	31	7	70
1999-2001	10	19	12	36	-	-	2	20
2002-2008	6	12	1	3	4	31	-	-
2009-2015	17	33	4	12	5	38	1	10
Total	52	100	33	100	13	100	10	100
Gründung des aktuellsten Fonds der einzelnen Konzernmütter								
	N	%	N	%	N	%	N	%
Vor 1999	7	22	1	5	0	-	1	17
1999-2001	9	28	6	30	2	20	3	50
2002-2008	1	3	3	15	1	10	0	-
2009-2015	15	47	10	50	7	70	2	33
Total	32	100	20	100	10	100	6	100

* Abweichend von vorherigen Tabellen gibt n die Anzahl an CVC-Einheiten an

5.4.2.2 Entwicklung der CVC-Transaktionen

Die Betrachtung der CVC-Transaktionen im Zeitverlauf bestätigt den Einfluss der wirtschaftlichen Entwicklungen auf CVC-Aktivitäten und den damit einhergehenden zyklischen Verlauf (siehe Kap. 3.1.2). So kann nach einer Erholungsphase im Anschluss an das Platzen der Internetblase ein moderater und konstanter Anstieg der CVC-Aktivitäten aller Branchen bis zur Finanzkrise (2007/08) beobachtet werden, die einen erneuten Rückgang der Aktivitäten auslöste. Seit 2009 nehmen die CVC-Transaktionen hingegen wieder kontinuierlich zu (siehe Abbildung 14).

Der skizzierte Verlauf ist – auf unterschiedlichem Niveau – für alle betrachteten Branchen nahezu identisch.¹⁴⁸ Dabei sind jedoch insbesondere die CVC-Aktivitäten der Telekommunikationsunternehmen von 2002 bis 2010 auf einem konstant höheren Niveau als beispielsweise die Aktivitäten der M&E-Unternehmen. Dies erklärt den hohen Anteil der Telekommunikationsunternehmen an den gesamten in der Erhebungsgesamtheit befindlichen CVC-Transaktionen (45 %). Die CVC-Aktivitäten der IT- und M&E-Unternehmen

¹⁴⁸ Lediglich die in der Untersuchung betrachteten Unternehmen der CE-Branche haben nach dem Platzen der Internetblase ihre CVC-Aktivitäten nur moderat intensiviert. Dabei ist zu berücksichtigen, dass die CE-Branche nur durch sechs Unternehmen in der Untersuchung repräsentiert wird. Aufgrund der geringen Unternehmens- und Transaktionsanzahl werden im weiteren Verlauf der Zeitreihenanalyse die Unternehmen der CE-Branche nur bei besonderen Auffälligkeiten berücksichtigt.

haben erst mit dem Ende der Finanzkrise stark zugenommen und – trotz einer ebenfalls erfolgten Zunahme der CVC-Aktivitäten der Telekommunikationsunternehmen – deren CVC-Transaktionsanzahl in den Jahren 2013/14 übertrafen. Seit 2010 beträgt die jährliche Wachstumsrate (CAGR) der CVC-Aktivitäten in der Telekommunikationsbranche elf Prozent, während die CVC-Aktivitäten in der IT- und M&E-Branche um 35 bzw. 20 Prozent pro Jahr zunehmen.

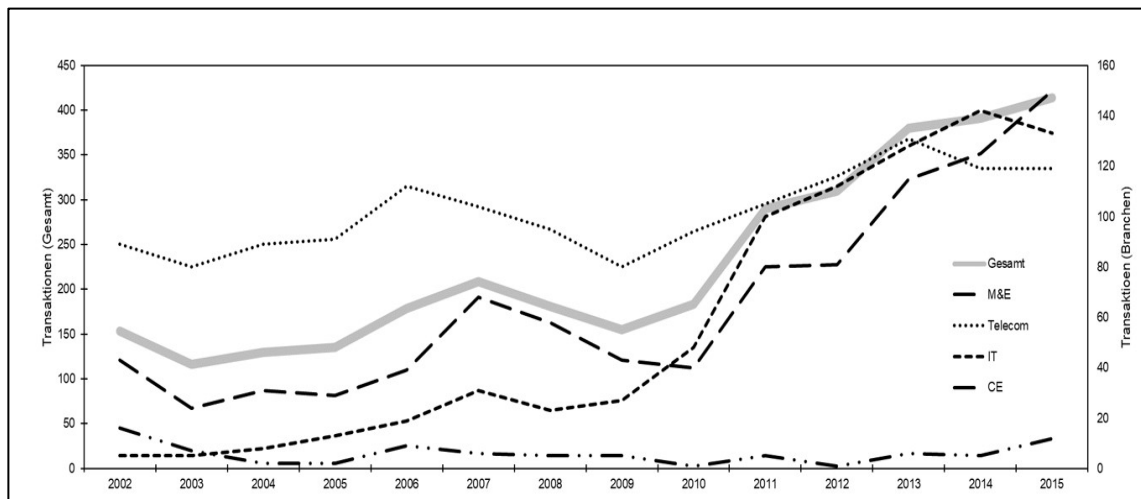


Abbildung 14: Transaktionsanzahl im Zeitverlauf

**Zur Ermittlung der Transaktionsanzahl für Q4-2015 wurden die CVC-Entwicklungen der letzten 5 Jahre linear fortgeschrieben*

Zusammenfassend ist zu konstatieren, dass die CVC-Aktivitäten der TIME-Industrie innerhalb der letzten Jahre stark zugenommen haben. In Anlehnung an Peeters (1999) Behauptung, dass eine große Anzahl an Beteiligungsmöglichkeiten für eine große unternehmerische Aktivität steht, kann – entsprechend den steigenden CVC-Investments der TIME-Unternehmen – eine zunehmende unternehmerische Aktivität innerhalb der letzten Jahre bescheinigt werden.

5.4.2.3 Entwicklung des CVC-Investmentfokus

Finanzierungsphasen

Der prozentuale Anteil der einzelnen Finanzierungsphasen an den Transaktionen ist im Zeitverlauf stark schwankend (siehe Abbildung 15). So hat von 2002 bis 2005 insbesondere der Anteil an Later-Stage Investments zugenommen, während der Transaktionsanteil in Unternehmen in der Early-Stage- und Expansion-Phase rückläufig war. Seit 2005 hat der Anteil an Later-Stage Investments wieder jährlich abgenommen und liegt seit 2012 konstant bei etwa

zehn Prozent. Im gleichen Zeitraum haben Investments in Early-Stage-Unternehmen auf über 50 Prozent im Jahr 2012 zugenommen und der Anteil an Transaktionen in der Expansion-Phase blieb leicht schwankend zwischen 35 und 40 Prozent. Seit 2013 nähern sich die Anteile an Investments in die Early-Stage- und die Expansion-Phase wieder an. Seed-Investments haben hingegen, bis auf einen kurzen Anstieg 2011, kaum einen nennenswerten Anteil an den CVC-Aktivitäten der betrachteten Unternehmen. Die Anteilsveränderungen im Zeitverlauf erklären die unterschiedlichen Ergebnisse hinsichtlich der Relevanz der Finanzierungsphasen in vorherigen CVC-Studien (z. B. Bielsch et al., 2012; Weber; 2005; MacMillan et al., 2008).¹⁴⁹

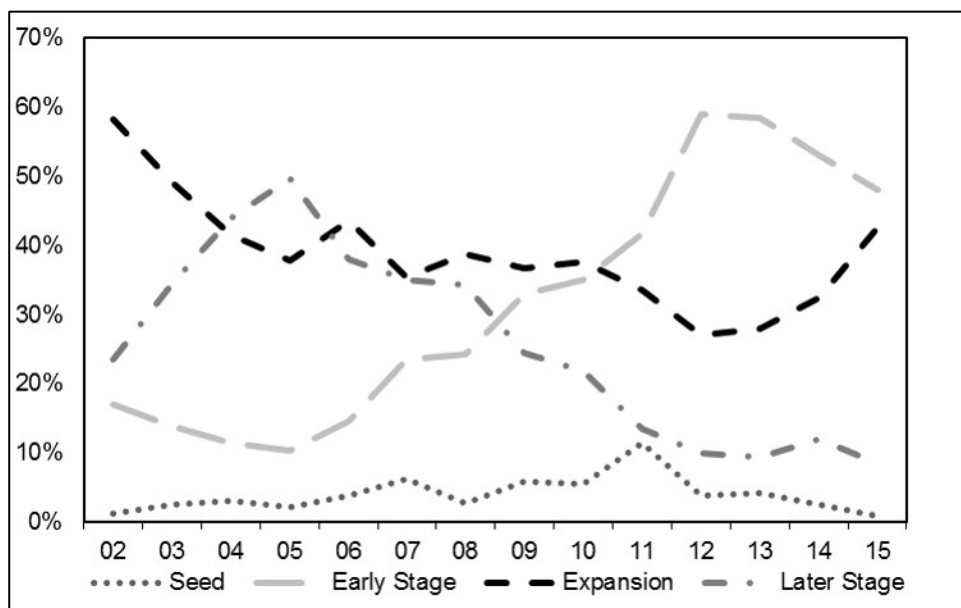


Abbildung 15: Zeitverlaufsbetrachtung der Finanzierungsphasen

Zeitlich versetzt findet sich der für die Erhebungsgesamtheit beschriebene anteilige Verlauf der Finanzierungsphase innerhalb jeder der einzelnen Teilbranchen der TIME-Industrie wieder. So übersteigt der Anteil an Early-Stage-Transaktionen die Later-Stage Investments bei den M&E-Unternehmen bereits 2007, bei den IT-Unternehmen 2009 und bei den Telekommunikationsunternehmen 2011. Des Weiteren zeigt sich seit 2012 innerhalb aller Teilbranchen eine Annäherung der Anteile der Transaktionen in der Early-Stage- und der Expansion-Phase (siehe Tabelle 33).

¹⁴⁹ Siehe hierzu auch Kapitel 5.3.2.5.

Tabelle 33: Branchenvergleich der Finanzierungsphasen im Zeitverlauf

	M&E				Telekom				IT			
	S	Early	Exp.	L	S	Early	Exp.	L	S	Early	Exp.	L
02	2	14	51	33	0	20	60	20	0	0	100	0
03	4	13	54	29	1	14	46	39	0	20	60	20
04	0	13	35	52	4	10	43	43	0	25	63	13
05	0	21	31	48	2	5	41	52	8	23	31	38
06	5	23	33	38	2	12	47	39	16	16	53	16
07	13	40	24	24	3	13	40	43	3	23	52	23
08	3	38	36	22	3	17	39	41	0	22	48	30
09	5	51	40	5	6	21	38	35	7	41	30	22
10	13	28	45	15	2	28	39	31	6	56	27	10
11	9	48	35	9	4	31	40	25	22	50	24	4
12	5	64	28	2	0	47	36	17	7	69	16	8
13	6	53	32	9	2	54	30	14	5	69	21	5
14	2	54	35	10	1	45	35	19	5	58	29	8
15	1	48	42	9	1	36	51	13	1	61	34	4
Total	5	43	36	16	2	27	41	30	7	55	29	9

Alle Angaben sind Prozentwerte der jeweiligen Jahresverteilung. Legend: S: Seed; Early: Early-Stage; Exp.: Expansion; L: Later-Stage

Trotz des gleichartigen Verlaufes bestätigt der Jahresvergleich die im Branchenvergleich festgestellten Unterschiede. So tätigen die Telekommunikationsunternehmen innerhalb fast jeden Jahres anteilig mehr Transaktionen in Later-Stage Start-ups als die Unternehmen aus der IT- oder M&E-Branche. Umgekehrt sind die Anteile der Transaktionen in den frühen Finanzierungsphasen innerhalb der IT- und M&E-Branche konsequenterweise höher als in der Telekommunikationsbranche. Trotz des Rückganges der Anteile von Later-Stage-Transaktionen ist die im Branchenvergleich festgestellte Fokussierung von Telekommunikationsunternehmen auf die Spätphasenfinanzierung somit nicht ausschließlich auf die hohen CVC-Aktivitäten zu Beginn des Untersuchungszeitraumes zurückzuführen, sondern Bestandteil des brancheninternen Investmentfokus.

Technologie

Die hohe Bedeutung der Digitalisierung und insbesondere der Entwicklung des Internets für die TIME-Industrie wurde in Kapitel 2.2 erläutert. Entsprechend der hohen Relevanz hat der Anteil der Investitionen in Start-ups mit internetbasierten Geschäftsmodellen auf hohem Niveau stetig zugenommen

(siehe Abbildung 16). Dies gilt auch für jedes einzelnes TIME-Segment (siehe Tabelle 34).

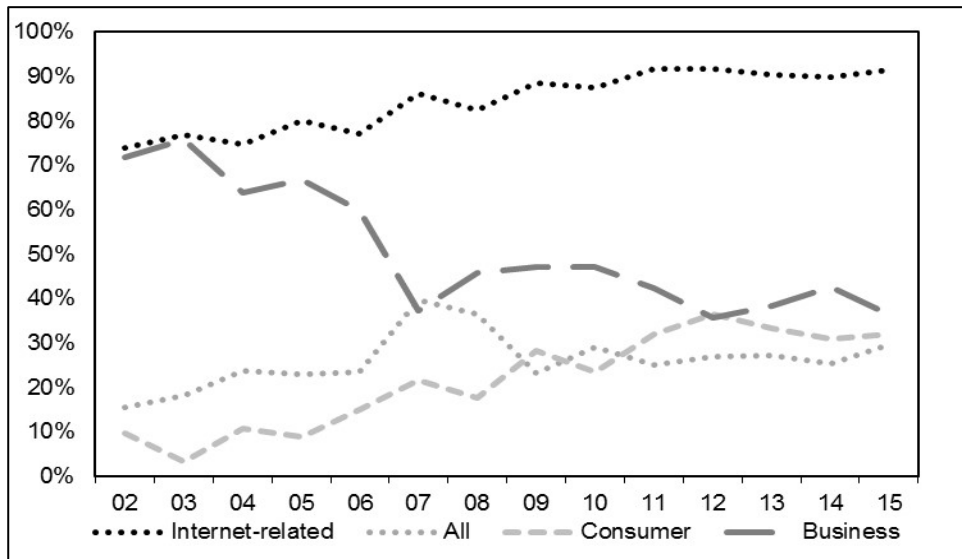


Abbildung 16: Zeitverlaufsbetrachtung des Technologiefokus

Tabelle 34: Branchenvergleich des Technologiefokus im Zeitverlauf

	M&E				Telekom				IT			
	Inter	B2A	B2C	B2B	Inter	B2A	B2C	B2B	Inter	B2A	B2C	B2B
02	84	7	19	72	69	19	7	71	80	40	0	60
03	58	21	8	71	83	15	1	80	60	60	0	40
04	77	26	19	55	75	21	9	67	63	50	0	50
05	83	28	21	52	77	22	2	74	100	23	31	46
06	90	18	23	59	71	26	7	64	100	32	47	21
07	93	32	37	29	84	40	13	45	97	52	16	32
08	88	34	34	31	80	35	9	56	87	52	13	35
09	93	9	47	42	85	26	21	51	93	33	26	41
10	95	35	28	35	82	24	14	62	92	33	40	27
11	98	25	38	38	85	21	21	57	95	30	41	29
12	94	20	46	35	87	34	25	40	95	25	42	32
13	92	25	44	30	92	29	22	48	88	26	36	37
14	94	23	36	39	84	23	20	57	90	29	37	33
15	94	29	35	34	86	32	32	35	93	30	31	38
Total	91	25	35	40	82	27	15	57	92	31	35	34

Alle Angaben sind Prozentwerte der jeweiligen Jahresverteilung. Legende: Inter: Internet-related.

Hinsichtlich des Kundenfokus der Portfoliounternehmen kann ein Anstieg des prozentualen Anteils der Transaktionen in B2C-Geschäftsmodelle festgestellt werden. Im Gegenzug ist der prozentuale Anteil der Investmentaktivitäten in B2B-orientierten Unternehmen zwischen 2002 und 2007 stark zurückgegangen. Seit 2007/08 hat sich die Verteilung zwischen B2C-, B2B- und B2A-orientierten Geschäftsmodellen jedoch stabilisiert, sodass eine überwiegend gleichmäßige Verteilung auf die jeweiligen Kundengruppen entfällt.

Wie zuvor bei den Finanzierungsphasen, bestätigt auch der Jahresvergleich die Unterschiede zwischen den einzelnen Branchen. Telekommunikationsunternehmen investieren, obwohl der Anteil der B2B-Transaktionen abnimmt, innerhalb jedes Jahres im Untersuchungszeitraum primär in Start-ups mit einem entsprechenden Geschäftsmodell. Ebenso ist im Vergleich der Anteil der Transaktionen in internetbasierten Geschäftsmodellen in der Telekommunikationsbranche immer am niedrigsten (Ausnahme: 2003). Die Unternehmen der IT- und M&E-Branchen investieren hingegen deutlich konzentrierter in internetbasierte Geschäftsmodelle. Hinsichtlich des Kundenfokus zeigen beide Branchen eine schwankende Präferenz, wobei der Fokus auf B2C-Geschäftsmodelle überwiegt. Insgesamt bestätigt damit der Jahresvergleich die im generellen Branchenvergleich bereits festgestellten Unterschiede zwischen den drei TIME-Segmenten.

Industriesektoren

Der Zeitverlauf der anteiligen Transaktionen in die TIME-Industrie bzw. jener des jeweiligen Kerngeschäfts der einzelnen TIME-Branchen zeigt einen starken Anstieg der Investitionen in verwandte und kerngeschäftsnaher Portfoliounternehmen von 2005 bis 2007. Während ab 2008 die CVC-Aktivitäten in den jeweiligen Kerngeschäftsegmenten wieder zurückgingen, blieben die CVC-Transaktionen in die verwandten Industrien (TIME) weitestgehend konstant. Der Anstieg der Transaktionen im TIME-Segment ist dabei primär auf den gestiegenen Anteil der Transaktionen im M&E-Segment zurückzuführen. So ist der Anteil der Transaktionen in M&E-Start-ups seit 2005 von 35 auf über 60 Prozent gestiegen, während insbesondere der Anteil der Transaktionen im Telekommunikationssegment und in den Segmenten außerhalb der TIME-Industrie (Others) zurückging (siehe Abbildung 17). Letztere machten von 2002 bis 2005 mit bis zu über 50 Prozent noch den Hauptanteil der Industriesegmente der Portfoliounternehmen aus. Anders ausgedrückt: Der Zeitverlauf zeigt eine Verschiebung der CVC-Aktivitäten der TIME-Unternehmen von ‚white space businesses‘ zu vermehrten Investments in ‚core businesses‘ und ‚adjacent businesses‘. Dies bestätigt das kürzlich von Battistini et al. (2013) dokumentierte CVC-Investmentverhalten (siehe Kap. 3.1.4.4).

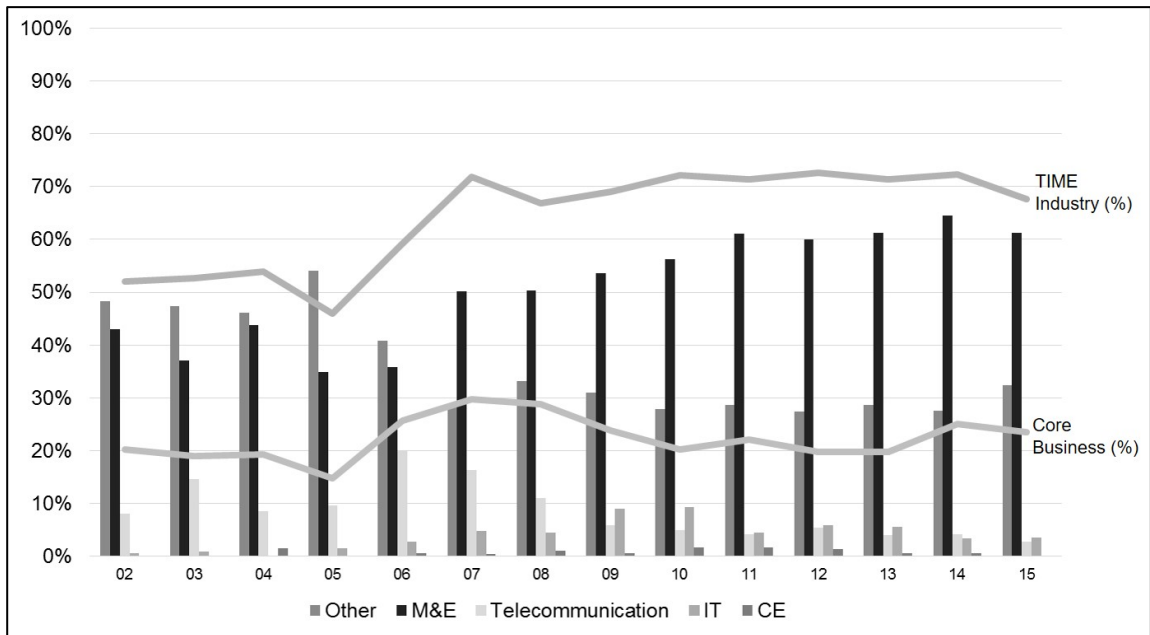


Abbildung 17: Zeitverlaufsbetrachtung des Industriefokus

Die Einzelbetrachtung der Branchen M&E, Telekommunikation und IT hinsichtlich ihrer jährlichen CVC-Aktivitäten bestätigt die zunehmende Bedeutung verwandter und kerngeschäftsnaher Investitionen zwischen 2005 und 2007 sowie die zunehmende Fokussierung der CVC-Aktivitäten aller Branchen auf das M&E-Segment. So tätigen seit 2009 die Unternehmen aller TIME-Segmente mindestens die Hälfte ihrer Transaktionen im M&E-Segment. Dabei beachten die Unternehmen der IT- und Telekommunikationsbranche zunehmend weniger Start-ups innerhalb ihres eigenen Kerngeschäftes. Zusätzlich haben die Telekommunikationsunternehmen Transaktionen in nichtverwandten Segmenten reduziert (2005: 58 %; 2015: 33 %). Die Unternehmen der IT-Branche haben hingegen ihre CVC-Aktivitäten zunehmend auf andere Segmente außerhalb der TIME-Industrie ausgeweitet (2006: 11 %; 2015: 27 %). Die zunehmenden CVC-Investitionen in nichtverwandte Geschäftsbereiche – in Verbindung mit dem hohen Anteil an CVC-Investments in internetbasierte Geschäftsmodelle – lassen die Vermutung zu, dass IT-Unternehmen ihre digitalen Kompetenzen und Ressourcen zunehmend nutzen wollen, um in weitere Industrien zu diversifizieren. Diese Annäherung der CVC-Aktivitäten zwischen IT- und Telekommunikationsunternehmen relativiert etwas die im Branchenvergleich festgestellten Unterschiede. Bestätigen lässt sich hingegen der Fokus der etablierten M&E-Unternehmen auf ihr eigenes Kernsegment. So sind seit 2006 jährlich mehr als die Hälfte aller Transaktionen in M&E-Start-ups getätigt worden (siehe Tabelle 35). Dies lässt vermuten, dass M&E-Unternehmen versuchen, durch CVC-Investments ihr

Kerngeschäft zu sichern und – hinsichtlich des Fokus auf internetbasierte Geschäftsmodelle – in die digitale Welt zu transformieren. Nichtsdestotrotz scheinen auch für M&E-Unternehmen in den letzten Jahren ‚white space businesses‘ ein wenig an Relevanz zu gewinnen.

Tabelle 35: Branchenvergleich des Industriefokus im Zeitverlauf

	M&E				Telekom				IT			
	M&E	Tele.	IT	Other	M&E	Tele.	IT	Other	M&E	Tele.	IT	Other
02	51	7	2	40	37	10	0	53	40	0	0	60
03	38	8	0	54	36	16	1	46	20	40	0	40
04	52	3	0	39	42	10	0	48	38	13	0	50
05	38	7	3	52	33	9	0	58	38	23	8	31
06	46	8	10	36	28	24	1	47	63	26	0	11
07	57	12	9	21	45	19	0	36	55	16	10	19
08	62	7	3	28	42	14	4	39	61	13	9	17
09	60	2	16	21	50	8	4	39	59	7	15	19
10	60	0	15	23	55	7	4	32	56	4	13	25
11	64	1	8	26	49	10	4	33	74	0	2	24
12	52	5	9	35	59	9	3	27	68	2	6	23
13	53	2	8	36	62	7	5	27	70	3	4	23
14	67	2	6	22	58	9	2	31	68	1	2	29
15	58	2	5	36	61	5	1	33	67	2	4	27
Total	57	4	7	25	48	11	2	38	66	4	5	25

Alle Angaben sind Prozentwerte der jeweiligen Jahresverteilung.

Regionaler Fokus

Innerhalb der Erhebungsgesamtheit dominiert der Anteil an CVC-Transaktionen in nordamerikanische Start-up-Unternehmen, wobei ein stetiger Rückgang der anteiligen Häufigkeitsverteilung von Transaktionen in nordamerikanische Portfoliounternehmen beobachtet werden kann. Entsprechend erhöht sich der Investmentanteil in Bezug auf andere World Sub Locations (siehe Abbildung 18). Die zunehmende Bedeutung von CVC-Märkten außerhalb Nordamerikas, primär Asien und Europa, bestätigte zuvor bereits eine industriübergreifende Studie zum VC-Verhalten etablierter Unternehmen (Bielsch et al., 2012, S. 9).

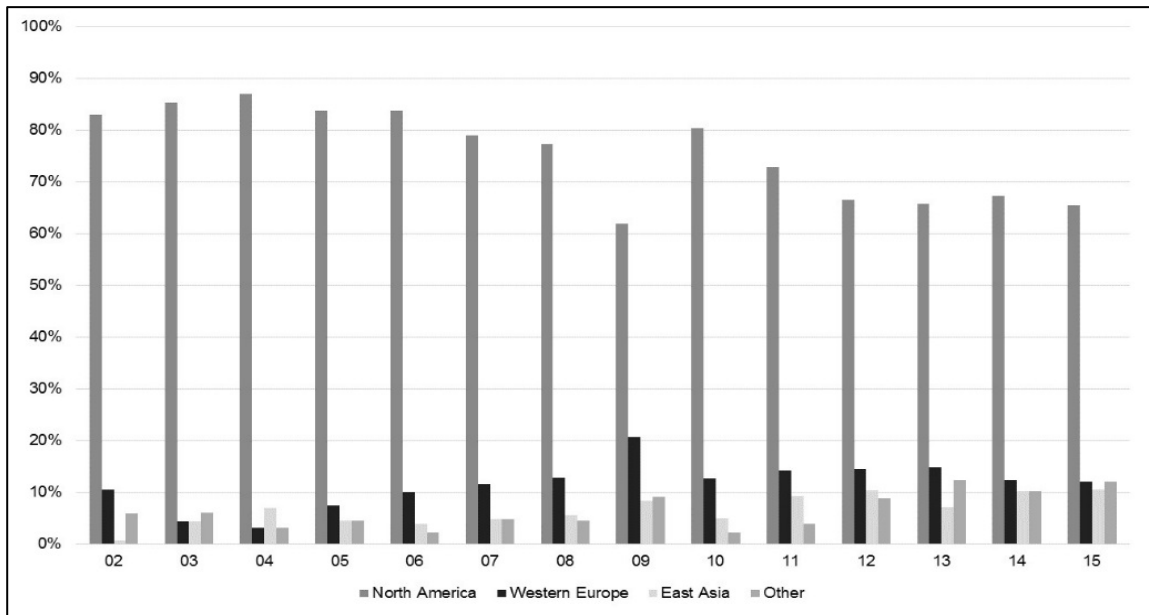


Abbildung 18: Zeitverlaufsbeobachtung des regionalen Fokus

Tabelle 36: Branchenvergleich des regionalen Investmentfokus im Zeitverlauf

	M&E				Telekom				IT			
	NA	WE	OA	R	NA	WE	OA	R	NA	WE	OA	R
02	88	7	0	5	85	10	1	3	40	40	0	20
03	92	0	4	4	85	5	4	6	80	0	20	0
04	84	10	3	3	88	1	8	3	88	0	13	0
05	86	7	7	0	82	9	2	7	85	0	15	0
06	87	13	0	0	83	11	3	4	79	5	16	0
07	69	24	3	4	86	8	2	5	77	0	19	3
08	78	16	3	3	77	15	2	6	74	0	26	0
09	51	40	5	5	65	19	6	10	63	0	22	15
10	75	25	0	0	80	12	4	4	85	4	10	0
11	60	31	5	4	73	14	8	5	81	1	15	3
12	53	36	6	5	70	12	5	13	72	2	19	7
13	50	30	5	14	64	16	5	15	81	0	12	7
14	57	30	6	7	76	9	3	12	68	0	20	11
15	63	23	10	4	63	9	6	21	66	4	16	14
Total	65	24	5	5	77	11	4	8	74	2	17	7

Legende: NA: Nordamerika; WE: Westeuropa; OA: Ostasien; R: Rest
 Alle Angaben sind Prozentwerte der jeweiligen Jahresverteilung.

Die für die gesamte Erhebungsgesamtheit dokumentierte Entwicklung bestätigt sich innerhalb der einzelnen TIME-Branchen. So nimmt in jeder TIME-Branche der Anteil der CVC-Investments im nordamerikanischen Raum ab; dennoch ist dieser immer noch mit Abstand der aktivste CVC-Markt (siehe Tabelle 36). Unterschiede zwischen den Branchen hinsichtlich der Anteile der Investments in Westeuropa (M&E-Branche) und Ostasien (IT-Branche) sind dabei auf die ungleiche regionale Verteilung der Konzernmütter zurückzuführen.

5.4.2.4 Zwischenfazit Zeitreihenbetrachtung

Die Analyse der CVC-Aktivitäten im Zeitverlauf zeigt die in den letzten Jahren zunehmende Bedeutung von Corporate Venture Capital für die Unternehmen der TIME-Industrie. Seit 2009 konnte insbesondere in den IT- und M&E-Branchen ein hohes jährliches Wachstum von 35 bzw. 20 Prozent festgestellt werden. Allerdings nahmen im selben Zeitraum auch in der Telekommunikationsbranche die CVC-Aktivitäten jährlich um elf Prozent zu. Des Weiteren bekräftigt die Zeitreihenbetrachtung den Einfluss wirtschaftlicher Faktoren wie der Finanzkrisen oder der allgemeinen Situation an den Kapitalmärkten. So befanden sich die CVC-Aktivitäten aller Branchen sowohl nach dem Platzen der Internetblase als auch nach der Finanzkrise auf einem Tiefpunkt.

Zusätzlich zum generellen Wachstum zeigt die Zeitverlaufsanalyse der Dimensionen des Investmentfokus einige Anpassungen („coupling & uncoupling mechanism“) in der Ausrichtung der CVC-Aktivitäten. Dabei wurden mehrere sowohl allgemeingültige wie auch branchenspezifische Anpassungen der CVC-Aktivitäten beobachtet. So konnten branchenübergreifende Änderungen innerhalb des Investmentfokus hinsichtlich einer stärkeren Konzentration auf internetbasierte B2C-Geschäftsmodelle von Start-ups in den früheren Finanzierungsphasen (Early-Stage-/Expansion-Phase) aufgedeckt werden. Des Weiteren zeigte sich in der Analyse, dass Beteiligungen an M&E-Start-ups in jedem Jahr branchenübergreifend das bedeutendste CVC-Industriesegment darstellen. In Kombination mit den zunehmenden CVC-Aktivitäten bestätigt der Zeitverlauf damit die hohe Anzahl an unternehmerischen Aktivitäten im Mediensektor (Hoag, 2008; Will et al., 2012; Will et al., 2016). Trotz dieser Gemeinsamkeiten können die in Kapitel 5.4.1 festgestellten branchenspezifischen Charakteristiken ebenso bestätigt werden. So investieren beispielsweise Telekommunikationsunternehmen jedes Jahr vergleichsweise überproportional in B2B- und nicht internetbasierte Geschäftsmodelle in der Later-Stage-Phase, während die M&E- und IT-Unternehmen durchgehend vergleichsweise frühere Finanzierungsphasen und internetbasierte B2C-Geschäftsmodelle bevorzugen. Die Branchenspezifika

hinsichtlich der vergangenen Paths, Positions und Processes des CVC-Drivetrains beeinflussen somit – trotz allgemeiner branchenübergreifender Entwicklungen – die Ausrichtung des CVC-Drivetrains.

Ausgehend von den Ergebnissen der Datenexploration, des Branchenvergleichs und der Zeitreihenanalyse wird im nachfolgenden Kapitel untersucht, ob branchenübergreifende Investmentansätze existieren. Hierzu wird auf das strukturentdeckende Data-Mining-Verfahren der Clusteranalyse zurückgegriffen. Im Anschluss wird die Verteilung der Investmentansätze innerhalb der einzelnen TIME-Segmente mittels einer Kontingenzanalyse überprüft.

5.4.3 Investmentansätze¹⁵⁰

Zur Identifizierung von Investmentansätzen innerhalb der TIME-Industrie wurde eine explorative, deterministische und objektorientierte Clusteranalyse durchgeführt. Die Clusteranalyse ist in der strategischen Managementforschung als Methode zur Identifizierung von strategischen Gruppen weit verbreitet (siehe Kap. 4.3). So haben bereits Siegel et al. (1988) das multivariate Verfahren der Clusteranalyse eingesetzt, um Unternehmen hinsichtlich des Commitments und der Organisationsstruktur von CVC-Aktivitäten in Gruppen zu unterteilen.

Bevor die identifizierten Cluster bzw. Investmentansätze beschrieben werden (Kap. 5.4.3.4), wird die technische Durchführung der Clusteranalyse inkl. Stabilitäts- (Kap. 5.4.3.1 und 5.4.3.2) und Modellprüfung (Kap. 5.4.3.3) vorgestellt. Abschließend werden die identifizierten Investmentansätze hinsichtlich ihrer Häufigkeitsverteilung in den TIME-Segmenten analysiert.

5.4.3.1 Technische Umsetzung

Nach Ketchen & Shook (1996) sind die kritischsten Punkte bei der technischen Umsetzung einer Clusteranalyse die Auswahl der Gruppierungsvariablen, die Bestimmung des Gruppierungsverfahrens, die Festlegung der Clusteranzahl und die Validierung der Clusterergebnisse (siehe Kap. 4.3). Dabei existieren für jede Entscheidung unterschiedliche Lösungsmöglichkeiten mit verschiedenen Vor- bzw. Nachteilen. Nachstehend werden die in der Arbeit

¹⁵⁰ Frühere Versionen der im Folgenden dargestellten Ergebnisse wurden auf der Jahreskonferenz der TIE (Technology, Innovation, Entrepreneurship) Kommission des Verbandes der Hochschullehrer für Betriebswirtschaft (VHB) 2016 in Kopenhagen und auf der Doctoral Summer School der European Media Management Association 2016 in Wilhelmshaven vorgestellt (Hasenpusch & Baumann, 2016). Des Weiteren wurden die Ergebnisse im International Journal on Media Management publiziert (Hasenpusch & Baumann, 2017). Ich danke den anonymen Reviewern, Editoren und Konferenzteilnehmern für ihre Kommentare und Anmerkungen. Die Anmerkungen haben mich in meiner gedanklichen Auseinandersetzung mit der Thematik vorangetrieben und zu einem besseren Verständnis der Untersuchungsergebnisse beigetragen.

getroffenen Entscheidungen entlang der einzelnen kritischen Punkte bei der Durchführung einer Clusteranalyse erläutert.

5.4.3.1.1 Variablenauswahl

Nach Bacher (2010, S. 467) sollen nur die dem Untersuchungsziel entsprechenden Variablen bzw. Variablengruppen zur Clusterbildung berücksichtigt werden. Ein CVC-Investmentansatz setzt sich in der Literatur aus den vier Kernelementen Industrie, Technologie, Entwicklungsphase und Region der Beteiligungsobjekte zusammen (Hülsebüsch & Haug, 2013, S. 263–265; Keil et al., 2004, S. 3–4; Poser, 2003, S. 119).¹⁵¹ Zur Erfassung der einzelnen Elemente finden sich in der vorliegenden Untersuchung verschiedene Variablen (siehe s. Kap. 5.2 und 5.3). Unter Berücksichtigung von Multikollinearität, Korrelationen und konstanten Ausprägungen wurden die in Tabelle 37 aufgelisteten clusterbildenden Variablen identifiziert.¹⁵²

Alle Variablen geben den prozentualen Anteil der getätigten Transaktionen eines Unternehmens bzgl. der Variablen wieder. Die clusterbildenden Variablen weisen sowohl niedrige Wertebereiche als auch eine hinreichende Standardabweichung auf und sind damit für eine clusteranalytische Untersuchung geeignet (Fromm, 2012, S. 193).¹⁵³ Aufgrund der unterschiedlichen Wertebereiche wurde eine Standardisierung bzw. z-Transformation zur Vermeidung der Über- oder Unterbetonung einzelner Variablen durchgeführt.¹⁵⁴

¹⁵¹ Siehe auch Kap. 3.1.4.4.

¹⁵² Zur Vereinfachung der Datenstruktur und zur Vermeidung von Multikollinearität bei der Clusteranalyse wurde zur Datenverdichtung – mit dem Ziel der umfassenden Datenreproduktion – eine explorative Faktorenanalyse (R-Type; Hauptkomponentenanalyse) in Anlehnung an die Empfehlungen von Backhaus et al. (2011), Cleff (2015) und Hair (1998) durchgeführt. Die Faktorenanalyse lieferte keine verwertbaren Ergebnisse, weshalb auf eine Beschreibung des Verfahrens verzichtet wird.

¹⁵³ Neben der vorgestellten Variablenauswahl wurden weitere Variablenkombinationen zur Clusterbildung durchgeführt. Die Clusterergebnisse unter Einbeziehung von z. B. der Transaktionsanzahl als clusterbildendes Element lieferten jedoch keine interpretierbaren und homogenen Ergebnisse. Zusätzlich wurde eine Hauptkomponentenanalyse durchgeführt um ggfs. Übergeordnete Faktoren zu identifizieren. Wie in Kap. 4.3 erwähnt, war die Hauptkomponentenanalyse nicht erfolgreich.

¹⁵⁴ Ein Nachteil der Standardisierung ist, dass die Unterschiede zwischen den einzelnen Unternehmen reduziert werden. Aufgrund der durch die Standardisierung vereinfachten Ergebnisinterpretation fiel die Entscheidung jedoch zugunsten der Standardisierung der Variablen.

Tabelle 37: Deskriptive Eigenschaften der clusterbildenden Variablen

Variable	N	Min	Max	M	SD	Invest.- Fokus
Kerngeschäft	68	0,00	1,00	0,33	0,29	Industrie
TIME	68	0,11	1,00	0,68	0,18	Industrie
Div.-Grad (Produkt)	68	0,00	0,84	0,43	0,18	Industrie
Ausmaß World Sub	68	0,00	1,00	0,31	0,34	Region
Div.-Grad (Geografie)	68	0,00	0,70	0,25	0,22	Region
Early-Stage	68	0,00	0,88	0,37	0,23	Entwicklung
Expansion	68	0,00	0,73	0,36	0,14	Entwicklung
Later-Stage	68	0,00	0,86	0,23	0,20	Entwicklung
Internet-related	68	0,09	1,00	0,86	0,17	Technologie
B2C	68	0,00	0,88	0,24	0,22	Technologie
B2B	68	0,00	0,94	0,49	0,24	Technologie

Die Variablenpaare B2Cx B2B und Early x Later korrelieren mit einem Wert von 0,77 bzw. 0,81¹⁵⁵

5.4.3.1.2 Auswahl des Clusteralgorithmus und Ausreißeranalyse

In vorherigen wissenschaftlichen Publikationen wird eine „two-step“-Clusteranalyse unter der Verwendung von hierarchischen und nichthierarchischen Algorithmen empfohlen (Ketchen & Shook, 1996; Ng et al., 2009). Der Empfehlung folgend, wurde zur Gruppierung der Objekte auf den Ward- und k-Means-Algorithmus zurückgegriffen. Die Kombination der beiden Algorithmen wurde in vielen Grundlagenstudien als besonders geeignet identifiziert, um natürliche Clusterstrukturen zu finden (Bortz & Schuster, 2010, S. 467; Hair, 1998, S. 498). Bei der Anwendung der beiden Verfahren ist als Proximitätsmaß die euklidische Distanz zu wählen. Des Weiteren ist zu berücksichtigen, dass beide Algorithmen sehr empfindlich auf das Auftreten von Ausreißern reagieren (Hair, 1998; Ketchen & Shook, 1996).

Zur Eliminierung von Ausreißern wurde das Single-Linkage-Verfahren angewendet.¹⁵⁶ Insgesamt konnten so drei Unternehmen als Ausreißer bzgl. der

¹⁵⁵ Gemäß Backhaus et al. (2011, S. 450) beeinflussen erst Korrelationswerte >0,9 die Clusterbildung und sind demnach von der Analyse auszuschließen.

¹⁵⁶ Ein Ausreißer wird als ein gemessener bzw. erhobener Wert definiert, der nicht den Erwartungen entspricht bzw. sich vom Rest der Erhebungsgesamtheit deutlich unterscheidet. Es können mehrere Ursachen für das Auftreten von Ausreißern identifiziert werden. So können zum einen verfahrenstechnische Fehler (z. B. durch eine fehlerhafte Codierung) und zum anderen erklärbare Ausreißer aufgrund von fehlerhaften Erhebungen (z. B. Berücksichtigung von Investments eines Unternehmens aus der Biotechnologiebranche) die Ursache darstellen. Siehe hierzu Reinboth (2007); Schendera (2007).

clusterbildenden Variablen identifiziert werden. Alle drei Unternehmen wurden – unter einer sprunghaften Erhöhung des Fusionierungskoeffizienten – in den letzten drei Fusionierungsschritten des Single-Linkage-Algorithmus zusammengefasst. Zusätzlich weisen die drei Unternehmen hinsichtlich der clusterbildenden Variablen überwiegende Minimal- und Maximalwerte auf und repräsentieren jeweils eine der Teilbranchen Consumer Electronics, IT und Media & Entertainment. Der Hauptfirmensitz der drei Unternehmen liegt entweder in Nordamerika oder Ostasien. Aufgrund der Eigenschaften kann sowohl ein generelles als auch ein branchen- oder regionenspezifisches Ausreißercluster ausgeschlossen werden (Fromm, 2012, S. 209–210). Die drei Unternehmen wurden aus der Untersuchung entfernt. Die Fallzahl reduziert sich auf 65 Unternehmen.

Neben der Identifizierung von Ausreißern kann anhand des Single-Linkage-Algorithmus in Verbindung mit der RUNT-Statistik von Hartigan & Mohanty (1992) überprüft werden, ob eine ‚natürliche‘ Clusterstruktur in den Daten vorliegt. Für die vorliegende Datenkonstellation ergibt sich ein RUNT-Wert von 18. Ausgehend von einem Signifikanzniveau von 95 Prozent und von einer Normalverteilung unter 50 Objekten liegt der kritische Wert für das Vorliegen einer Clusterstruktur bei zwölf (Hartigan & Mohanty, 1992, S. 66). Der RUNT-Test bestätigt somit das Vorliegen einer ‚natürlichen‘ Clusterstruktur.¹⁵⁷

5.4.3.1.3 Bestimmung der Clusteranzahl

Zur Bestimmung der Clusteranzahl wurden mehrere Verfahren wie der Test von Mojena, der Scree-Test, die Zunahme der Fehlerquadratsumme, das Dendogramm und der Calinski-Harabasz-Test herangezogen. Der Test von Mojena, die Zunahme der Fehlerquadratsumme und das Dendogramm empfehlen eine Lösung aus drei bis fünf Clustern. Der Scree-Test zeigt hingegen einen schwachen ‚Elbow‘ bei einer Drei-Clusterlösung und anhand des Varianz-Ratio-Kriteriums (VCR) von Calinski-Harabasz ist eine Sechs-Clusterlösung zu präferieren.¹⁵⁸ Die formale Eignung mehrerer Clusterlösungen ist charakteristisch für clusteranalytische Untersuchungen innerhalb der Sozial- und Wirtschaftswissenschaften (Bacher et al., 2010, S. 313).

¹⁵⁷ Anzumerken ist, dass der RUNT-Test nicht besonders mächtig ist. So gilt die Erfüllung zwar als Indiz für das Vorliegen einer ‚natürlichen‘ Clusterstruktur, die Nicht-Erfüllung jedoch gleichzeitig nicht als Indiz für deren Abwesenheit. Siehe Bacher et al. (2010, S. 253–255).

¹⁵⁸ Bei realen Daten fällt das Kriterium häufig monoton, weshalb empfohlen wird, die Clusteranzahl zu nehmen, bei der $(VRC_{k+1} - VRC_k) - (VRC_k - VRC_{k-1})$ mit k Clustern minimal wird (Lücken & Schimmelpfennig, 2015, S.53). Dem Ansatz wird auch in der vorliegenden Untersuchung gefolgt.

Zur Festlegung der optimalen Clusteranzahl wird empfohlen, die verschiedenen potentiellen Lösungen hinsichtlich ihrer Modellanpassung, Validität und Stabilität miteinander zu vergleichen. Aufgrund der nachgewiesenen hohen Güte des VCR-Kriteriums nach Calinski-Harabasz (Backhaus et al., 2011, S. 438)¹⁵⁹ und der generellen Zielsetzung, eine möglichst geringe Gruppenanzahl zu ermitteln, werden im weiteren Verlauf die Drei- und Sechs-Clusterlösungen bezüglich ihrer Modellanpassung, Interpretierbarkeit, Validität und Stabilität überprüft sowie verglichen (siehe Kap. 4.3). Auf eine Darstellung der Vier- und Fünf-Clusterlösung wird aus Gründen der Übersichtlichkeit verzichtet. Zusätzlich liefern die Berechnungen der Vier- und Fünf-Clusterlösung keinen Erkenntnisgewinn zur Beantwortung der Forschungsfragen der Arbeit. Der Vergleich verschiedener Clusterlösungen wird von Ketchen & Shook (1996, S. 453) auch als „within-triangulation“ bezeichnet.

5.4.3.2 Stabilitätsprüfung

Eine Clusterlösung sollte gegenüber geringfügigen Veränderungen an den Modellspezifikationen und der Datengrundlage stabil sein. Entsprechend erfordert eine Stabilitätsprüfung die Festlegung der durchgeführten Modifikationen sowie ein Kriterium zur Beurteilung der Stabilität (Bacher et al., 2010, S. 328).

In der vorliegenden Arbeit wird als Kriterium die Veränderung in der Objektzuordnung zwischen der ursprünglichen und der geänderten Clusterlösung betrachtet. Die Betrachtung der Objektzuordnung gilt als strengstes Stabilitätskriterium. Eine Maßzahl zur Erfassung der Objektzuordnung ist der RAND-Index, der ab einem Wert von 0,7 eine ausreichende Übereinstimmung und unter einem Wert von 0,5 keine Übereinstimmung zwischen den Clusterlösungen bescheinigt (Bacher et al., 2010, S. 272).¹⁶⁰

In Anlehnung an die bei Bacher et al. (2010, S. 328–330) genannten Prüfkategorien wurden Veränderungen an der Variablenauswahl (Entfernen der TIME-Variable), der Objektauswahl (Hinzufügen der Ausreißer, Entfernen von Objekten) und der Modellspezifikation (andere Clusteranalyseverfahren, k-Means ohne Startwerte) durchgeführt (siehe Tabelle 38).

¹⁵⁹ Die Einschätzung des VCR-Kriteriums von Calinski-Harabasz geht auf eine Monte-Carlo-Studie von Milligan & Cooper (1985) zurück.

¹⁶⁰ Der RAND-Index geht auf die Arbeit von Rand (1971) zurück. Der Index vergleicht die Clusterzuordnung von Objektpaaren und gibt die prozentuale Anzahl der übereinstimmenden Zuordnungen von Objektpaaren zwischen zwei Clusterlösungen wieder. Der RAND-Index gilt als eine der relevantesten Maßzahlen zur Stabilitätsprüfung (Bortz & Schuster, 2010, S. 466).

Tabelle 38: RAND-Indizes der 3- & 6-Clusterlösung

	3-Clusterlösung						6-Clusterlösung					
Veränderung der Variablenauswahl												
Entfernen d. TIME-Var.	0,976						0,974					
Veränderung der Objektauswahl												
Entfernen v. Objekten	0,937						0,727					
Hinzufügen Ausreißer	0,940						1,000					
Veränderung der Modellspezifikation												
Keine Startwerte	0,845						0,902					
Veränderung des Clusterverfahrens												
	K	Wa	C	M	A	Wi	K	Wa	C	M	A	Wi
K	1						1					
Wa	,955	1					,970	1				
C	,375	,371	1				,325	,319	1			
M	,359	,357	,970	1			,419	,404	,837	1		
A	,437	,430	,857	,827	1		,867	,836	,445	,495	1	
Wi	,785	,776	,387	,381	,397	1	,949	,923	,323	,416	,867	1

Legende: K: k-Means; Wa: Ward; C: Centroid; M: Median; A: Average; Wi: Within-Average

Die in Tabelle 38 dargestellten RAND-Indizes weisen bis auf einige Veränderungen hinsichtlich des Clusterverfahrens¹⁶¹ immer einen Wert über 0,7 auf und bescheinigen somit eine ausreichende Übereinstimmung zwischen der ursprünglichen und der modifizierten Clusterlösung. Ein Vergleich der Drei- und der Sechs-Clusterlösungen ergibt einen Wert von 0,823 und indiziert damit eine ebenfalls hohe Übereinstimmung hinsichtlich der Objektzuordnung

¹⁶¹ Beim Vergleich der verschiedenen Clusterverfahren sind die jeweiligen Fusionierungseigenschaften der Algorithmen zu berücksichtigen (Backhaus et al., 2011, S. 451). Des Weiteren lassen sich die geringen RAND-Indizes bei einigen Clusterverfahren durch die geringe Fallzahl von 65 Unternehmen erklären.

zwischen den beiden Gruppen. Zusätzlich zeigt sich bei einer schrittweisen Erhöhung der Clusteranzahl von drei auf sechs Cluster, dass sich fast immer exakt ein Cluster in zwei neue Gruppen aufteilt (siehe Abbildung 19). Insgesamt ist sowohl die Drei- als auch die Sechs-Clusterlösung als stabil einzustufen.

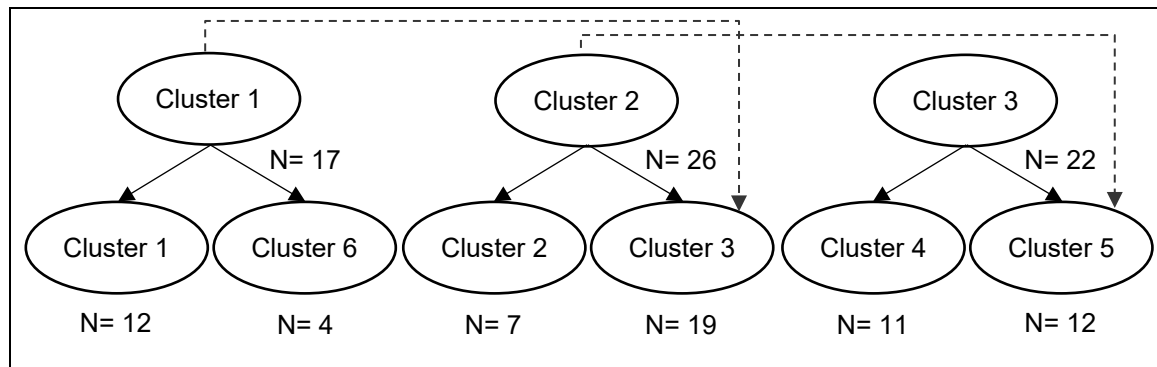


Abbildung 19: Fallzuordnung der Drei- & Sechs-Clusterlösung

5.4.3.3 Prüfung der Modellanpassung

Der Fokus der Modellprüfung liegt auf den Kriterien Homogenität, Isolation und Datenanpassung bei einer möglichst geringen Cluster- und einer hohen Fallzahl (Bacher et al., 2010, S. 27).¹⁶² Zur Prüfung der Homogenität innerhalb der Cluster, der Isolation einzelner Cluster und der Angepasstheit der Clusterlösung an die Datengrundlage werden verschiedene Maßzahlen wie etwa F-Werte, Standardabweichung und Mittelwerte der einzelnen Cluster berechnet und verglichen. Des Weiteren wird die ‚Analysis of Variance‘ (ANOVA) herangezogen und eine Diskriminanzanalyse zur Ermittlung des Beitrages jeder clusterbildenden Variablen zur Clusterlösung durchgeführt.

5.4.3.3.1 Prüfung der diskriminatorischen Bedeutung der clusterbildenden Variablen

Die F-Werte und der Signifikanzwert der ANOVA-Tabelle für die Drei- und Sechs-Clusterlösung zeigen, dass alle clusterbildenden Variablen zur Gruppentrennung beitragen (siehe Tabelle 39). Da die Signifikanzniveaus nicht korrigiert werden, geben sie jedoch noch keinen Hinweis darauf, ob sich die Variablen signifikant zwischen allen Clustern unterscheiden bzw. wie hoch die diskriminatorische Bedeutung jeder Variable ist.

¹⁶² Die Modellprüfung testet, inwieweit die ersten drei Kriterien für eine gute Clusterlösung erfüllt sind (Homogenität, Isolation, Interpretierbarkeit). Siehe hierzu auch Kapitel 4.3.

Zur Ermittlung der diskriminatorischen Bedeutung einer Variablen wird deshalb eine Diskriminanzanalyse durchgeführt. Die mittleren Diskriminanzkoeffizienten (\bar{b}) geben an, wie stark eine Variable zur Gruppenbildung beigetragen hat. Für die Drei- und Sechs-Clusterlösung zeigt sich, dass alle Variablen – entsprechend den Signifikanzwerten der ANOVA – einen relevanten Beitrag zur Isolation der Gruppen leisten. Bei der Drei-Clusterlösung erfolgt die Gruppentrennung am stärksten durch die Unterschiede hinsichtlich der Variablen ‚Ausmaß World Sub Location‘, ‚Early-Stage‘ und ‚B2B‘ bzw. am schwächsten hinsichtlich der Variablen ‚B2C‘, ‚TIME‘ und ‚Internet-related‘. Bei der Sechs-Clusterlösung erfolgt die Gruppentrennung am stärksten durch die Variablen ‚Diversifikationsgrad (Geografie)‘, ‚Ausmaß World Sub Location‘ und ‚Early-Stage‘ bzw. am schwächsten durch die Variablen ‚Internet-related‘, ‚Expansion‘ und ‚B2B‘.

Zusammenfassend ist festzustellen, dass die Gruppentrennung beider Clusterlösungen am stärksten durch die geografischen Variablen beeinflusst ist. Eine identische oder ähnliche Reihenfolge zwischen den beiden Clusterlösungen bezüglich der diskriminatorischen Bedeutung der übrigen Variablen kann nicht ermittelt werden.

Tabelle 39: Diskriminatorische Bedeutung der Variablen der 3- & 6-Clusterlösung

Cluster	3-Clusterlösung			6-Clusterlösung		
	F-Wert	Sig.	\bar{b}	F-Wert	Sig.	\bar{b}
Kerngeschäft	11	0,00	,196	8	0,00	,295
TIME	9	0,00	,145	8	0,00	,260
Div.-Grad (Produkt)	13	0,00	,195	14	0,00	,246
Ausmaß World Sub	12	0,00	,389	14	0,00	,346
Div.-Grad (Geografie)	15	0,00	,237	17	0,00	,378
Early-Stage	18	0,00	,385	19	0,00	,331
Expansion	41	0,00	,252	8	0,00	,206
Later-Stage	11	0,00	,224	19	0,00	,256
Internet-related	27	0,00	,231	8	0,00	,198
B2C	22	0,00	,109	20	0,00	,289
B2B	36	0,00	,330	19	0,00	,213

\bar{b} : Mittlere Diskriminanzkoeffizienten

5.4.3.3.2 Prüfung der Homogenität und Isolation

Ein Kriterium zur Homogenitätsbewertung der einzelnen Cluster bietet der als F-Wert bezeichnete Quotient aus der Varianz einer Variablen innerhalb einer Gruppe und der Varianz der Variablen in der Erhebungsgesamtheit. Da-

bei gilt: Je kleiner ein F-Wert ist, desto geringer ist die Streuung der betrachteten Variable im Vergleich zur Erhebungsgesamtheit. Ein F-Wert größer eins besagt, dass die Streuung innerhalb des Clusters größer ist als in der Erhebungsgesamtheit. Mit dem Ziel der Clusteranalyse, möglichst homogene Cluster zu bilden, sollte die Streuung der Variablen innerhalb der einzelnen Cluster mindestens der Streuung der Erhebungsgesamtheit entsprechen (F-Wert ≤ 1).

Die F-Wert-Analyse der Drei- und Sechs-Clusterlösung zeigt, dass keine der beiden Clusterlösungen ausschließlich homogene Cluster bezüglich aller clusterbildenden Variablen hervorbringt. So ist bei der Drei-Clusterlösung das erste Cluster hinsichtlich der Variablen ‚Kerngeschäft‘, ‚TIME‘ und ‚B2C‘ sowie das dritte Cluster hinsichtlich der Variablen ‚Internet-related‘ heterogener als die Erhebungsgesamtheit. Bei der Sechs-Clusterlösung ist das erste Cluster bezüglich der Variablen ‚Kerngeschäft‘, das vierte Cluster hinsichtlich der Variablen ‚Internet-related‘ und ‚Ausmaß World Sub Location‘ sowie das sechste Cluster hinsichtlich der Variablen ‚TIME‘ heterogener als die Erhebungsgesamtheit. Das Homogenitätsprinzip der Clusteranalyse ist somit bei beiden Clusterlösungen nur eingeschränkt erfüllt (siehe Tabelle 40).

Tabelle 40: F-Werte der 3- & 6- Clusterlösung

Cluster	3 Clusterlösung			6-Clusterlösung					
	1	2	3	1	2	3	4	5	6
N	17	26	22	12	7	19	11	12	4
Kerngeschäft	<u>1,3</u>	0,8	0,4	1,6	0,1	0,7	0,5	0,1	0,4
TIME (%)	<u>1,2</u>	0,5	0,7	1,0	0,1	0,3	0,9	0,7	1,4
Div.-Grad (Produkt)	0,9	0,9	0,4	0,6	0,6	0,6	0,2	0,6	0,2
Ausmaß World Sub	0,6	0,4	1,3	0,4	0,1	0,0	1,5	0,7	0,4
Div.-Grad (Geografie)	1,0	0,4	0,8	0,3	0,6	0,2	0,4	0,7	0,9
Early-Stage	0,4	0,6	0,3	0,4	0,6	0,7	0,2	0,2	0,1
Expansion	0,9	0,9	0,5	0,8	0,8	0,6	0,5	0,4	1,5
Later-Stage	0,1	0,8	0,7	0,1	0,3	0,8	0,3	0,4	0,1
Internet-related	0,2	0,3	<u>1,4</u>	0,3	0,2	0,3	1,8	1,0	0,0
B2C	<u>1,2</u>	0,5	0,3	0,7	0,6	0,5	0,0	0,3	0,5
B2B	0,4	0,5	0,5	0,4	0,6	0,5	0,3	0,5	0,1
Anzahl F-Werte >1	3	0	2	1	0	0	2	1	1

Ergänzend zur F-Wert-Analyse bietet der Vergleich der Mittelwerte und Standardabweichungen der jeweiligen Cluster mit der Erhebungsgesamtheit eine weitere Prüfung der Homogenität innerhalb und der Heterogenität zwischen den Clustern (Isolationskriterium). Bei der Drei-Clusterlösung ist die Standardabweichung insgesamt bei 15 Prozent und bei der Sechs-Clusterlösung

bei zwölf Prozent der Variablen größer als in der Erhebungsgesamtheit. Die Mittelwerte zwischen den Clustern unterscheiden sich insgesamt bei 18 Prozent (3-Clusterlösung) bzw. bei 25 Prozent (6-Clusterlösung) der clusterbildenden Variablen um weniger als 0,1 von der Erhebungsgesamtheit. Die Betrachtung der Standardabweichungen und Mittelwerte der clusterbildenden Variablen zeigt somit, dass – zusätzlich zum Homogenitätskriterium – auch das Isolationskriterium nicht vollständig erfüllt ist. Des Weiteren nimmt aufgrund höherer Standardabweichungen und sich annähernder Mittelwerte mit steigender Clusteranzahl die Interpretierbarkeit der Clusterlösung ab.

5.4.3.3 Prüfung der Interpretierbarkeit

Zur abschließenden Bewertung der Clusterlösungen wird ein Vergleich der signifikanten Unterschiede hinsichtlich der clusterbildenden und der clusterbeschreibenden Variablen zwischen der Drei- und der Sechs-Clusterlösung durchgeführt (siehe Tabelle 41).¹⁶³ Bei der Drei-Clusterlösung liegen die meisten signifikanten Unterschiede zwischen den Clustern eins und zwei, gefolgt von Cluster eins und drei. Am wenigsten signifikante Unterschiede bestehen zwischen den CVC-Aktivitäten der Unternehmen in den Clustern zwei und drei.

Die Betrachtung der Anzahl an signifikanten Unterschieden bei der Sechs-Clusterlösung zeigt, dass sich die jeweils aus einem Cluster der Drei-Clusterlösung entstandenen Cluster kaum voneinander unterscheiden. So besteht zwischen Cluster zwei und Cluster drei kein signifikanter Unterschied, zwischen Cluster eins und Cluster sechs nur ein signifikanter Unterschied und zwischen Cluster vier und Cluster fünf lediglich zwei signifikante Unterschiede. Eine Abgrenzung der jeweiligen ‚Clusterpaare‘ ist somit nur begrenzt möglich und erschwert die Interpretierbarkeit der Sechs-Clusterlösung.

¹⁶³ Als Testverfahren wurde wie zuvor das Kruskal-Wallis Testverfahren gewählt.

Tabelle 41: Signifikante Unterschiede zwischen der 3- & 6-Clusterlösung

3-Clusterlösung						
	Cluster 1	Cluster 2	Cluster 3			
Cluster 1	-	28	21			
Cluster 2	8	-	16			
Cluster 3	6	8	-			

6-Clusterlösung						
	Cluster 1	Cluster 2	Cluster 3	Cluster 4	Cluster 5	Cluster 6
Cluster 1	-	9	20	17	13	1
Cluster 2	5	-	0	8	5	5
Cluster 3	6	0	-	9	5	5
Cluster 4	6	5	6	-	2	6
Cluster 5	5	5	2	1	-	3
Cluster 6	1	4	3	5	3	-

Die untere Diagonalmatrix gibt die Häufigkeiten aller signifikanter Unterschiede zwischen den clusterbildenden Variablen an. Die obere Diagonalmatrix gibt die Häufigkeiten hinsichtlich aller untersuchten Variablen an.

Während der Vergleich zwischen den beiden Clusterlösungen hinsichtlich der Stabilität keine eindeutig zu bevorzugende Clusterlösung hervorbrachte, ist aufgrund der Modellprüfung die Drei-Clusterlösung zu präferieren. So besitzt die Drei-Clusterlösung weniger Überschneidungen hinsichtlich der Mittelwerte bzw. mehr signifikante Unterschiede zwischen den Clustern und erfüllt die Kriterien, möglichst wenige und große Cluster zu bilden. Insgesamt erfüllt die Drei-Clusterlösung somit die in Kapitel 4.3 aufgelisteten Kriterien einer guten Clusterlösung besser als die Sechs-Clusterlösung. Trotz der nicht vollkommenen Homogenität und Isolation der jeweiligen Cluster und unter Berücksichtigung der für clusteranalytische Untersuchungen relativ geringen Fallzahl wird angesichts des positiven Ergebnisses der RUNT-Statistik die Anpassung an die Datengrundlage als ausreichend bzw. erfolgreich bewertet. Eine gute Modellanpassung ist eine notwendige Voraussetzung für die nachfolgende Beschreibung und inhaltliche Interpretation der Clusterlösung (Bacher et al., 2010, S. 27).

5.4.3.4 Beschreibung der einzelnen Cluster

Die Beschreibung der einzelnen Cluster der Drei-Clusterlösung erfolgt anhand der F-Werte, der arithmetischen Mittel und der t-Werte. Ein t-Wert gibt an, inwieweit eine Variable des Clusters im Vergleich zur Erhebungsgesamtheit unter- bzw. überrepräsentiert ist. Dabei besagt ein negativer t-Wert, dass

eine Variable in einem Cluster im Vergleich zur Erhebungsgesamtheit unterrepräsentiert ist. Im Gegensatz dazu zeigt ein positiver Wert eine Überrepräsentierung.¹⁶⁴ Neben den Berechnungen für die Variablen des Investmentfokus (Industrie, Region, Technologie, Finanzierungsphase) wurden – zur Identifizierung weiterer Unterschiede – die F- und t-Werte für alle anderen metrisch skalierten Variablen ermittelt. Abschließend wurden die Unterschiede zwischen den Clustern bzgl. der einzelnen Variablen mittels eines Kruskal-Wallis-Tests auf Signifikanz überprüft. Eine Auflistung der ‚aussagekräftigsten‘ Variablen inkl. der Ergebnisse der Signifikanztests ist in Tabelle 42 zusammengefasst. Eine vollständige Auflistung aller Variablen je Cluster findet sich in Anhang VI.

Tabelle 42: F-, t- und Mittelwerte der Clusterlösung

	Aggressive			Attentive			Dispersive			Sig	Paar ^{2,3}
	F	t ¹	M	F	t	M	F	t	M		
Clusterbildende Variable											
Div.-Grad (Produkt)*	,9	o	,49	,9	-	,31	,4	+	,53	,000	1-2***; 2-3***
Kerngeschäft*	1,3	o	,35	,8	+	,49	,4	-	,16	,001	2-3***
TIME Industrie*	1,2	o	,67	,5	+	,78	,7	-	,59	,000	2-3***
Div.-Grad (Geo.)*	1,0	+	,40	,4	-	,12	,8	o	,32	,000	1-2***; 2-3***
Ausmaß World Sub Location*	,6	o	,36	,4	-	,11	1,3	+	,51	,000	1-2***; 2-3***
Early-Stage*	,4	+++	,64	,6	o	,36	,3	-	,22	,000	1-3***; 1-2***; 2-3*
Expansion*	,9	-	,25	,9	o	,41	,5	o	,38	,000	1-2***; 1-3***
Later-Stage*	,1	---	,05	,8	o	,20	,7	+	,37	,000	1-2***; 1-3***; 2-3***
Internet-related*	,2	++	,95	,3	+	,93	1,4	-	,77	,000	1-3***; 2-3***

¹⁶⁴ In der Literatur werden zwei Verfahren zur Berechnung der t-Werte beschrieben. Backhaus et al. (2011) berücksichtigen zur Berechnung der t-Werte die Standardabweichung der jeweiligen Variablen in der Erhebungsgesamtheit, während Bacher et al. (2010) sowie Schendera (2010) die Standardabweichung der Variablen in dem jeweiligen Cluster berücksichtigen. Letzteres hat den Vorteil, dass nur die Streuung des Clusters, nicht aber die Gesamtstandardabweichung sowie die Varianzen der anderen Cluster mit in die Testung eingehen. Aufgrund der Vorteile wird der Berechnung von Schendera und Bacher et al. gefolgt.

	Aggressive			Attentive			Dispersive			Sig	Paar ^{2,3}
	F	t ¹	M	F	t	M	F	t	M		
B2C*	1,2	+	,46	,5	o	,20	,3	-	,11	,000	1-2***; 1-3***
B2B*	,4	---	,20	,5	o	,54	,5	+	,64	,000	1-2***; 1-3***
Clusterbeschreibende Variablen											
Ø-Transak./Investitionsjahr.	2,2	o	6,6	,3	o	3,8	,8	o	5,6	,159	-
Eig. Rechtspers. (N)	1,5	o	1,5	0,7	o	0,7	0,6	o	0,7	,011	1-2***
Ohne Rechtspers. (N)	0,2	---	0,1	1,0	o	0,8	1,2	o	0,8	,002	1-2***; 1-3***
Eig. Rechtspers. (n)	,3	++	,94	1,1	o	,54	1,0	o	,59	,002	1-2***; 1-3**
Ohne Rechtspers. (n)	,3	--	,06	1,1	o	,46	1,0	o	,41	,002	1-2***; 1-3**
New Invest.	,6	+	,81	,8	o	,67	1,1	o	,62	,002	1-2**; 1-3***
Follow-on Invest.	,6	-	,19	,8	o	,33	1,1	o	,38	,002	1-2**; 1-3***
Invest.-Runde	,1	---	1,84	,7	o	3,21	,6	+	3,93	,000	1-2***; 1-3**
Ø-Alter PU	,4	--	31	,9	o	49	,6	+	54	,000	1-2***; 1-3***

¹ Zur besseren Übersicht und vereinfachten Interpretation wurde die t-Werte wie folgt zusammengefasst: ---: $t < -1,5$; --: $t < -1$; -: $t < -0,5$; o: $-0,5-0,5$; +: $t > 0,5$; ++: $t > 1$; +++: $t > 1,5$

² Zur Korrektur des α -Fehlers beim Paarvergleich wird die Bonferroni-Korrektur verwendet

³ Es werden nur signifikante Paarungen angegeben: $p < 0.1^*$, $p < 0.05^*$, $p < 0.01^{***}$

5.4.3.4.1 Aggressive Investment Approach (Cluster 1)

Das erste Cluster umfasst insgesamt 17 Unternehmen, die überwiegend aus den TIME-Branchen M&E (53 %) und IT (41 %) stammen. Davon haben die meisten der Unternehmen ihren Hauptsitz in Ostasien (35 %), Westeuropa (35 %) oder Nordamerika (18 %).

Hinsichtlich des Investmentansatzes konzentrieren sich die Unternehmen des Clusters überwiegend auf Start-ups in der Early-Stage-Phase (64 %) mit einem internetbasierten (95 %) und endkundenorientierten (46 %) Geschäftsmodell. Entsprechend dem Fokus auf der Frühphasenfinanzierung sind Transaktionen in Start-ups in der Later-Stage- und Expansion-Phase stark bzw.

leicht unterrepräsentiert. Die Konzentration der CVC-Aktivitäten auf besonders junge Unternehmen wird weiterhin durch die starke Unterrepräsentierung der Variablen „Ø-Investmentrunde“ und „Ø-Alter des PU“ unterstützt. So sind die Start-up-Unternehmen zum Zeitpunkt der Transaktion im Durchschnitt 31 Monate jung und es ist meist die erste bzw. zweite Investitionsrunde für das jeweilige Start-up-Unternehmen. Konsequenterweise handelt es sich bei den Transaktionen primär um erstmalige Investitionen der Unternehmen in das jeweilige Start-up (New Investments: 81 %). Hinsichtlich des Industriefokus zeigen sich keine Abweichungen von der Erhebungsgesamtheit bzgl. der Kerngeschäfts- bzw. TIME-Investments. Die Anteile der Kerngeschäftsaktivitäten und der Aktivitäten im TIME-Konvergenzbereich sind dabei allerdings innerhalb des Clusters heterogener als in der Erhebungsgesamtheit. Damit sind die Werte nur bedingt für eine Verallgemeinerung der CVC-Aktivitäten der Unternehmen innerhalb des Clusters geeignet.

Zur Durchführung der Transaktionen haben die Mutterkonzerne des Clusters überwiegend eigene Rechtspersönlichkeiten gegründet. Diese sind für insgesamt rund 94 Prozent der getätigten Transaktionen innerhalb des Clusters verantwortlich. Im Vergleich zu den anderen beiden Clustern tätigten – mit 7 Transaktionen pro Investmentjahr – die Unternehmen des Clusters durchschnittlich die meisten Transaktionen. Die durchschnittliche aktive Lebensdauer der Fonds der Unternehmen ist mit knapp über fünf Jahren jedoch nur halb so lang wie in der Erhebungsgesamtheit. Die CVC-Aktivitäten der Clusterunternehmen scheinen sich somit noch in der Aufbauphase zu befinden. Dementsprechend sind die Portfoliogröße und das bisher investierte Fondsvolumen unterrepräsentiert. Aufgrund der hohen Anzahl an Transaktionen und des Übergewichts an eigenständigen CVC-Rechtspersönlichkeiten wird den Unternehmen ein hohes Commitment zu Corporate Venture Capital unterstellt.

Insgesamt zeigt der Fokus auf jungen Start-up-Unternehmen mit einem internetbasierten Geschäftsmodell, dass die etablierten Unternehmen des Clusters ein hohes, aber kalkulierbares Risiko eingehen, um die digitale Entwicklung der TIME-Industrie aktiv mitzugestalten. Daher – und wegen des hohen Commitments zu Corporate Venture Capital – wird der CVC-Investmentansatz als offensiv bzw. aggressiv bezeichnet.

5.4.3.4.2 Attentive Investment Approach (Cluster 2)

Das zweite Cluster ist mit 26 Unternehmen das größte Cluster der Untersuchung. Die meisten Unternehmen stammen aus der M&E- (69 %) bzw. Telekommunikationsbranche (23 %) und haben ihr Headquarter in Nordamerika (92 %).

Die CVC-Investments der Clusterunternehmen erfolgen überwiegend in das eigene Kerngeschäft bzw. den TIME-Sektor. Dementsprechend sind Investitionen in andere Industriebereiche mit einem durchschnittlichen Transaktionsanteil von 22 Prozent unterrepräsentiert. Des Weiteren investierten die Unternehmen primär in Start-ups mit einem internetbasierten Geschäftsmodell innerhalb ihrer eigenen World Sub Location. In anderen Worten: Die Unternehmen sind wachsam gegenüber digitalen Entwicklungen in ihrem direkten industriellen und regionalen Umfeld. Der beobachtende Charakter der CVC-Aktivitäten wird durch die niedrige Transaktionsanzahl pro Jahr und den vergleichsweise hohen Anteil der internen CVC-Geschäftsabteilungen unterstützt. So scheinen die Unternehmen bereit zu sein, bei einem ausreichenden strategischen Fit zu investieren, ohne jedoch einen breitangelegten und intensiven Investmentansatz zu verfolgen. In Kombination mit dem fast ausgeglichenen Verhältnis zwischen Transaktionen durch Geschäftsabteilungen und eigenständige Rechtspersonlichkeiten zeigen die Unternehmen somit ein moderates Commitment zu Corporate Venture Capital.

Zusammenfassend offenbaren die Unternehmen des zweiten Clusters ein eher beobachtendes, zurückhaltendes und risikoaverses CVC-Investmentverhalten. Die Unternehmen scheinen primär in ihrem lokalen geografischen Unternehmensumfeld nach Optionen zur Digitalisierung ihres eigenen Kerngeschäftes zu suchen bzw. die sich bietenden Möglichkeiten zu ergreifen. Zu berücksichtigen ist, dass neben der Überrepräsentierung von Start-ups aus dem nordamerikanischen Raum auch circa 92 Prozent der Konzernmütter des Clusters aus Nordamerika stammen. Mit Nordamerika bzw. den USA als größtem Private-Equity-Markt ist aus den Daten nicht ersichtlich, ob das Investitionsverhalten durch eine bewusst lokale Fokussierung, durch die Vielzahl an lokalen Investmentoptionen oder durch beides getrieben ist. Dennoch wird – aufgrund der Aufmerksamkeit gegenüber digitalen Entwicklungen im regionalen und industriellen Umfeld der Unternehmung – der Investmentansatz als wachsam (engl. attentive) gegenüber technologischen Entwicklungen und neuen Marktteilnehmern im Kerngeschäft bezeichnet.

5.4.3.4.3 Dispersive Investment Approach (Cluster 3)

Mit insgesamt 22 Unternehmen ist das letzte der drei Cluster das zweitgrößte Cluster der Untersuchung. Die Unternehmen des Clusters stammen aus der Telekommunikations (59 %)-, Consumer-Electronics (18 %)-, M&E (18 %)- und IT-Branche (5 %) und haben ihren Hauptfirmensitz in Nordamerika (50 %), Westeuropa (27 %), Ostasien (18 %) oder einer anderen Region (5 %).

Die meisten Unternehmen des Clusters ignorieren Start-up-Unternehmen innerhalb ihrer eigenen Kerngeschäftsaktivitäten und gehen überwiegend Beteiligungen mit Start-ups außerhalb der eigenen World Sub Location ein. Zusätzlich zu den überregionalen Beteiligungen zeichnen sich die Portfolios der Unternehmen durch eine heterogene Industriestruktur aus. So sind Investments in Start-ups aus anderen Industriesegmenten mit 41 Prozent überrepräsentiert. Des Weiteren sind die CVC-Aktivitäten der Unternehmen des Clusters stärker auf bereits etablierte Start-ups (Later-Stage) mit einem B2B-Geschäftsmodell ausgerichtet. Übereinstimmend sind die Variablen ‚Ø-Investmentrunde‘ (3,93) und ‚Ø-Alter der Portfoliounternehmen‘ (54 Monate) über bzw. Investitionen in Start-ups in einer frühen Entwicklungsphase (Early-Stage: 22 %) unterrepräsentiert. Einhergehend mit dem Later-Stage-Fokus ist auch die durchschnittliche Haltedauer von Portfoliounternehmen mit 3,7 Jahren höher als in der Erhebungsgesamtheit. Abschließend sind im Vergleich zur Erhebungsgesamtheit trotz eines Mittelwertes von 77 Prozent die CVC-Aktivitäten bei internetbasierten Geschäftsmodellen unterrepräsentiert. Aufgrund des hohen industriellen Diversifikationsgrades der Clusterunternehmen wird der Investmentansatz als breitstreuend (engl. dispersive) bezeichnet.

Insgesamt war die Clusteranalyse bezüglich der Identifizierung von drei distinkten Investmentansätzen innerhalb der TIME-Industrie erfolgreich. So konnten anhand der Transaktionsdaten die drei Investorentypen ‚aggressive‘, ‚attentive‘ und ‚dispersive‘ ermittelt werden. Die Beschreibung der einzelnen Cluster zeigt jedoch, dass – aufgrund der unausgewogenen Erhebungsgesamtheit (siehe Kap. 5.3.2) – Telekommunikations- und M&E-Unternehmen jeden Investorentypus dominieren. Übereinstimmend stammen mehr als 50 Prozent der Unternehmen innerhalb jedes Clusters aus der Telekommunikations- oder M&E-Branche. Unabhängig von der Dominanz der beiden Branchen lassen die prozentualen Anteile der TIME-Segmente innerhalb der einzelnen Cluster jedoch bereits branchenspezifische Präferenzen vermuten. Die branchenspezifische Analyse der Investmentansätze ist Gegenstand des nachfolgenden Kapitelabschnittes.

5.4.3.5 Branchenspezifische Betrachtung der Clusterergebnisse

Zur Analyse der Häufigkeitsverteilung der drei identifizierten und distinkten Investmentansätze wird eine Kontingenzanalyse durchgeführt.¹⁶⁵ Die Kontingenztafel zeigt, dass Unternehmungen der M&E-Branche überproportional

¹⁶⁵ Die Analyse mittels Kontingenztafel hat sich bereits in vorherigen Arbeiten zur Analyse von Unterschieden zwischen den einzelnen TIME-Sektoren als erfolgreich herausgestellt. Siehe beispielsweise Wulf & Zarnekow (2011, S. 281).

den ‚attentive‘-Investmentansatz präferieren, während Telekommunikationsunternehmen primär den ‚dispersive‘-Ansatz verfolgen (siehe Tabelle 43). Im Gegensatz dazu verfolgen 80 Prozent der IT-Unternehmen den ‚aggressive‘-Investmentansatz. Allerdings finden sich auch 29 Prozent der M&E-Unternehmen im ‚aggressive‘-Cluster wieder. Insgesamt verfolgt mehr als die Hälfte aller Unternehmen einer TIME-Branche einen der drei distinkten Investmentansätze, wobei die Verteilung die zuvor im Branchenvergleich und Zeitverlauf identifizierten Unterschiede widerspiegelt. Die Kontingenzanalyse bestätigt somit die Existenz branchenabhängiger CVC-Investmentansätze in hochdynamischen und konvergierenden Unternehmensumwelten.

Tabelle 43: Kontingenztafel der Clusterlösung x Branchenklassifizierung

TIME-Industrie		Aggressive	Attentive	Dispersive	Total
M&E	N	9	18	4	31
	Erwartete N	8,1	12,4	10,5	31
	Innerhalb von M&E (%)	29	58	13	100
	Innerhalb von Cluster (%)	53	69	18	-
	Standardisierte Residuen	0,3	1,6	-2,0	-
Telekom	N	1	6	13	20
	Erwartete N	5,2	8,0	6,8	20
	Innerhalb von Telekom (%)	5	30	65	100
	Innerhalb von Cluster (%)	6	23	59	-
	Standardisierte Residuen	-1,8	-0,7	2,4	-
IT	N	7	1	1	9
	Erwartete N	2,4	3,6	3,0	9
	Innerhalb von IT (%)	78	11	11	100
	Innerhalb von Cluster (%)	41	4	5	-
	Standardisierte Residuen	3,0	-1,4	-1,2	-
CE	N	0	1	4	5
	Erwartete N	1,3	2,0	1,7	5
	Innerhalb von CE (%)	0	20	80	100
	Innerhalb von Cluster (%)	0	4	18	-
	Standardisierte Residuen	-1,1	-0,7	1,8	-
Total	N	17	26	22	65
	prozentuale Verteilung	26	40	34	100

Neben den beschriebenen branchenspezifischen Effekten zeigen sich in den Daten regionale Unterschiede bzgl. der CVC-Investmentansätze. So verfolgen westeuropäische und ostasiatische Unternehmen überproportional einen

‚aggressive‘-Investmentansatz, während nordamerikanische Unternehmen den ‚attentive‘-Ansatz bevorzugen. Die Unterschiede bestehen selbst dann noch, wenn die clusterbildenden Variablen der Dimension ‚Region‘ aus der Untersuchung entfernt werden. Ein Erklärungsansatz hierfür ist, dass 70 Prozent der IT-Unternehmen der Erhebungsgesamtheit aus Ostasien stammen. Eine weitere Begründung könnte in der Dominanz des US-amerikanischen VC-Marktes liegen. Insbesondere das Silicon Valley ist eine Brutstätte für Medien-Start-ups (Kaye & Quinn, 2010) und bietet somit eine Vielzahl an Investitionsmöglichkeiten für etablierte Unternehmen. Zur Wahrnehmung der Investitionsmöglichkeiten müssen nicht-US-amerikanische Unternehmen eventuell risikoreichere Early-Stage Investments tätigen, um überhaupt als potentielle Investoren wahrgenommen zu werden. Demgegenüber können US-amerikanische Unternehmen ihre bereits bestehende Reputation und lokale Nähe nutzen, um eine nicht eigenkapitalbasierte Beziehung zu den Start-up-Unternehmen aufzubauen und entsprechend – im Sinne des ‚attentive‘-Ansatzes – erst in späteren Phasen ein Investment tätigen.¹⁶⁶

5.4.3.6 Zwischenfazit Investmentansätze

Ziel des Kapitels war es, verschiedene CVC-Investmentansätze von TIME-Unternehmen als Reaktion auf die hochdynamische und konvergierende Unternehmensumwelt zu identifizieren, zu beschreiben und zu analysieren. Entlang der vier Dimensionen des Investmentfokus (Technologie, Finanzierungsphase, Industrie, Region) konnten mittels einer deterministischen und objektorientierten Clusteranalyse drei Investmentansätze – ‚aggressive‘, ‚attentive‘ und ‚dispersive# – identifiziert werden, die die Kriterien einer Clusterlösung hinsichtlich Homogenität, Stabilität, Isolation, Interpretierbarkeit, Anpassbarkeit und Validität erfüllen. In Anlehnung an die Auffassung von CVC als „forward strategy and plans“ (European Commission, 2001, S. 9) einer Unternehmung und den ‚Kurbelsatz‘ des Organizational Drivetrains als Richtungsvorgabe zeigt das Kapitel somit drei verschiedene CVC-Ansätze für den Umgang mit den Herausforderungen einer hochdynamischen und konvergierenden Unternehmensumwelt.

¹⁶⁶ Zu berücksichtigen ist, dass in der vorliegenden Arbeit die geografische Diversifikation anhand des Vergleiches zwischen dem Headquarter der Konzernmutter und jenem des Portfoliounternehmens gemessen wurde. Einige der untersuchten Unternehmen haben jedoch mehrere, global verteilte CVC-Einheiten. Ein Beispiel hierfür ist die Bertelsmann SE & CO KGaA (Gütersloh, Deutschland) mit ihren CVC-Einheiten Bertelsmann Digital Media Investments (New York, USA) und Bertelsmann Asia Investments (Peking, China). Eine einheitliche geografische Zuordnung dieser Investitionen hat sich in der CVC-Literatur noch nicht etabliert (Dushnitsky, 2012).

Unternehmen mit einem aggressiven CVC-Investmentansatz gehen die Herausforderungen offensiv mit dem Ziel an, eine digitale Vorreiterrolle innerhalb des TIME-Konvergenzbereiches einzunehmen. Die Unternehmen verfolgen somit primär das Zielcluster ‚Optionen‘ zur Abschätzung und Erschließung von zukünftigen Marktsegmenten.¹⁶⁷ Im Gegensatz zu dem auf eine frühzeitige Identifizierung und Erschließung von Geschäftsmöglichkeiten ausgelegten ‚aggressive‘-CVC-Ansatz offenbaren die Eigenschaften des ‚attentive‘-Ansatzes ein eher zurückhaltendes und beobachtendes Investmentverhalten im Sinne des Zielclusters ‚Lernen‘. Der Ansatz verfolgt somit primär die Zielsetzung des ‚Window on Technology & Markets‘, um Veränderungen im Kerngeschäftsfeld wahrzunehmen und etwaige Transformationsprozesse einzuleiten. Diese Zuordnung wird zusätzlich durch den höheren Anteil an nichteigenständigen CVC-Rechtspersonlichkeiten innerhalb des Clusters unterstützt. Unternehmen mit einem ‚dispersive‘-Investmentansatz scheinen hingegen besorgt, lukrative Investmentoptionen zu verpassen und präferieren entsprechend eine breite Industriestruktur innerhalb ihres Portfolios (‚do not put all eggs in one basket‘). Angesichts des Later-Stage-Fokus des Investmentansatzes ist, neben dem Ziel des generellen ‚Window on New Markets‘, ein wahrscheinliches CVC-Ziel die Identifizierung von Akquisitionsmöglichkeiten sowie die Stärkung des eigenen Kerngeschäftes. Damit verfolgen die Unternehmen des Clusters primär die Zielcluster ‚Hebeleffekte‘ bzw. ‚Optionen‘ im Sinne einer später angestrebten Akquisition. Insgesamt zeigen die identifizierten Investmentansätze somit, dass – obwohl die strategische Zielsetzung zur Erschließung neuer Geschäftspotenziale auf der Agenda aller TIME-Unternehmen steht – Unterschiede im Einsatz von CVC als strategische Unternehmensmaßnahme bestehen. In anderen Worten: Der CVC-Drivetrain der TIME-Unternehmen steuert in drei verschiedene Richtungen, um innovative Ideen und Möglichkeiten zu identifizieren bzw. zu erschließen. Im weitesten Sinne repräsentiert die Taxonomie dabei drei verschiedene Haltungen der TIME-Unternehmen zum Umgang mit den Herausforderungen und Möglichkeiten des hochdynamischen Wettbewerbsumfeldes.

Die Mehrheit der Unternehmen eines jeden TIME-Sektors verfolgt dabei einen der drei spezifischen CVC-Investmentansätze. Die branchenspezifische Implementierung eines CVC-Ansatzes bekräftigt damit die Abhängigkeit der Ausrichtung des Drivetrains von den vergangenen Paths, Positions und Processes der jeweiligen Unternehmung. So verfolgt die Mehrheit der Medienunternehmen, gemäß dem traditionell eher risiko- und technologieaversen Verhalten der Branche (Chan-Olmsted, 2006a; Knyphausen-Aufseß, 2005),

¹⁶⁷ Zur Erläuterung der einzelnen Zielcluster siehe Kap. 3.1.3.

den ‚attentive‘-Investmentansatz. Ein Drittel der Medienunternehmen betreibt jedoch auch ein aggressives Investmentverhalten zur Entwicklung neuer Geschäftsfelder und zur Initialisierung von Anpassungsprozessen in Richtung einer stärker technologiegetriebenen und innovativen Unternehmenskultur. Die Medienunternehmen der Erhebungsgesamtheit nutzen somit CVC zum einen zur Förderung einer innovativen Unternehmenskultur mit dem Ziel einer digitalen Vormachtstellung (aggressiv) und zum anderen, gemäß dem risikoaversen Verhalten, als Warnsystem gegenüber digitalen Entwicklungen innerhalb ihres Kerngeschäftes (attentive). Im Gegensatz dazu zeigt die Analyse, dass IT-Unternehmen ihre digitalen Ressourcen und Kompetenzen nutzen, um im Sinne des aggressiven CVC-Ansatzes ihre Geschäftstätigkeiten auf andere Branchen auszuweiten. Neben zunehmenden Investments in Start-ups außerhalb des TIME-Sektors (siehe Kap. 5.4.2.3) fokussieren die IT-Unternehmen sich primär auf M&E-Start-ups und attackieren damit das Kerngeschäft von traditionellen Medienunternehmen. Die Verteilung der Ansätze zwischen den beiden Branchen bestätigt damit die bestehenden Gemeinsamkeiten (siehe Kap. 5.4.1) und zeigt zugleich, dass Unterschiede hinsichtlich des verfolgten Zwecks der CVC-Aktivitäten (expansiv vs. defensiv) bestehen.

Unternehmen der Telekommunikations- und CE-Branche zeigen einen breitstreuenden (dispersive) CVC-Investmentansatz. Der Ansatz reflektiert dabei die facettenreiche Geschäftsstruktur der beiden Branchen. So bieten die Unternehmen beider Branchen Produkte und Dienstleistungen für den Endkunden an (z. B. VoD, Social TV), während sie gleichzeitig eine State-of-the-Art-Infrastruktur und eine technologische Basis benötigen, um das Kerngeschäft (z. B. Netzwerkstruktur, Breitbandgeschwindigkeit, Hardware) aufrechtzuerhalten bzw. es den wachsenden Kundenanforderungen anzupassen.

Zusammenfassend hat die Untersuchung der Investmentansätze gezeigt, dass die TIME-Unternehmen – in Abhängigkeit von ihrer Branche (ähnliche Paths, Positions, Processes) – unterschiedliche CVC-Ansätze zur Bewältigung der Herausforderungen einer hochdynamischen und konvergierenden Unternehmensumwelt verfolgen. Damit unterstützt die Analyse die Einordnung von CVC als Organizational Drivetrain. Zusätzlich bekräftigt die überwiegende Verfolgung des ‚attentive‘-Investmentansatzes durch Medienunternehmen und die Verfolgung des ‚aggressive‘-Investmentansatzes von IT-Unternehmen die in Kap. 1.3 aufgestellten Vermutungen, dass die CVC-Aktivitäten von Medienunternehmen primär defensiv auf die durch den Wettbewerb antizipierten Verluste im Kerngeschäft reagieren, wohingegen IT-Unternehmen versuchen, ihre digitalen Kompetenzen zur offensiven Erschließung neuer Geschäftsfelder zu nutzen.

6. Schlussbetrachtung

Ziel des Kapitels ist es, die Ergebnisse der empirischen Untersuchung zu aggregieren und in Kontext zu den in Kapitel 1 aufgezeigten Forschungslücken zu setzen. Hierzu werden zunächst die zentralen Untersuchungsergebnisse zusammengefasst und hinsichtlich der Beantwortung der aufgestellten Forschungsfragen evaluiert (Kap. 6.1). Anschließend werden die sich daraus ergebenden Implikationen für die wissenschaftliche Forschung dargelegt (Kap. 6.2). Die Arbeit schließt mit den aus dem Untersuchungsdesign resultierenden Limitationen und einer Darlegung weiterer möglicher Forschungsvorhaben (Kap. 6.3).

6.1 Zusammenfassung der Arbeit

Als Reaktion auf die hochdynamische und konvergierende Unternehmensumwelt haben Medienunternehmen sowie ihre Wettbewerber aus den verwandten Industrien des TIME-Konvergenzbereiches zur Erschließung und Verteidigung von Geschäftspotenzialen neue CVC-Einheiten gegründet bzw. bestehende CVC-Aktivitäten intensiviert (Hasenpusch & Baumann, 2016b; Mierzejewska & Shaver, 2014). Trotz dieser praktischen Relevanz von CVC haben vorherige Forschungsarbeiten vor allem die CVC-Aktivitäten von Medienunternehmen kaum betrachtet. So finden sich in der MV-Forschung lediglich einige wenige Fallstudien (u. a. Hipp, 2003; Hass, 2011), während die allgemeine CVC-Literatur primär durch industrieübergreifende sowie auf frühere CVC-Wellen eingehende Befragungen und Analysen gekennzeichnet ist (u. a. Dushnitsky, 2012; MacMillan et al., 2008; Yates & Roberts, 1991). Des Weiteren wurde – trotz des empirischen Nachweises, dass strategische Zielsetzungen Treiber von CVC-Aktivitäten sind – die strategische Managementperspektive von CVC in der wissenschaftlichen Forschung vernachlässigt (Freese et al., 2007; Miller, 2011; Narayanan et al., 2009).¹⁶⁸

Zur Schließung dieser Forschungslücken wurde in der vorliegenden Arbeit zunächst auf Grundlage der ressourcenorientierten Perspektive des strategischen Managements ein theoretischer Ordnungsrahmen für das CVC-Management geschaffen. Explizit wurde – unter Bezugnahme auf das Organizational-Drivetrain-Konzept von Di Stefano et al. (2014) – Corporate Venture Capital als strategische Unternehmensmaßnahme für hochdynamische Unternehmensumwelten dargestellt, die in Abhängigkeit vergangener Unternehmenshandlungen (Paths, Positions, Processes) sowohl auf die Veränderung bestehender wie auch auf die Erschließung neuer Ressourcen, Fähigkeiten

¹⁶⁸ Siehe Kap. 1.2.

und Geschäftspotenziale abzielt. Hierzu verknüpfte die Arbeit die Tätigkeiten des CVC-Managements als interagierende und komplementäre Dynamic Capabilities im Sinne des Organizational Drivetrains. Dabei wurden die einzelnen Aktivitäten zur Initialisierung eines CVC-Programmes (Zielsetzung, Investmentfokus etc.) als einfache, klare und von extern beobachtbare Richtungsvorgaben gemäß DCs nach Eisenhardt & Martin (Kurbelsatz des Drivetrains) und die zur Umsetzung der Vorgaben notwendigen komplexen, unternehmensinternen Routinen gemäß DCs nach Teece et al. (Hinterrad des Drivetrains) klassifiziert. Diese Einordnung der verschiedenen Aktivitäten des CVC-Managements als einfache, veränderbare Richtungsvorgaben bzw. komplexe Routinen bildete den Ordnungsrahmen für die empirische Untersuchung. Deren Ziel war neben der erschöpfenden Erfassung und Beschreibung der CVC-Aktivitäten von TIME-Unternehmen vor allem die Identifikation von branchenspezifischen Unterschieden in der Ausrichtung und Anpassung des CVC-Drivetrains als Reaktion auf die hochdynamische Unternehmensumwelt und zunehmende Branchenkonvergenz. Damit konzentrierte sich die Arbeit auf den Kurbelsatz des CVC-Drivetrains und nahm eine externe Perspektive im Sinne des Ergreifens und Auffindens unternehmerischer Möglichkeiten durch CVC ein. Die konkreten Forschungsfragen (FF) der empirischen Untersuchung lauteten:

1. Wie und in welche Start-ups investieren TIME-Unternehmen?
2. Wie unterscheiden sich die CVC-Aktivitäten traditioneller Medienunternehmen und der Unternehmen aus den verwandten TIME-Branchen
...
 - a. im allgemeinen Branchenvergleich?
 - b. im Zeitverlauf?
 - c. hinsichtlich der verfolgten CVC-Investmentansätze?

Zur Beantwortung der Forschungsfragen wurde ein exploratives, quantitatives und sekundärdatengestütztes Data-Mining-Projekt durchgeführt. Das DM-Projekt folgte dabei stringent dem für verschiedene industrielle und geschäftliche Problemstellungen bewährten und umfassend dokumentierten Cross-Industry Standard Process for Data Mining. Gemäß der übergeordneten Zielsetzung, branchenspezifische Muster innerhalb der CVC-Aktivitäten zu erkennen, wurde (neben deskriptiven Maßzahlen) das strukturentdeckende Verfahren der Clusteranalyse als DM-Methode verwendet. Die Datengrundlage der Untersuchung bildeten die in der Thomson Reuters EIKON Private Equity Datenbank dokumentierten CVC-Transaktionen der TIME-Unternehmen. Die EIKON-DB von Thomson Reuters gilt in der wissenschaftlichen CVC-Forschung als repräsentativ für den CVC-Markt und bildet die Grundlage einer Vielzahl an sekundärbasierten CVC-Untersuchungen (Krebs, 2012,

S. 193–194; Zipser, 2008, S. 111). Insgesamt konnten 68 TIME-Unternehmen – heruntergebrochen auf die Einzelbranchen M&E (32), Tele (20), IT (10), CE (6) – identifiziert werden, die im Zeitraum von 2002 bis 2015 exakt 3145 direkte Transaktionen – M&E (896), Tele (1400), IT (767), CE (82) – in über 2100 Start-ups tätigten. Damit basierte die empirische Untersuchung – trotz des Fokus auf der TIME-Industrie – auf einer der umfangreichsten Datengrundlagen der Entrepreneurship- bzw. CVC-Forschung (Mullen et al., 2009, S. 292; Tab. 2).

Die wesentlichen Ergebnisse und Schlussfolgerungen der empirischen Untersuchung werden im Folgenden entlang der Forschungsfragen dargelegt:

- *CVC-Charakteristika der TIME-Unternehmen (FF 1):*

Zur Beantwortung der ersten Forschungsfrage wurden die CVC-Aktivitäten der TIME-Unternehmen hinsichtlich ihrer organisatorischen Eingliederung in die Konzernstruktur bzw. ihrer strukturellen Ausgestaltung (Organisationsform, Investitionsart, Fondskonditionen, Transaktionsstruktur) und der Charakteristika der Portfoliounternehmen (Technologie, Region, Industrie, Finanzierungsphase) als Ganzes beschrieben. Zusätzlich zur umfassenden Beschreibung der CVC-Aktivitäten wurde – wann immer möglich – ein Vergleich mit vorherigen CVC-Studienergebnissen gezogen (u. a. Bielsch et al., 2012; MacMillan et al., 2008; Röper, 2004; Weber, 2005; Winters & Murfin, 1988; Yates & Roberts, 1991).

Der in der eigenen Studie zu findende hohe Anteil direkter CVC-Transaktionen (95 %) in Kombination mit der Vielzahl an eigenständigen Rechtspersonlichkeiten zur Durchführung der CVC-Investments sowie die zu vorherigen CVC-Studien vergleichsweise längere Lebensdauer der CVC-Einheiten bestätigten dabei die hohe Relevanz von CVC in der TIME-Industrie. Des Weiteren unterstützte der Anteil direkter CVC-Aktivitäten die der Arbeit zugrundeliegende Prämisse, dass TIME-Unternehmen CVC primär aus strategischen und weniger aus finanziellen Motiven betreiben. Wie in vorherigen CVC-Studien waren die meisten CVC-Transaktionen der TIME-Unternehmen sogenannte Syndikatinvestments. Innerhalb der Investments gingen die untersuchten Unternehmen im Vergleich zu älteren Studienergebnissen niedrigere Eigenkapitalbeteiligungsquoten ein. Dies spricht – in Kombination mit der hohen Investmentaktivität – tendenziell für die CVC-Zielsetzung eines ‚Window on Technology & Markets‘. Die Vermutung wurde zusätzlich durch die im Vergleich zu MacMillan (2008) stärkere Fokussierung der CVC-Aktivitäten auf frühere Finanzierungsphasen

bestätigt. Dabei waren die Aktivitäten hauptsächlich auf Start-ups aus der TIME-Industrie gerichtet, wobei der M&E-Sektor den Hauptanteil ausmachte. Die meisten der Beteiligungen hatten zudem ihren Hauptsitz in Nordamerika (Silicon Valley) und verfolgten ein internetbasiertes, B2B-orientiertes Geschäftsmodell. Entsprechend den Ausführungen wird ein typisches CVC-Investment eines TIME-Unternehmens durch eine eigenständige Rechtspersönlichkeit durchgeführt, die sich über ein Syndikatinvestment (87 %) an einem nordamerikanischen Start-up (73 %) aus dem M&E-Sektor (54 %) beteiligt, das ein internetbasiertes (86 %) B2B-Geschäftsmodell (47 %) verfolgt und sich in der Early-Stage (38 %)- oder Expansion-Phase (37 %) befindet. Ein Desinvestment erfolgt in der Regel über einen Trade Sale (78 %). Zusammenfassend bestätigte die Beschreibung der CVC-Aktivitäten der TIME-Unternehmen die hohe Relevanz von CVC für die TIME-Branche. Des Weiteren konnte eine hohe Datenkonsistenz innerhalb der Datengrundlage festgestellt werden, was – in Kombination mit den angeführten Differenzen zu und Gemeinsamkeiten mit früheren CVC-Studien – eine weitere branchenspezifische Analyse der CVC-Aktivitäten der TIME-Unternehmen erlaubte.

- *Allgemeiner TIME-B Branchenvergleich (FF 2a):*

Die Gegenüberstellung der CVC-Charakteristiken der TIME-Unternehmen anhand der einzelnen TIME-Segmente hat einige Gemeinsamkeiten sowie signifikante Unterschiede aufgedeckt. So deuteten zunächst die Differenzen zwischen den Fondskonditionen (konsequente Investmentjahre, Fondslebensdauer, Portfoliogröße etc.) der Unternehmen der einzelnen TIME-B Branchen an, dass Telekommunikationsunternehmen – im Vergleich zu IT- und M&E-Unternehmen – bereits länger am CVC-Markt aktiv sind.

Weitere Unterschiede zwischen den TIME-B Branchen konnten im Wesentlichen hinsichtlich der Charakteristika der Beteiligungsunternehmen festgestellt werden. Dabei konnte im Branchenvergleich auf aggregiertem Niveau eine Zweiteilung der TIME-Industrie identifiziert werden. So bestehen vor allem Gemeinsamkeiten zwischen den CVC-Investments der Gruppe der IT- und M&E-Unternehmen auf der einen und den CVC-Aktivitäten der Gruppe der Telekommunikations- und CE-Unternehmen auf der anderen Seite. Während die CVC-Aktivitäten der IT- und M&E-Unternehmen in der Vergangenheit stärker auf junge Start-up-Unternehmen mit einem internetbasierten B2C-Geschäftsmodell ausgerichtet waren, zielten die Unternehmen aus der Unterhaltungselektronik- und Telekommunikationsbranche mit ihren CVC-Ak-

tivitäten primär auf B2B-orientierte Geschäftsmodelle von bereits reiferen Start-up-Unternehmen in der Later-Stage-Phase ab. Hinsichtlich des Industriefokus konzentrierten sich allerdings die Beteiligungen aller TIME-Unternehmen primär auf das M&E-Segment, wobei Telekommunikations- und Unterhaltungselektronikanbieter einen vergleichsweise größeren Teil ihrer Investmentaktivitäten auch außerhalb der TIME-Industrie tätigten.

Zusammenfassend zeigten die IT- und M&E-Unternehmen somit ein etwas mehr auf jüngere und endkundenorientierte Internet-Start-ups ausgerichtetes CVC-Verhalten als ihre Konkurrenten aus der Telekommunikations- und Unterhaltungselektronikbranche, die reifere Unternehmen mit einem B2B-Fokus präferierten. Eine Erklärung für diese Ähnlichkeiten der CVC-Aktivitäten bietet auf der einen Seite die historische Verknüpfung der Telekommunikations- und CE-Branche, z. B. durch die Bündelung von Mobilfunkverträgen und Mobiltelefonen oder die für beide Branchen hohe Relevanz von Halbleitertechnologien zur Verbesserung der Netze bzw. Endgeräte. Auf der anderen Seite erklären sich die Gemeinsamkeiten von IT- und M&E-Unternehmen u. a. durch die zunehmende Vermittlung von Inhalten und die Generierung von Werbeeinnahmen seitens der Internettechnologieunternehmen, die damit vermehrt wie traditionelle M&E-Unternehmen agieren.

Mit der Dominanz von Beteiligungen an M&E-Start-ups in allen TIME-Branchen bestätigt der Branchenvergleich den CVC-Einsatz von Unternehmen der Telekommunikations-, Internettechnologie und Unterhaltungselektronikbranche zum Zweck des Eintritts in das Mediengeschäft sowie die zunehmende Wettbewerbsintensität im M&E-Segment. Des Weiteren zeigt die Gegenüberstellung der CVC-Aktivitäten in den einzelnen TIME-Branchen, dass in einem hochdynamischen und konvergierenden Marktumfeld der Branchenursprung, im Sinne der vergangenen Paths, Positions und Processes einer Unternehmung, die Ausrichtung der CVC-Aktivitäten beeinflusst bzw. branchenspezifische Unterschiede zwischen den CVC-Aktivitäten innerhalb der TIME-Branche bestehen.

- *Zeitreihenbetrachtung (FF 2b):*

Aufbauend auf den Ergebnissen des Branchenvergleichs (FF 2a) konzentrierte sich die Zeitreihenbetrachtung auf die Gründungsdaten der CVC-Einheiten, die Anzahl getätigter Transaktionen pro Jahr sowie

etwaige Veränderungen entlang der Dimensionen des Investmentfokus.¹⁶⁹ Die Analyse der Gründungsdaten offenbarte dabei, dass eine Vielzahl der aktuellen Beteiligungen durch CVC-Einheiten eingegangen wurde, die bereits seit der New Economy existieren. Besonders Telekommunikationsunternehmen gründeten – motiviert durch die Liberalisierung der Telekommunikationsmärkte – im Vergleich zu den Unternehmen der anderen TIME-Branchen die Mehrheit ihrer CVC-Einheiten bereits vor der New Economy. Entsprechend tätigten die Telekommunikationsunternehmen bereits einen großen Teil ihrer von der Untersuchung abgedeckten CVC-Transaktionen zu Beginn des Untersuchungszeitraumes, während eine Vielzahl an Unternehmen der IT- und M&E-Branche vor allem nach der Finanzkrise 2009 am CVC-Markt aktiv wurden. So nahmen die CVC-Aktivitäten der IT- und M&E-Unternehmen von 2009 bis 2015 um mehr als 200 Prozent zu, wohingegen die Aktivitäten der Telekommunikationsunternehmen im selben Zeitraum nur um circa ein Drittel stiegen. Damit unterstützt der Jahresvergleich der getätigten Transaktionen die im Branchenvergleich aufgestellte Vermutung, dass die Telekommunikationsunternehmen gegenüber den restlichen TIME-Unternehmen CVC schon länger intensiver betreiben. Nichtsdestotrotz zeigte der Verlauf der Investmenthäufigkeit für alle TIME-Branchen ein ähnliches Muster mit steigenden Investmentaktivitäten einige Jahre nach dem Platzen der Internetblase, einem Rückgang der CVC-Aktivitäten zwischen 2007 und 2009 als Folge der Finanzkrise und einem durchgehenden Anstieg der CVC-Aktivitäten der TIME-Unternehmen seit 2009. Der Verlauf der Investmenthäufigkeit bestätigte damit zum einen den von Wirtschaftseinflüssen abhängigen wellenförmigen Verlauf von CVC-Investments und zum anderen erneut die hohe bzw. weiter steigende Relevanz des CVC-Einsatzes durch TIME-Unternehmen.

Die Betrachtung der Dimensionen des Investmentfokus (Technologie, Industrie, Finanzierungsphase, Region) im Zeitverlauf konnte einige für alle Unternehmen der TIME-Industrie geltende Entwicklungen identifizieren. So zeigte sich innerhalb der CVC-Aktivitäten aller TIME-Unternehmen eine Zunahme der Beteiligungen an Early-Stage-Start-up-Unternehmen sowie ein kontinuierlich wachsender Anteil an Investitionen in internetbasierte, endkundenorientierte Geschäftsmodelle in Regionen außerhalb Nordamerikas, wobei M&E-Start-ups jedoch weiterhin im Fokus standen. Trotz dieser allgemeinen Entwicklung innerhalb aller TIME-Branchen hatten die im Branchenvergleich

¹⁶⁹ Aufgrund der niedrigen Transaktionsanzahl waren die CVC-Aktivitäten der Unternehmen der Unterhaltungselektronik nicht Gegenstand der Zeitreihenbetrachtung.

aufgezeigten Unterschiede weiterhin Bestand. So nahm zwar beispielsweise der Anteil der Later-Stage-Transaktionen bei Telekommunikationsunternehmen ab, doch war der Anteil im Vergleich zu den Unternehmen aus der IT- und M&E-Branche im betrachteten Zeitraum weiterhin durchgängig am höchsten. Gleiches gilt für die Entwicklung innerhalb der anderen Dimensionen des Investmentfokus. Damit bestätigte die Zeitreihenbetrachtung ebenfalls die Existenz branchenbedingter Unterschiede bei den CVC-Aktivitäten der TIME-Unternehmen.

- *Investmentansätze (FF 2c):*

Mit der Absicht, detailliertere Rückschlüsse auf die Zielsetzungen und die strategische Ausrichtung der CVC-Aktivitäten der TIME-Unternehmen zu ziehen, wurde eine deterministische und objektorientierte Clusteranalyse zur Identifikation zentraler Gruppen bzw. Investmentansätze durchgeführt. Anschließend wurde, aufbauend auf den vorher identifizierten Unterschieden, eine Verteilung der Investmentansätze innerhalb der einzelnen TIME-Branchen mittels einer Kontingenzanalyse betrachtet. Zur Clusterbildung wurde auf die die vier Dimensionen des Investmentfokus (Technologie, Finanzierungsphasen, Industrie, Region) beschreibenden Variablen zurückgegriffen. Anhand der Variablen konnten insgesamt drei Investmentansätze identifiziert werden (aggressive, attentive, dispersive), die die Kriterien einer Clusterlösung bezüglich Stabilität, Homogenität, Isolation, Anpassbarkeit, Stabilität, Interpretierbarkeit und Validität ausreichend erfüllten. Die Analyse identifizierte somit drei unterschiedliche Grundhaltungen bzw. Muster hinsichtlich des Einsatzes von CVC als Reaktion auf die hochdynamische und konvergierende Unternehmensumwelt von TIME-Unternehmen.

Der ‚aggressive‘-Investmentansatz zeichnet sich durch eine hohe Anzahl an Beteiligungen pro Investmentjahr (6,6) an überwiegend jungen Start-up-Unternehmen (Early-Stage: 64 %) mit einem endkundenorientiertem (46 %) und internetbasierten (95 %) Geschäftsmodell aus. Entsprechend des Fokus auf Investments in junge, digitale Start-ups scheinen die Unternehmen, die den ‚aggressive‘-Ansatz verfolgen, eine digitale Vorreiterrolle anzustreben. Im Gegensatz zu diesem eher expansiven Charakter zur Erschließung neuer Marktsegmente des ‚aggressive‘-Ansatzes (Zielcluster¹⁷⁰: Optionen) ist der ‚attentive‘-Investmentansatz durch wenige Transaktionen pro Jahr (3,8) gekennzeichnet,

¹⁷⁰ Für eine umfassende Beschreibung der verschiedenen Zielcluster sei an dieser Stelle auf Kapitel 3.1.3 sowie Tabelle sechs verwiesen.

die primär auf digitale Geschäftsmodelle (93 %) im jeweiligen Kerngeschäft (46 %) und im direkten regionalen Umfeld (89 %) der Unternehmungen abzielen. Damit zeigt der Ansatz gemäß seiner Namensgebung ein eher beobachtendes und abwartendes CVC-Investmentverhalten im Sinne eines ‚Window on Technology & Markets‘ (Zielcluster: Lernen). Der ‚dispersive‘-Investmentansatz wiederum ist charakterisiert durch Investments in etablierte Unternehmen (Later-Stage: 37 %) mit einem B2B-Geschäftsmodell (67 %), die außerhalb der Kerngeschäftsfelder (84 %) der jeweiligen Geldgeber agieren. Aufgrund des Later-Stage-Fokus verfolgen die Unternehmen eines ‚dispersive‘-Investmentansatzes somit zusätzlich zur Marktbeobachtung vermutlich das Ziel, potentielle Akquisitionsobjekte zu identifizieren sowie das eigene Kerngeschäft zu stärken (Zielcluster Optionen & Hebeleffekte). Die Betrachtung der drei Investmentansätze der Häufigkeitsverteilung innerhalb der einzelnen TIME-Branchen zeigte zunächst, dass – bedingt durch die Dominanz der M&E- und Telekommunikationsbranche innerhalb der Erhebungsgesamtheit – in jedem Investmentansatz mehr als die Hälfte der Unternehmen aus einer dieser beiden Branchen stammt. Dennoch konnte anhand der Kontingenzanalyse zwischen den Investmentansätzen und den einzelnen TIME-Branchen gezeigt werden, dass branchenspezifische Präferenzen bestehen. So bevorzugte die Mehrheit der M&E-Unternehmen den ‚attentive‘-Investmentansatz, während Unternehmen aus der Unterhaltungselektronik- oder Telekommunikationsbranche hauptsächlich einen ‚dispersive‘-Investmentansatz verfolgten. Im Gegensatz dazu implementierten vier von fünf IT-Unternehmen einen aggressiven CVC-Ansatz.

Die identifizierten branchenspezifischen Präferenzen bestätigten die in Kapitel 1.3 vermuteten Unterschiede zwischen den Investmentansätzen der TIME-Unternehmen. So bekräftigte der von M&E-Unternehmen bevorzugte ‚attentive‘-Ansatz sowohl das traditionell eher technologie- und risikoaverse Verhalten klassischer Medienunternehmen als auch die Aussage von Dennis & Ash (2001, S. 31), dass Medienunternehmen digitale Beteiligungen primär als „insurance against digital dominance“ betrachten. Dieser defensive und reaktive CVC-Einsatz zur Verteidigung bestehender Geschäftspotenziale steht dabei im Gegensatz zu dem primär von IT-Unternehmen verfolgten aggressiven Ventureverhalten. Damit zeigte sich anhand der Investmentansätze, dass die zuvor festgestellten Gemeinsamkeiten zwischen der IT- und M&E-Branche hinsichtlich der Charakteristika der Beteiligungsunternehmen zwar bestehen, der Zweck und der Treiber der CVC-Aktivitäten (defensiv vs. expansiv) sich jedoch unterscheiden. Die Umsetzung eines

‚dispersive‘-Investmentansatzes durch die Unternehmen der Telekommunikationsbranche spiegelt die Herausforderung für Telekommunikationsunternehmen zwischen einem adäquaten Netzausbau einerseits und der Erschließung neuer digitaler Wachstumstreiber andererseits wider. Die Unterschiede hinsichtlich der innerhalb jeder TIME-Branche verfolgten Investmentansätze und ihre Erklärung mittels branchenspezifischer Charakteristiken bestätigen damit erneut die bereits zuvor festgestellte Abhängigkeit der CVC-Aktivitäten von dem jeweiligen Branchenursprung bzw. den vergangenen Paths, Positions und Processes einer Unternehmung.

Zusammenfassend war die Arbeit mit der umfassenden Beschreibung der CVC-Aktivitäten von 68 TIME-Unternehmen und dem Aufdecken mehrerer branchenspezifischer Unterschiede und Gemeinsamkeiten erfolgreich im Sinne der aufgestellten Forschungsfragen. Die empirisch festgestellten Branchenunterschiede lassen sich dabei anhand der Branchenentwicklung und der generellen branchenspezifischen Charakteristika erklären. Auf diese Weise unterstützen die Untersuchungsergebnisse die Abhängigkeit der Ausrichtung der CVC-Aktivitäten von den vergangenen Paths, Positions und Processes einer Unternehmung und somit auch die Einordnung von CVC als Organizational Drivetrain. Des Weiteren bleibt anhand der Untersuchungsergebnisse festzuhalten, dass sich Corporate Venture Capital als strategisches Entwicklungstool bzw. strategische Unternehmensmaßnahme innerhalb der TIME-Unternehmen als Reaktion auf die hochdynamische und konvergierende Unternehmensumwelt etabliert hat.

6.2 Implikationen und Beitrag zur Forschung

Als eine der ersten medienspezifischen CVC-Studien, die die aktuellen Entwicklungen der vierten CVC-Welle erfasst, beschreibt und analysiert sowie mit der Konzeptualisierung von CVC als Organizational Drivetrain, trägt die Arbeit sowohl zur MV-Forschung als auch zur theoretischen Fundierung von Corporate Venture Capital bei. So führt die Arbeit mit der Darstellung der Aktivitäten des CVCs als komplementäre und interaktive DCs erste Assoziationen von CVC als Dynamic Capability (u. a. Kann, 2001; Keil, 2004; Lee & Kang, 2015) weiter aus bzw. konkretisiert diese im Sinne des Organizational-Drivetrain-Konzepts als strategische Unternehmensmaßnahme zur Anpassung bestehender Geschäftspotenziale und Erschließung neuer Möglichkeiten. Gleichzeitig zeigt die Arbeit, dass sich – trotz einer fehlenden vollständigen empirischen Bestätigung – das Drivetrain-Konzept zur Untersuchung von CVC bewährt und Gültigkeit für die strategischen VC-Aktivitäten etablierter Unternehmen hat. Damit trägt die Arbeit nicht nur zur theoretischen Fundierung von CVC bei, sondern unterstützt gleichzeitig die

Auffassung von Di Stefano et al. (2014), dass die Differenzen zwischen DCs nach Eisenhardt & Martin (2000) und Teece et al. (1997) Unterschiede in der Perspektive darstellen. Zur weiteren Bestätigung der Auffassung wäre eine tiefergehende Untersuchung der Gültigkeit des Organizational-Drivetrain-Konzeptes für andere mit Dynamic Capabilities assoziierte Maßnahmen (Produktentwicklung, Mergers & Acquisitions, Ressourcenallokationen etc.) erstrebenswert (Di Stefano et al., 2014, S. 318).

Mit dem Fokus der empirischen Untersuchung auf der Ausrichtung (Kurbelsatz) sowie der Anpassung des CVC-Drivetrains anhand tatsächlich abgeschlossener Beteiligungen hat die Arbeit eine externe Perspektive im Sinne des Ergreifens und Auffindens neuer Möglichkeiten eingenommen. Die Konzentration der empirischen Untersuchung auf den Kurbelsatz des CVC-Drivetrains ergänzt damit die nach Di Stefano et al. (2010, S. 1197–1198) bisher in der DC-Forschung dominierenden Untersuchungen der internen Umsetzungsroutinen des organisationalen Lernens (Zollo & Winter, 2002), der Absorptionsfähigkeit (Zahra & George, 2002) und der Rentengenerierung (Makadok, 2001). Dabei unterstützt die Identifikation von ähnlichen Investmentansätzen in Abhängigkeit von der Branche und der Region der Unternehmung (vergangene Paths, Processes, Positions) sowohl die Einordnung von CVC als Organizational Drivetrain als auch die Vermutung von Narayanan et al. (2009, S. 70), dass die Ressourcenausstattung die Auswahl der Beteiligungsunternehmen hinsichtlich der Finanzierungsphasen, Technologie und Industrie maßgeblich beeinflusst. Ergänzend bestätigen die aufgedeckten branchenspezifischen Unterschiede in der Ausrichtung der CVC-Aktivitäten und der hohe Anteil direkter CVC-Investments der TIME-Unternehmen die grundsätzliche Prämisse, dass Unternehmen CVC primär aus strategischen Gründen betreiben.

Des Weiteren komplementiert die Arbeit durch die mittels einer deterministischen Clusteranalyse aus dem Investmentverhalten abgeleitete Taxonomie von CVC-Investoren (,aggressive‘, ,attentive‘, ,dispersive‘) vorherige CVC-Klassifizierungen, basierend auf beobachtbaren Unterschieden in der Organisationsstruktur (Dushnitsky, 2012), dem ,Ort‘ (engl.: locus) der Investmenttätigkeit (Hill & Birkinshaw, 2014), den Investmentpraktiken (Souitaris & Zerbinati, 2014) oder dem Commitment zu CVC-Aktivitäten (Siegel et al., 1988). Als einzige auf tatsächlich getätigten Investments basierende CVC-Taxonomie ist die Differenzierung aufgrund ihrer Strukturierung des CVC-Verhaltens nicht nur hilfreich für die weitere akademische Forschung, sondern auch für CVC-Praktiker, da sie das gezeigte Investmentverhalten am CVC-Markt widerspiegelt und damit einen Referenzwert (Benchmark) für die eigenen CVC-Aktivitäten liefert.

Zum Abschluss ergänzt die Arbeit durch die umfassende Beschreibung und Analyse der aktuellen CVC-Aktivitäten der TIME-Unternehmen die bisherigen, frühere CVC-Wellen umfassenden, allgemeinen CVC-Studien (Dushnitsky, 2012) und trägt zum bislang nur begrenzt untersuchten Forschungsfeld des Media Venturings bei (Hang & Van Weezel, 2007). So beschreibt die vorliegende Arbeit als eine der ersten Forschungsarbeiten in der Medienmanagementforschung den CVC-Einsatz allumfänglich und ergänzt damit vorherige, auf Fallstudien basierende Forschungsergebnisse (u. a. Fang & Chan-Olmsted, 2003; Hass, 2011; Hipp, 2003). Zugleich komplementiert sie die industrieübergreifenden, auf Fortune-500-Unternehmen konzentrierten Arbeiten der CVC-Forschung (u. a. Dushnitsky, 2012; MacMillan et al., 2008; Yates & Roberts, 1991). Insgesamt bestätigt dabei die hohe Anzahl an CVC-Investments in M&E-Start-ups aus allen Branchen des TIME-Konvergenzbereiches die in vorherigen Forschungsarbeiten bereits aufgezeigte, starke unternehmerische Aktivität im M&E-Segment (Hoag, 2008; Will et al., 2012; Will et al., 2016). Zusätzlich ergänzt die Dominanz des ‚attentive‘-Investmentansatzes unter etablierten Medienunternehmen und die Verfolgung des ‚aggressiv‘-Ansatzes durch IT-Unternehmen die jüngste Schlussfolgerung von Hass (2011), das traditionelle Medienunternehmen Corporate Venture Capital primär zur Verteidigung von bestehenden Geschäftspotenzialen gegenüber neuen (digitalen) Marktteilnehmern einsetzen.

6.3 Limitationen und weitere Forschung

Die meisten Limitationen der Arbeit resultieren aus den verwendeten Datenquellen und DM-Verfahren. Ausgehend von diesen methodisch bedingten Grenzen der Untersuchung sowie den Untersuchungsergebnissen ergeben sich mehrere Ansatzpunkte für konsekutive Forschungsvorhaben. Die Entstehung ergänzender, weiterführender Forschungsfragen ist für Data-Mining-Projekte entlang des CRISP-DM charakteristisch. Die Limitationen und weiteren Forschungsmöglichkeiten werden nachstehend beschrieben.

- *Breitere und umfangreichere Datenbasis:*

Trotz der Repräsentativität der Thomson Reuters EIKON Private Equity Datenbank für den CVC-Markt umfasst diese nicht alle CVC-Investitionen. So sind beispielsweise Investments in US-amerikanische Start-ups umfangreicher als Beteiligungen an Start-ups aus anderen Regionen erfasst. Eine Harmonisierung verschiedener CVC-Datenbanken zum Ausgleich der Schwächen der EIKON-DB würde dementsprechend die Repräsentativität der Studie weiter erhöhen.

Zusätzlich ist zu berücksichtigen, dass nur rund zwei Drittel der CVC-Investitionen freiwillig durch die jeweiligen Unternehmen öffentlich

gemacht werden. So zeigen Mohamed & Schwienbacher (2016), dass insbesondere Seed-Investments nur begrenzt öffentlich bekannt gegeben werden und die Offenlegung mit der Unternehmensgröße und den internen F&E-Ausgaben der Konzernmütter korreliert. Seed-Investitionen sind entsprechend auch in der vorliegenden Arbeit die Finanzierungsphase mit der geringsten Transaktionsanzahl.

- *Industrieklassifikation:*

Im Sinne des explorativen Untersuchungsansatzes und zur Reduzierung des subjektiven Urteils, unter welchen Bedingungen ein Unternehmen einer der jeweiligen TIME-Branchen angehört, wurden zur Definition der TIME-Branchen NACE-Industriecodes verwendet. Als Referenz für die einzelnen TIME-Segmente wurde die EVCA-Industrieklassifizierung herangezogen. Zur Klassifikation waren dabei nur die jeweiligen Industriecodes der Unternehmen zum Zeitpunkt der Untersuchung zugänglich. Veränderungen an der NACE-Industrieklassifizierung der betrachteten Unternehmen im Zeitverlauf konnten somit nicht kontrolliert oder berücksichtigt werden. Eine andere Referenztafel oder ein anderes Abgrenzungskriterium würde eventuell zu anderen Ergebnissen führen.

- *Datenaggregation:*

Um die Ausrichtung der CVC-Aktivitäten von TIME-Unternehmen zu analysieren, wurden die Daten auf der Ebene der globalen Konzernmutter aggregiert. Das Aggregationsverfahren unterstellt, dass der Investmentfokus durch die Konzernmutter vorgegeben wird. Ein möglicherweise autarkes Investmentverhalten einzelner Tochterunternehmen wurde nicht berücksichtigt.

Des Weiteren führt die Datenaggregation auf Konzernebene dazu, dass etwaige Unterschiede auf Ebene der CVC-Einheiten nivelliert werden. Die Untersuchungsergebnisse deuten jedoch bereits an, dass Unternehmen CVC-Einheiten mit Fokus auf verschiedenen Regionen oder Finanzierungsphasen gründen (z. B. Bertelsmann SE & CO KGaA mit Bertelsmann Digital Media Ventures und Bertelsmann Asia Investments). Aus organisationstheoretischer Perspektive wäre ein Vergleich der CVC-Aktivitäten der einzelnen CVC-Einheiten innerhalb einer Unternehmung ein weiterer vielversprechender Forschungsansatz zur bisher in der CVC-Forschung nur begrenzt betrachteten Organisationsstruktur von CVC-Programmen (Dushnitsky, 2012, S. 178; Maula, 2007, S. 380).

- *Clusteranalyse:*

Das multivariate Analyseverfahren der Clusteranalyse ist durch eine Vielzahl an Schwächen – wie z. B. dem starken Einfluss des Forschenden – gekennzeichnet. Zur Reduzierung der Auswirkungen dieser methodischen Schwächen wurden mehrere Verfahren angewandt, die jedoch wiederum mit verschiedenen Zielkonflikten in Verbindung stehen. So wurden beispielsweise alle Variablen innerhalb der Untersuchung standardisiert, was dazu führte, dass alle Variablen gleichermaßen zum Untersuchungsergebnis beitragen. Dies reduziert die Unterschiede zwischen den Untersuchungsobjekten, erleichtert jedoch die Interpretation der Clusterergebnisse. Des Weiteren ist zu erwähnen, dass eine deterministische Clusteranalyse zur Identifikation der drei Investmentansätze durchgeführt wurde. Hierdurch wurde jedes Unternehmen eineindeutig einem der Investmentansätze zugeordnet. Eine probabilistische Clusteranalyse würde eventuell Überschneidungen zwischen den drei Investmentansätzen aufzeigen, so dass eine Zuordnung der Investmentansätze anhand eines Kontinuums von aggressiv bis zurückhaltend oder fokussiert bis breitstreuend erfolgen könnte. Die Durchführung einer probabilistischen Clusteranalyse war aufgrund der für die Arbeit zur Verfügung stehenden Software nicht möglich.

- *Primärerhebung:*

Die Untersuchung beschränkt sich auf die in EIKON erfassten Startup-Beteiligungen und deren Charakteristika. Die hierzu in EIKON vorliegenden Variablen beschreiben fast ausschließlich den ‚Kurbelsatz‘ des Organizational Drivetrains. Eine Erweiterung der Variablenbasis mittels Primärerhebungen (Interviews, Befragung) in Kombination mit einem auf den Untersuchungsergebnissen aufbauenden Fallstudienansatz würde die Untersuchungsergebnisse sinnvoll ergänzen. Ziel einer Primärerhebung könnte beispielsweise sein, Aussagen zu den internen Abläufen des ‚Hinterrades‘ des Drivetrains (Due Diligence, Betreuungsintensität, Mitarbeitervergütung etc.) zu tätigen und damit zu einer eventuell vollständigen empirischen Bestätigung des Drivetrain-Konzeptes beizutragen.

Des Weiteren empfiehlt sich eine Primärerhebung unter den Konzern- und CVC-Managern zur Ermittlung der den identifizierten Investmentansätzen unterliegenden Einzelziele. So kann die Untersuchung auf Basis der vergangenen CVC-Aktivitäten und der CVC-Literatur nur Annahmen über die strategischen Einzelziele treffen. Eine Primärerhebung könnte diese Annahmen zu den Motiven der CVC-Aktivitäten be-

stätigen. Weiterhin könnte eine Primärerhebung Einblicke in die Erfolgskontrolle und -beurteilung der CVC-Aktivitäten geben. So waren bisherige, auf der eingereichten Anzahl an Patenten basierende und extern ermittelbare Kennzahlen zur Erfolgsbeurteilung von CVC-Aktivitäten für traditionelle Medienunternehmen nicht anwendbar.

- *Erweiterung der Ventureformen:*

Der Fokus der Studie liegt ausschließlich auf CVC-Aktivitäten. Während CVC in der Literatur als eine der relevantesten Ventureformen zur Reaktion auf turbulente Unternehmensumwelten gilt, sind weitere Ventureformen wie M&A, Allianzen oder Joint Ventures vor allem bei traditionellen Medienunternehmen weit verbreitet (Viguerie et al., 2008). Eine Ausweitung der Studie auf weitere Ventureformen würde eventuell interessante Wechselwirkungen zwischen den Ventureaktivitäten aufdecken und weitere Einblicke in den strategischen Ventureinsatz zur digitalen Transformation geben. Des Weiteren sei angemerkt, dass selbstverständlich auch interne Aktivitäten inklusive der Nutzung interner Ressourcen und Fähigkeiten zum Umgang mit Umweltveränderungen in der externen Unternehmensumwelt eine wesentliche Rolle spielen, was in der vorliegenden Arbeit ebenfalls nur bedingt betrachtet wird.

- *Syndikatinvestments:*

Die Untersuchungsergebnisse zur Transaktionsstruktur zeigen, dass TIME-Unternehmen CVC-Investments häufig gemeinsam tätigen. In diesem Kontext könnten zukünftige Forschungsarbeiten untersuchen, ob vermehrt dieselben TIME-Unternehmen als Investoren in Form von CVC-Allianzen zusammenarbeiten und aus welchen Sektoren sich diese zusammensetzen. So könnte einerseits vermutet werden, dass sich branchenspezifische CVC-Allianzen unter klassischen M&E-Unternehmen zur Verteidigung des Kerngeschäftes gegenüber IT-Unternehmen bilden oder sich andererseits branchenübergreifende CVC-Allianzen formieren, um die sich ergänzenden Kernkompetenzen zum Erfolg des Investments zu nutzen. Schlussendlich können solche Syndikate eventuell auch durch die Start-up-Unternehmen forciert werden, um sich z. B. vor Imitation durch einen der industriellen Investoren zu schützen.

Eine erste (Netzwerk-)Analyse der Syndikattransaktionen der Erhebungsgesamtheit hat gezeigt, dass sich innerhalb der TIME-Industrie tendenziell branchenübergreifende Syndikate bilden. Dabei ist jedes Unternehmen im Durchschnitt mit fünf weiteren Unternehmen in einem Netzwerk verbunden (Hasenpusch, Runge & Baumann, 2016).

- *Betrachtete Untersuchungsobjekte:*

In der Untersuchung wurden ausschließlich Unternehmen berücksichtigt, die im Untersuchungszeitraum regelmäßig CVC-Investitionen getätigt hatten (siehe Kap. 5.2.2). Unternehmen, die nicht oder nur vereinzelt in Start-ups investiert hatten, wurden nicht in Betracht gezogen. Die Aussagen beschränken sich somit ausschließlich auf die durchgeführten CVC-Aktivitäten als Indikator für den Umgang mit der hochdynamischen Unternehmensumwelt. Dies hat in letzter Konsequenz zur Folge, dass die Ergebnisse keine allgemeingültigen Aussagen hinsichtlich der Annahme von bzw. des Umgangs mit den digitalen Branchenherausforderungen darstellen.

Anhang I: Auflistung der Untersuchungsobjekte

Konzernmutter	CVC-Einheiten
Media & Entertainment	
ACCESS INDUSTRIES	Access BridgeGap Ventures
ADOBE SYSTEMS INC	Adobe Systems Inc
ADVANCE PUBLICATIONS INC	Advance Publications Inc
AMAZON.COM INC	Amazon.com Inc
AXEL SPRINGER SE	Axel Springer Digital GmbH Axel Springer Plug and Play Accelerator
BERTELSMANN SE & CO KGAA	Bertelsmann Asia Investment Bertelsmann Digital Media Investments RTL Nederland Ventures B.V.
BLOOMBERG LP	Bloomberg BETA
BROCADE COMMUNICATIONS SYSTEMS INC	Brocade Communication Systems Inc
CADENCE DESIGN SYSTEMS INC	Cadence Design Systems Inc
CITRIX SYSTEMS INC	Citrix Systems Inc (Citrix Start-up Accelerator)
COX ENTERPRISES INC	Cox Enterprises Inc
GEORG VON HOLTZBRINCK GMBH & CO. KG	Holzbrinck Ventures GmbH Holtzbrinck networkXs AG VHB Ventures GmbH Macmillian Digital Education Ltd
GRAHAM HOLDINGS COMPANY	Kaplan VC LLC Graham Holdings Co Kaplan Inc
HEARST CORP	Hearst Corp (Hearst Ventures/ Interactive Media)
HUBERT BURDA MEDIA HOLDING	Burda Digital Ventures GmbH
LIBERTY INTERACTIVE CORPORATION	Liberty Global Ventures QVC Inc Starz
MCGRAW-HILL FINANCIAL, INC.	McGraw-Hill Ventures Inc
MICROSOFT CORP	Microsoft Ventures Microsoft Corp
NATIONAL AMUSEMENTS INC	Cnet Marketplaces Inc (since2008) Viacom International CBS Worldwide
NEW YORK TIMES CO	New York Times Co

Konzernmutter	CVC-Einheiten
ORACLE CORP	Oracle Venture Fund BEA Systems (since 04/2008) Oracle America Inc
PROSIEBENSAT1 MEDIA AG	Prosiebensat 1 Media AG (EPIC Companies GmbH ProSiebenSat 1 Commerce GmbH SevenVentures Austria GmbH SevenVentures GmbH
REED ELSEVIER PLC	Reed Elsevier Inc (Reed Elsevier Ventures)
SALESFORCE.COM, INC.	Salesforce Ventures
SANOMA OYJ	Sanoma Ventures
SHAW COMMUNICATIONS LIMITED	Shaw Ventures Ltd
SINCLAIR BROADCAST GROUP INC	Sinclair Ventures Inc
SYMANTEC CORP	Symantec Corp
SYNOPSIS INC	Synopsis Inc
TIME WARNER INC.	Media Camp Turner Broadcasting System Inc (Aka: New Media Investments) Time Warner Investments
TORSTAR CORPORATION	Torstar Corp
VIVENDI	SFR Developpement SAS Vivendi SA
VOGEL MEDIEN HOLDING GMBH & CO. KG	Vogel Ventures GmbH
Telecommunication	
ALCATEL-LUCENT S.A.	Alcatel Venture Fund Alcatel-Lucent Ventures Alcatel-Lucent USA Inc Alcatel Lucent Shanghai Bell Co Ltd
AT&T INC.	AT&T Corp AT&T Inc AT&T Aspire Accelerator
BCE INC	Bell Mobility Investments Inc BCE Capital
CISCO SYSTEMS INC	Cisco Systems Inc
COMCAST CORPORATION	Comcast Ventures
DEUTSCHE TELEKOM AG	T-Venture Holding GmbH
GLOBE TELECOM INC	Kickstart Ventures Inc

Konzernmutter	CVC-Einheiten
HITACHI LTD	Hitachi America Ltd Hitachi Ltd
JUNIPER NETWORKS INC	Juniper Networks Inc
MOTOROLA SOLUTIONS, INC.	Motorola Mobility Ventures Motorola Solutions Venture Capital
NEXTEL COMMUNICATIONS INC	Nextel Ventures
NIPPON TELEGRAPH AND TELEPHONE CORPORATION	DOCOMO Capital Inc NTT Docomo Ventures Inc (New Name for: NTT Investment Partners Fund Investment, L.P.) Nippon Telegraph and Telephone Corp
QUALCOMM INC	Qualcomm Ventures
ROGERS COMMUNICATIONS INC	Rogers Ventures Ltd Rogers Communications Inc
SK TELECOM CO., LTD.	SK Telecom Ventures
TELEFONICA, SA	Wayra Investigacion y Desarrollo Telefonica SA
TELUS CORPORATION	TELUS Ventures
VERIZON COMMUNICATIONS INC	Verizon Ventures
VODAFONE GROUP PUBLIC LIMITED COMPANY	Vodafone Ventures Ltd Vodafone Egypt Telecommunications Co SAE
Consumer Electronics	
DENALI HOLDINGS LTD	Dell Ventures LP Dell Software Inc
EMC CORP	EMC Ventures
HEWLETT-PACKARD COMPANY	Hewlett-Packard Ventures Hewlett-Packard Strategy and Corporate Development Hewlett-Packard Co
NEC CORPORATION	NEC Corporation of America
SANDISK CORP	SanDisk Ventures SanDisk Corp
SONY CORPORATION	Sony Corp
Internettechnologie	
AOL, INC.	AOL Ventures
CYBERAGENT INC	Cyber Agent Ventures Inc
DIGITAL GARAGE INC	DG Incubation Inc
FIRST DATA CORPORATION	First Data Corp

Konzernmutter	CVC-Einheiten
GMO INTERNET INC.	GMO Venture Partners
GOOGLE INC.	Google Ventures
	Google Capital Management Company
GREE INC	Gree Ventures Inc
SOFTBANK CORP	Softbank Capital Partners L P
	SoftBank China & India Holdings Ltd
	SoftBank Group Corp
UNITED, INC.	United Inc. (Netage Capital Partners)
YAHOO JAPAN CORPORATION	YJ Capital Inc

Anhang II: CVC-Charakteristiken Medien & Entertainment

	N	n	M	Min	Max	Mdn	SD
Organisationsstruktur							
Eigene Rechtspers.	21	688	22	0	131	8	34
Ohne eigene Rechtspers.	17	208	7	0	31	1	8
Investitionsart							
Einzelinvestitionen	22	148	5	0	37	1	7
Syndikatinvestitionen	32	748	23	5	97	14	25
TIME Syndicates	30	147	5	0	26	2	6
Other Syndicates	32	601	19	3	87	12	22
New Investment	32	610	19	4	88	13	20
Follow-on Investment	32	286	9	1	44	5	11
Investitionsrunde	32	896	2,9	1,1	5	2,7	1,1
Ø-Alter PU (Monate)	32	896	44,5	12,3	72,5	45,1	16,8
Fondskonditionen (strukturell)							
Portfoliogröße	32	-	15	5	39	12	9
Akt. Lebensdauer Fonds	32	-	10	1	23	10	6
Investitionsjahre	32	-	8	2	14	8	4
Ø-Transak./ Investitions- jahr	32	-	4	1	11	3	3
Konsequente Transak./Jahr	32	-	6	2	14	5	4
Ø-Haltedauer	32	-	3	0	6	3	1
Min. Haltedauer	32	-	1	0	5	1	1
Max. Haltedauer	32	-	5	1	12	4	4
Finanzierungsphasen							
Seed	18	43	1	0	16	1	3
Early-Stage	31	386	12	0	78	6	17
Expansion	31	322	10	0	39	5	11
Later-Stage	26	145	5	0	26	3	5
Kundenorientierung							
B2A	31	220	7	0	23	5	6
B2C	25	312	10	0	90	4	18
B2B	30	355	11	0	43	8	11
B2G	0	0	0	0	0	0	0
Nicht spezifiziert	4	9	0	0	5	0	1
Internet							
Internet	32	816	26	1	131	16	29
Non-Internet	20	71	2	0	11	1	3
Nicht spezifiziert	4	9	0	0	5	0	1

	N	n	M	Min	Max	Mdn	SD
Industriesegmente							
Kerngeschäft	32	508	16	2	66	10	17
TIME	32	616	19	4	75	12	19
Media & Entertainment	32	508	16	2	66	10	17
Telecommunications	13	36	3	1	6	3	2
IT	19	63	3	1	16	2	3
Consumer Electronics	6	9	2	1	2	2	1
Other	31	280	9	1	57	5	12
Region							
Nordamerika	30	585	20	1	87	14	19
Westeuropa	16	218	14	1	120	6	29
Ostasien	9	45	5	1	32	1	10
Other	15	48	3	1	12	2	3
Exits							
IPO	13	35	1	0	9	0	2
Trade Sale	29	239	7	0	53	3	11
Secondary Sale	6	13	0	0	5	0	1
Buy-back	0	0	0	0	0	0	0
Reverse Takeover	1	1	0	0	1	0	0
Write-off	8	10	0	0	3	0	1
Total	29	298	9	0	68	4	14

Anhang III: CVC-Charakteristiken Telekommunikation

	N	n	M	Min	Max	Mdn	SD
Organisationsstruktur							
Eigene Rechtspers.	15	1128	56	0	240	21	81
Ohne eigene Rechtspers.	11	272	14	0	147	4	32
Investitionsart							
Einzelinvestitionen	15	170	9	0	36	6	11
Syndikatinvestitionen	20	1230	62	7	210	25	70
TIME Syndicates	18	252	13	0	54	7	15
Other Syndicates	20	978	49	5	180	19	56
New Investment	20	845	42	2	155	21	47
Follow-on Investment	20	555	28	1	116	10	34
Investitionsrunde	20	-	3,8	1,5	5,4	3,8	1
Ø-Alter PU (Monate)	20	-	51,7	14,8	79,1	54,7	14,5
Fondskonditionen (strukturell)							
Portfoliogröße	20	-	32	4	237	15	53
Akt. Lebensdauer Fonds	20	-	9	2	21	9	4
Investitionsjahre	20	-	9	3	14	10	4
Ø-Transak./ Investitions- jahr	20	-	6	1	17	4	5
Konsequente Transak./Jahr	20	-	8	3	14	7	4
Ø-Haltedauer	20	-	3	2	6	3	1
Min. Haltedauer	20	-	1	0	5	1	1
Max. Haltedauer	20	-	6	2	12	6	3
Finanzierungsphasen							
Seed	13	31	2	0	5	1	2
Early-Stage	18	374	19	0	84	8	25
Expansion	20	577	29	2	106	13	33
Later-Stage	19	418	21	0	105	7	27
Kundenorientierung							
B2A	20	373	19	1	81	8	24
B2C	18	211	11	0	56	5	15
B2B	20	795	40	4	130	19	42
B2G	2	6	0	0	5	0	1
Nicht spezifiziert	4	15	1	0	8	0	2
Internet							
Internet	20	1144	57	7	187	27	62
Non-Internet	17	192	10	0	49	4	14
Nicht spezifiziert	10	64	3	0	23	1	7

	N	n	M	Min	Max	Mdn	SD
Industriesegmente							
Kerngeschäft	18	159	8	0	31	5	9
TIME	20	863	43	2	150	22	48
Media & Entertainment	19	666	33	0	125	16	39
Telecommunications	18	159	8	0	31	5	9
IT	10	30	2	0	5	1	2
Consumer Electronics	4	8	0	0	4	0	1
Other	20	537	27	1	130	12	34
Region							
Nordamerika	20	1072	54	4	199	28	61
Westeuropa	11	152	8	0	90	1	20
Ostasien	7	58	3	0	24	0	7
Other	13	118	6	0	45	3	11
Exits							
IPO	13	57	3	0	11	2	3
Trade Sale	19	378	19	0	74	9	22
Secondary Sale	5	12	1	0	4	0	1
Buy-back	0	0	0	0	0	0	0
Reverse Takeover	2	3	0	0	2	0	0
Write-off	9	35	2	0	8	0	3
Total	19	485	24	0	94	13	28

Anhang IV: CVC-Charakteristiken Internet Technologie

	N	n	M	Min	Max	Mdn	SD
Organisationsstruktur							
Eigene Rechtspers.	9	730	73	0	326	28	105
Ohne eigene Rechtspers.	2	37	4	0	30	0	9
Investitionsart							
Einzelinvestitionen	8	88	9	0	38	4	12
Syndikatinvestitionen	10	679	68	7	316	26	104
TIME Syndicates	10	120	12	2	37	8	12
Other Syndicates	10	559	56	4	279	18	92
New Investment	10	537	54	3	228	20	72
Follow-on Investment	8	230	23	0	98	6	39
Investitionsrunde	10	-	2,5	1,3	6,4	1,9	1,5
Ø-Alter PU (Monate)	10	-	39,3	22,6	87,6	32,8	18,9
Fondskonditionen (strukturell)							
Portfoliogröße	10	-	17	6	60	13	16
Akt. Lebensdauer Fonds	10	-	5	1	9	4	3
Investitionsjahre	10	-	7	4	14	7	3
Ø-Transak./ Investitions- jahr	10	-	9	1	36	4	11
Konsequente Transak./Jahr	10	-	6	2	14	5	4
Ø-Haltedauer	10	-	3	1	6	2	1
Min. Haltedauer	10	-	1	0	4	1	1
Max. Haltedauer	10	-	4	1	8	3	2
Finanzierungsphasen							
Seed	5	54	5	0	33	1	10
Early-Stage	9	422	42	0	199	16	61
Expansion	10	221	22	1	98	6	35
Later-Stage	8	70	7	0	34	2	11
Kundenorientierung							
B2A	10	235	24	1	99	8	35
B2C	10	266	27	3	99	11	34
B2B	10	260	26	1	125	7	41
B2G	0	0	0	0	0	0	0
Nicht spezifiziert	3	6	1	0	3	0	1
Internet							
Internet	10	704	70	7	285	27	97
Non-Internet	6	40	4	0	25	1	8
Nicht spezifiziert	4	23	2	0	16	0	5

	N	n	M	Min	Max	Mdn	SD
Industriesegmente							
Kerngeschäft	8	37	5	1	12	4	4
TIME	10	575	58	6	238	20	81
Media & Entertainment	10	503	50	5	224	16	73
Telecommunications	5	33	7	1	23	1	10
IT	8	37	5	1	12	4	4
Consumer Electronics	1	2	2	2	2	2	.
Other	10	192	19	1	88	6	28
Region							
Nordamerika	10	571	57	1	317	7	108
Westeuropa	4	12	3	1	6	3	2
Ostasien	8	127	16	2	52	12	16
Other	7	57	8	2	19	5	7
Exits							
IPO	7	30	3	0	11	2	4
Trade Sale	10	111	11	1	59	2	19
Secondary Sale	2	3	0	0	2	0	1
Buy-back	1	1	0	0	1	0	0
Reverse Takeover	0	0	0	0	0	0	0
Write-off	2	7	1	0	5	0	2
Total	10	152	15	2	76	4	25

Anhang V: CVC-Charakteristiken Unterhaltungselektronik

	N	n	M	Min	Max	Mdn	SD
Organisationsstruktur							
Eigene Rechtspers.	4	39	7	0	19	6	7
Ohne eigene Rechtspers.	5	43	7	0	14	7	5
Investitionsart							
Einzelinvestitionen	4	8	1	0	4	1	2
Syndikatinvestitionen	6	74	12	7	22	10	6
TIME Syndicates	6	11	2	1	3	2	1
Other Syndicates	6	63	11	5	19	8	6
New Investment	6	53	9	5	16	8	4
Follow-on Investment	6	29	5	1	10	4	4
Investitionsrunde	6	-	4,3	3,3	5,8	3,8	1,
Ø-Alter PU (Monate)	6	-	61,0	49,3	85,7	57,5	13,5
Fondskonditionen (strukturell)							
Portfoliogröße	6	-	16	6	34	15	10
Akt. Lebensdauer Fonds	6	-	13	5	22	13	6
Investitionsjahre	6	-	7	3	10	6	2
Ø-Transak./ Investitions- jahr	6	-	2	1	3	2	1
Konsequente Transak./Jahr	6	-	3	1	4	4	1
Ø-Haltedauer	6	-	3	2	7	3	2
Min. Haltedauer	6	-	2	0	6	1	2
Max. Haltedauer	6	-	5	2	8	4	3
Finanzierungsphasen							
Seed	1	2	0	0	2	0	1
Early-Stage	5	16	3	0	7	3	2
Expansion	6	35	6	2	12	6	4
Later-Stage	6	29	5	2	7	6	2
Kundenorientierung							
B2A	4	17	3	0	9	3	3
B2C	3	8	1	0	5	1	2
B2B	6	57	10	5	17	6	6
B2G	0	0	0	0	0	0	0
Nicht spezifiziert	0	0	0	0	0	0	0
Internet							
Internet	6	55	9	3	23	7	8
Non-Internet	6	25	4	2	6	5	2
Nicht spezifiziert	2	2	0	0	1	0	1

	N	n	M	Min	Max	Mdn	SD
Industriesegmente							
Kerngeschäft	2	4	2	2	2	2	0
TIME	6	45	8	1	14	6	5
Media & Entertainment	6	34	6	1	12	5	4
Telecommunications	2	2	1	1	1	1	0
IT	2	5	3	2	3	3	1
Consumer Electronics	2	4	2	2	2	2	0
Other	6	37	6	3	12	6	3
Region							
Nordamerika	6	70	12	5	26	9	7
Westeuropa	2	3	2	1	2	2	1
Ostasien	1	1	1	1	1	1	.
Other	2	8	4	4	4	4	0
Exits							
IPO	2	13	2	0	11	0	4
Trade Sale	6	95	16	3	35	10	14
Secondary Sale	3	5	1	0	3	1	1
Buy-back	0	0	0	0	0	0	0
Reverse Takeover	0	0	0	0	0	0	0
Write-off	3	9	2	0	5	1	2
Total	6	122	20	3	52	11	21

Anhang VI: Charakteristika der Investmentansätze

	Aggressive			Attentive			Dispersive			Sig	Paar ³
	F	t	M	F	t	M	F	t	M		
Industrie											
Div.-Grad (Produkt)*	,9	o	,49	,9	-	,31	,4	+	,53	,000	1-2***; 2-3***
Kern-geschäft*	1,3	o	,35	,8	+	,49	,4	--	,16	,001	2-3***
TIME Industrie*	1,2	o	,67	,5	+	,78	,7	-	,59	,000	2-3***
M&E	1,0	o	,62	1,1	o	,58	,5	-	,46	,003	1-3***; 2-3**
Telekom	,0	---	,01	1,9	o	,11	,5	o	,09	,002	1-2***; 1-3***
IT	,4	o	,04	1,2	o	,07	1,0	o	,04	,073	2-3*
CE	,0	---	,00	1,3	o	,01	1,4	o	,01	,243	-
Other	1,2	o	,33	,5	-	,22	,7	+	,41	,000	1-2*; 2-3***
Region											
Div.-Grad (Geo.)*	1,0	+	,40	,4	--	,12	,8	o	,32	,000	1-2***; 2-3***
Ausmaß World Sub Location*	,6	o	,36	,4	--	,11	1,3	+	,51	,000	1-2***; 2-3***
Nordamerika	1,0	--	,33	,2	++	,91	,3	o	,78	,000	1-2***; 1-3**; 2-3**
Westeuropa	2,4	o	,28	,4	-	,05	,3	o	,09	,004	1-2**; 2-3**
Ostasien	2,8	o	,23	,0	---	,02	,1	-	,04	,063	1-2*
Rest	2,1	o	,16	,1	--	,03	,8	o	,09	,007	1-2**; 2-3*
Finanzierungsphasen											
Seed	2,7	o	,07	,7	o	,04	,3	o	,03	,670	-
Early-Stage*	,4	++ +	,64	,6	o	,36	,3	--	,22	,000	1-3***; 1-2***; 2-3*
Expansion*	,9	-	,25	,9	o	,41	,5	o	,38	,000	1-2***; 1-3***
Later-Stage*	,1	---	,05	,8	o	,20	,7	+	,37	,000	1-2***; 1-3***; 2-3***

	Aggressive			Attentive			Dispersive			Sig	Paar ³
	F	t	M	F	t	M	F	t	M		
Technologie											
Internet-related*	,2	++	,95	,3	+	,93	1,4	-	,77	,000	1-3***; 2-3***
B2A	1,3	o	,33	1,0	o	,26	,8	o	,23	,337	-
B2C*	1,2	+	,46	,5	o	,20	,3	--	,11	,000	1-2***; 1-3***
B2B*	,4	---	,20	,5	o	,54	,5	+	,64	,000	1-2***; 1-3***
Transaktionsstruktur											
Einzelinvestitionen	2,0	o	,24	,7	o	,10	,3	o	,10	,059	1-2*
Syndikatinvestitionen	2,0	o	,76	,7	o	,90	,3	o	,90	,059	1-2*
TIME-Syndikats	,8	o	,14	1,3	o	,22	,7	o	,19	,049	1-2**
Other-Syndikats	1,7	o	,62	,9	o	,68	,6	o	,72	,388	-
New Invest.	,6	+	,81	,8	o	,67	1,1	o	,62	,002	1-2**; 1-3***
Follow-on Invest	,6	-	,19	,8	o	,33	1,1	o	,38	,002	1-2**; 1-3***
Invest.-Runde	,1	---	1,8 4	,7	o	3,2 1	,6	+	3,9 3	,000	1-2***; 1-3**
Ø-Alter PU	,4	--	31	,9	o	49	,6	+	54	,000	1-2***; 1-3***
Organisationsstruktur											
Eigene Rechtspers. (N)	1,5	o	1,5	0,7	o	0,7	0,6	o	0,7	,011	1-2***
Ohne Rechtspers. (N)	0,2	---	0,1	1,0	o	0,8	1,2	o	0,8	,002	1-2***; 1-3***
Eigene Rechtspers (n)	,3	++	,94	1,1	o	,54	1,0	o	,59	,002	1-2***; 1-3**
Ohne Rechtspers. (n)	,3	--	,06	1,1	o	,46	1,0	o	,41	,002	1-2***; 1-3**

	Aggressive			Attentive			Dispersive			Sig	Paar ³
	F	t	M	F	t	M	F	t	M		
Fondstruktur											
Portfoliogröße	,2	-	14	,1	o	17	2,6	o	30	,331	-
Akt. Lebensdauer	,6	-	5,1	1,0	o	10,3	,8	o	10,8	,000	1-2***; 1-3***
Investitionsjahre	,7	-	6,1	,9	o	8,3	1,1	o	9,2	,024	1-3**
Ø-Transak./ Investitionsjahr	2,2	o	6,6	,3	o	3,8	,8	o	5,6	,159	-
Konsekutive Transak./Jahr	,5	o	5,3	,9	o	6,0	1,4	o	7,7	,148	-
Ø-Haltedauer	1,1	o	2,44	,8	o	2,51	,8	+	3,70	,001	1-3***; 2-3**
Fondsvolumen	,3	-	59	,2	o	103	2,4	o	180	,003	1-2**; 1-3***
Ø-Transaktionssumme	2,9	o	3,40	,5	o	3,12	,3	o	3,11	,349	-
Exits											
IPO	2,2	o	,17	,5	o	,09	,5	o	,11	,567	-
Trade Sale	2,1	-	,54	,3	+	,85	,2	+	,81	,004	1-2***; 1-3**
Other	,8	o	,05	1,3	o	,07	,7	o	,08	,327	-
Secondary Sale	1,0	o	,03	1,5	o	,03	,3	o	,02	,657	-
Buy-back	-	o	,00	-	o	,00	-	o	,00	,376	-
Reverse Takeover	-	o	,00	-	o	,00	-	o	,00	,049	2-3*
Write-off	,7	o	,02	1,2	o	,04	1,2	o	,05	,124	-

¹ Die mit * gekennzeichneten Variablen sind die clusterbildende Variablen

² Zur besseren Übersicht und vereinfachten Interpretation wurde die t-Werte wie folgt zusammengefasst: ---: $t < -1,5$; --: $t < -1$; -: $t < -0,5$; o: $-0,5 < t < 0,5$; +: $t > 0,5$; ++: $t > 1$; +++: $t > 1,5$

³ Zur Korrektur des α -Fehlers beim Paarvergleich wird die Bonferroni-Korrektur verwendet; Es werden nur signifikante Paarungen angegeben: $p < 0.1^*$, $p < 0.05^*$, $p < 0.01^{***}$

Literaturverzeichnis

- Achleitner, A. K. & Engel, R. (2002). Konstitution und Leistung von Inkubatoren zur wertorientierten Entwicklung von Start-up Unternehmen. In U. Hommel (Hrsg.), *Wertorientiertes Start-up-Management. Grundlagen - Konzepte - Strategien* (S. 684–697). München: Vahlen.
- Achtenhagen, L. (2008). Understanding Entrepreneurship in Traditional Media. *Journal of Media Business Studies*, 5 (1), 123–142.
- Achtenhagen, L. (2016). Developing media management scholarship. A commentary to Picard and Lowe's essay. *Journal of Media Business Studies*, 13 (2), 117–123.
- Achtenhagen, L. & Mierzejewska, B. I. (2016). The Development of Media Management as an Academic Field: Tracing the Contents and Impact of its three Leading Journals. In G. F. Lowe & C. Brown (Hrsg.), *Managing Media Firms and Industries. What's so special about Media Management?* (S. 23–42). Cham: Springer.
- Aernoudt, R. & San José, A. (2003). Executive forum: early stage finance and corporate venture—two worlds apart? *Venture Capital*, 5 (4), 277–286.
- Agarwal, R., Echambadi, R. A., Franco, A. M. & Sarkar, M. B. (2004). Knowledge Transfer through Inheritance: Spin-out Generation, Development, and Survival. *Academy of Management Journal*, 47 (4), 501–522.
- Albrecht, G. (2006). Die "iTunes Story". In T. Hess & S. Doebelin (Hrsg.), *Turbulenzen in der Telekommunikations- und Medienindustrie. Neue Geschäfts- und Erlösmodelle* (S. 103–112). Berlin: Springer-Verlag.
- Alexander, A. & Owers, J. (2009). Divestiture Restructuring in the Media Industries: A Financial Market Case Analysis. *International Journal on Media Management*, 11 (3-4), 102–114.
- Alter, M. & Buchsbaum, L. (2000). Corporate Venturing: Goals, Compensation and Taxes. In Barry D. (Hrsg.), *The Corporate Venturing Directory and Yearbook* (S. 25–29). Massachusetts: Wellesley.
- Ambrosini, V. & Bowman, C. (2009). What are dynamic capabilities and are they a useful construct in strategic management? *International Journal of Management Reviews*, 11 (1), 29–49.
- Ambrosini, V., Bowman, C. & Collier, N. (2009). Dynamic Capabilities: An Exploration of How Firms Renew their Resource Base. *British Journal of Management*, 20, S9–S24.

- Amit, R. & Livnat, J. (1988). Diversification Strategies, Business Cycles and Economic Performance. *Strategic Management Journal*, 9, 99–110.
- Andersen, A. (1998). Net Results: Annual Report on the Communications, Media and Entertainment Industries (Andersen, A., Hrsg.). London.
- Anokhin, S., Peck, S. & Wincent, J. (2016). Corporate venture capital. The role of governance factors. *Journal of Business Research*, 69 (11), 4744–4749.
- Antoncic, B. & Hisrich, R. D. (2004). Corporate entrepreneurship contingencies and organizational wealth creation. *Journal of Management Development*, 23 (6), 518–550.
- Arruda, C., Cozzi, A., Souza, G. & Penido, É. (2013). Towards an understanding of corporate venturing practices in Brazil. *Venture Capital*, 15 (2), 135–149.
- Bacher, J., Pöge, A. & Wenzig, K. (2010). *Clusteranalyse. Anwendungsorientierte Einführung in Klassifikationsverfahren* (3., erg., vollst. überarb. und neu gestaltete Aufl.). München: Oldenbourg.
- Backhaus, K., Erichson, B., Plinke, W. & Weiber, R. (2011). *Multivariate Analysemethoden: Eine anwendungsorientierte Einführung* (Springer-Lehrbuch, 13 Aufl.). Berlin: Springer.
- Bamberger, I. & Wrona, T. (1996). Der Ressourcenansatz und seine Bedeutung für die Strategische Unternehmensführung. *Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung*, 48, 130–153.
- Bankhofer, U. (2004). Data Mining und seine betriebswirtschaftliche Relevanz. *Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis* (4), 365–412.
- Barney, J. B. (1986). Strategic Factor Markets: Expectations, Luck, and Business Strategy. *Management Science*, 32 (10), 1231–1241.
- Barney, J. B. (1989). Asset Stocks and Sustained Competitive Advantage: A Comment. *Management Science*, 35 (12), 1511–1513.
- Barney, J. B. (1991a). Firm Resources and Sustained Competitive Advantage. *Journal of Management*, 17 (1), 99–120.
- Barney, J. B. (1991b). Special Theory Forum The Resource-based Model of the Firm. Origins, Implications, and Prospects. *Journal of Management*, 17 (1), 97–98.
- Barney, J. B. (1995). Looking inside for Competitive Advantage. *Academy of Management Executive*, 9 (4), 49–61.
- Barney, J. B. (2001). Is the Resource-Based "View" a Useful Perspective for Strategic Management Research? Yes. *Academy of Management Review*, 26 (1), 41–58.

- Barney, J. B. (2002). *Gaining and sustaining competitive advantage* (2. Aufl.). Upper Saddle River, NJ: Prentice Hall.
- Barney, J. B. & Hoskisson, R. E. (1990). Strategic Groups: Untested Assertions and Research Proposals. *Managerial and Decision Economics*, 11 (3), 187–198.
- Barney, J. B., Ketchen, D. J. & Wright, M. (2011). The Future of Resource-Based Theory. Revitalization or Decline? *Journal of Management*, 37 (5), 1299–1315.
- Barney, J. B., Wright, M. & Ketchen, D. J. (2001). The resource-based view of the firm: Ten years after 1991. *Journal of Management*, 27 (6), 625–641.
- Barreto, I. (2010). Dynamic Capabilities. A Review of Past Research and an Agenda for the Future. *Journal of Management*, 36 (1), 256–280.
- Basu, S., Phelps, C. & Kotha, S. (2011). Towards understanding who makes corporate venture capital investments and why. *Journal of Business Venturing*, 26 (2), 153–171.
- Battistini, B., Hacklin, F. & Baschera, P. (2013). The State of Corporate Venturing: Insights from a Global Study. *Research-Technology Management*, 56 (1), 31–39.
- Baumann, S. & Hasenpusch, T. C. (2014). Konvergierende Technologien - Konvergierende Geschäftsmodelle: Hybrid TV und Multiscreen. In C. Goutrié, S. Falk-Bartz & I. Wuschig (Hrsg.), *Think CROSS - Change MEDIA. Crossmedia im Jahr 2014 - Eine Standortbestimmung. Eine Standortbestimmung im Jahr 2014* (1. Aufl, S. 11–27). Norderstedt: Books on Demand.
- Beam, R. A. (2006). Quantitative Methods in Media Management and Economics. In A. B. Albarran & S. M. Chan-Olmsted (Hrsg.), *Handbook of Media Management and Economics* (S. 523–552). New York: Routledge.
- Benson, D. & Ziedonis, R. H. (2009). Corporate Venture Capital as a Window on New Technologies: Implications for the Performance of Corporate Investors When Acquiring Startups. *Organization Science*, 20 (2), 329–351.
- Berger, M. & Dördrechter, N. (1998). *Corporate Venture Capital in Deutschland*. Unpublished Working Paper, Wissensch. Hochsch. für Unternehmensführung (WHU) - Otto Beisheim School of Management. Vallendar.

- Bernhardt, V. (2009). Strategische Erneuerung von Medienunternehmen. Entwicklung dynamischer Fähigkeiten im Kontext radikalen Wandels. Bamberg: Difo-Druck GmbH.
- Bestmann, U. (2013). *Börsen- und Finanzlexikon. Rund 4000 Begriffe für Studium und Praxis* (6., vollst. überarb. Aufl., Orig.-Ausg). München: Dt. Taschenbuch-Verl.
- Bhattacharya, U., Galpin, N., Ray, R. & Yu, X. (2009). The Role of the Media in the Internet IPO Bubble. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 44 (3), 657.
- Bielsch, F., Brigl, M., Khanna, D., Ross, A. & Schmiegl, F. (2012). *Corporate Venture Capital: Avoid the Risk, Miss the Rewards* (Boston Consulting Group (BCG), Hrsg.). Berlin.
- Birkinshaw, J. & Hill, S. A. (2005). Corporate Venturing units as vehicles for strategic success. *Organizational Dynamics*, 34 (3), 247–257.
- Bitkom & Roland Berger Strategy Consultants. (2007). *Zukunft digitale Wirtschaft* (Bitkom, Hrsg.). Berlin.
- Blöcher, A. (2001). Due Diligence und Unternehmensbewertung im Akquisitionsprozess. In C. Scott (Hrsg.), *Due Diligence in der Praxis. Risiken minimieren bei Unternehmenstransaktionen* (1. Aufl., S. 29–53). Wiesbaden: Gabler.
- Boccardelli, P. (Strategic Management Society, Hrsg.). (2016). *Call for Proposals. Coopetition and Innovation in Creative Industries*. Verfügbar unter <https://strategicmanagement.net/rome2016/call-for-proposals/call-for-proposals>
- Bortz, J. & Schuster, C. (2010). *Statistik für Human- und Sozialwissenschaftler* (Springer-Lehrbuch, 7., vollständig überarbeitete und erweiterte Auflage). Berlin, Heidelberg: Springer-Verlag Berlin Heidelberg.
- Boué, A. R., Kehlbeck, H. & Leonhartsberger-Heilig, W. (2012). *Basiswissen Private Equity. Was Praktiker über externe Eigenkapitalfinanzierung wissen müssen* (Fachbuch Wirtschaft). Wien: Linde International.
- Bowman, C. & Ambrosini, V. (2003). How the Resource-based and the Dynamic Capability Views of the Firm Inform Corporate-level Strategy. *British Journal of Management*, 14, 289–303.
- Bowman, C. & Collier, N. (2006). A contingency approach to resource-creation processes. *International Journal of Management Reviews*, 8 (4), 191–211.

- Brinkrolf, A. (2002). *Managementunterstützung durch Venture-Capital-Gesellschaften* (Gabler Edition Wissenschaft). Wiesbaden: Deutscher Universitätsverlag.
- Brockmann, M. (1998). Unternehmer in die Konzerne. *impulse* (4), 88–92.
- Brody P. & Ehrlich D. (1998). Can big companies become successful venture capitalists? *McKinsey Quarterly* (2), 50–62.
- Bruhn, M. (2014). *Marketing. Grundlagen für Studium und Praxis* (12., überarb. Aufl.). Wiesbaden: Springer Gabler.
- Bureau van Dijk. (2012). *BvD Beteiligendatenbank – Handbuch* (Bureau van Dijk, Hrsg.). Frankfurt (S. 1–34).
- Burkhardt, C. (2008). *Private Equity als Nachfolgeinstrument für Schweizer KMU* (Bd. 13, 1. Aufl.). Bern: Haupt Verl.
- Busse, C. & Jakobs, H.-J. (Süddeutsche Zeitung, Hrsg.). (2011). *Ein Mann, vier Säulen*. Zugriff am 08.12.2014. Verfügbar unter <http://www.sueddeutsche.de/medien/pro-sieben-sat-thomas-ebeling-ein-mann-vier-saeulen-1.1114631>
- BVK (BVK, Hrsg.). (o. J.). *Corporate Venture Capital*. Zugriff am 03.04.2014. Verfügbar unter http://www.bvkap.de/privateequity.php/cat/39/aid/129/title/Corporate_Venture_Capital-Gesellschaften
- BVK. (2003). *BVK-Statistik. Das Jahr 2003 in Zahlen* (Bundesverband Deutscher Kapitalgesellschaften, Hrsg.). Berlin.
- BVK. (2014). *BVK-Statistik. Der deutsche Beteiligungsmarkt im 1. Halbjahr 2014* (Bundesverband Deutscher Kapitalgesellschaften, Hrsg.). Berlin.
- BVK (Bundesverband Deutscher Kapitalgesellschaften, Hrsg.). (2015). *Glossar*. Zugriff am 05.10.2015. Verfügbar unter <http://www.bvkap.de/beteiligungskapital/glossar>
- BVK. (2016). *BVK-Statistik. Das Jahr 2015 in Zahlen - vorläufige Ergebnisse* (Bundesverband Deutscher Kapitalgesellschaften, Hrsg.). Berlin.
- Bygrave, W. D., Hay, M. & Peeters, J. B. (Hrsg.). (1999). *The venture capital handbook*. London: Financial Times.
- Bygrave, W. D. & Timmons, J. A. (1992). *Venture capital at the crossroads*. Boston, Mass: Harvard Business School Press.
- Campbell, A., Birkinshaw, J., Morrison, A. & van Basten Batenburg, R. (2003). The Future of Corporate Venturing. *MIT Sloan Management Review*, 45 (1), 30–37.

- Chan Olmsted, Sylvia M. & Jamison, M. (2001). Rivalry Through Alliances: Competitive Strategy in the Global Telecommunication Market. *European Management Journal*, 19 (3), 317–331.
- Chan-Olmsted, S. M. (1998). Mergers, Acquisitions, and Convergence: The Strategic Alliances of Broadcasting, Cable Television, and Telephone Services. *Journal of Media Economics*, 11 (3), 33–46.
- Chan-Olmsted, S. M. (2006a). Issues in Media Management and Technology. In A. B. Albarran & S. M. Chan-Olmsted (Hrsg.), *Handbook of Media Management and Economics* (S. 251–273). New York: Routledge.
- Chan-Olmsted, S. M. (2006b). Issues in Strategic Management. In A. B. Albarran & S. M. Chan-Olmsted (Hrsg.), *Handbook of Media Management and Economics* (S. 161–180). New York: Routledge.
- Chan-Olmsted, S. M. & Chang, B.-H. (2003). Diversification Strategy of Global Media Conglomerates Examining Its Patterns and Determinants. *Journal of Media Economics*, 16 (4), 213.
- Chapman, P., Clinton, J., Kerber, R., Khabaza, T., Reinartz, T., Shearer, C. et al. (2000). *CRISP-DM 1.0. Step-by-step data mining guide*. New York (US).
- Chesbrough, H. W. (2002). Making Sense of Corporate Venture Capital. *Harvard Business Review*, 80 (3), 90–99.
- Chesbrough, H. W. & Tucci, C. L. (2004). Corporate Venture Capital in the Context of Corporate Innovation, Elsinore, Denmark.
- Chesbrough, H. W. (2003). Open innovation. The new imperative for creating and profiting from technology. Boston, Mass.: Harvard Business School Press.
- Chon, B. S., Choi, J. H., Barnett, G. A., Danowski, J. A. & Sung-Hee, J. (2003). A Structural Analysis of Media Convergence: Cross-Industry Mergers and Acquisitions in the Information Industries. *Journal of Media Economics*, 2003 (16), 141–158.
- Christensen, C. M. & Raynor, M. E. (2003). Why hard-nose executives should care about management theory. *Harvard Business Review*, 81 (Sept.), 66–74.
- Clasen, N. (2013a). Lost in Disruption? Media Innovator's Dilemma. Wie Medienunternehmen Technologiebrüche managen. *MedienWirtschaft*, 10 (4), 38–46.

- Clasen, N. (2013b). Der digitale Tsunami. Das Innovators Dilemma der traditionellen Medienunternehmen oder wie Google, Amazon, Apple & Co. den Medienmarkt auf den Kopf stellen. Leipzig: Amazon Distribution.
- Cleff, T. (2015). Deskriptive Statistik und Explorative Datenanalyse. Eine computergestützte Einführung mit Excel, SPSS und STATA (3., überarb. u. erw. Aufl. 2015). Wiesbaden: Springer.
- Cohen, W. M. & Levinthal, D. A. (1990). Absorptive Capacity: A New Perspective on Learning and Innovation. *Administrative Science Quarterly*, 35 (1), 128–152.
- Collis, D. J. (1994). Research Note: How Valuable Are Organizational Capabilities? *Strategic Management Journal*, 15, 143–152.
- Collis, D. J. & Montgomery, C. A. (1995). Competing on Resources. Strategy in the 1990s. *Harvard Business Review*, 73 (4), 119–128.
- Compaine, B. & Hoag, A. (2012). Factors Supporting and Hindering New Entry in Media Markets: A Study of Media Entrepreneurs. *International Journal on Media Management*, 14 (1), 27–49.
- Corbett, A., Covin, J. G., O'Connor, G. C. & Tucci, C. L. (2013). Corporate Entrepreneurship: State-of-the-Art Research and a Future Research Agenda. *Journal of Product Innovation Management*, 30 (5), 812–820.
- Covin, J. G., Green, K. M. & Slevin, D. P. (2006). Strategic Process Effects on the Entrepreneurial Orientation-Sales Growth Rate Relationship. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 30 (1), 57–81.
- Covin, J. G. & Lumpkin, G. T. (2011). Entrepreneurial Orientation Theory and Research: Reflections on a Needed Construct. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 35 (5), 855–872.
- Covin, J. G. & Miles, M. P. (2007). Strategic Use of Corporate Venturing. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 31 (2), 183–207.
- Cyert, R. M. & March, J. G. (1963). *A behavioral theory of the firm* (2. Aufl.). Malden, Mass.: Blackwell.
- Danneels, E. (2002). The dynamics of product innovation and firm competences. *Strategic Management Journal*, 23 (12), 1095–1121.
- Danneels, E. (2016). Survey measures of first- and second-order competences. *Strategic Management Journal*, 37 (10), 2174–2188.
- Dauderstädt, P. (2013). *Success Factors in Strategic Corporate Venturing*. Dissertation, Technischen Universität Berlin. Berlin.
- David, R. J. & Han, S.-K. (2004). A systematic assessment of the empirical support for transaction cost economics. *Strategic Management Journal*, 25 (1), 39–58.

- Dennis, E. E. (2002). Prospects for a Big Idea - Is There a Future for Convergence? *International Journal on Media Management*, 5 (1), 7–11.
- Dennis, E. E. & Ash, J. (2001). Toward a taxonomy of new media - management views of an evolving industry. *International Journal on Media Management*, 3 (1), 26–32.
- Denrell, J., Fang, C. & Winter, S. G. (2003). The Economics of Strategic Opportunity. *Strategic Management Journal*, 24 (10), 977–990.
- Di Stefano, G., Peteraf, M. & Verona, G. (2010). Dynamic capabilities deconstructed. A bibliographic investigation into the origins, development, and future directions of the research domain. *Industrial and Corporate Change*, 19 (4), 1187–1204.
- Di Stefano, G., Peteraf, M. & Verona, G. (2014). The Organizational Drivetrain. A Road to Integration of Dynamic Capabilities Research. *Academy of Management Perspectives*, 28 (4), 307–327.
- Dierickx, I. & Cool, K. (1989). Asset Stock Accumulation and Sustainability of Competitive Advantage. *Management Science*, 35 (12), 1504–1511.
- Dierks, M. & Weber, C. (2002). Investitionsentscheidungen klassischer Venture Capital-Gesellschaften und Corporate Venture Capital-Gesellschaften. *Finanzbetrieb*, 4 (11), 684–694.
- Dillerup, R. & Stoi, R. (2013). *Unternehmensführung* (4., komplett überarb. und erw. Aufl). München: Vahlen.
- Duchek, S. (2013). Capturing Absorptive Capacity: A Critical Review and Future Prospects. *Schmalenbach Business Review*, 65, 312–329.
- Dushnitsky, G. (2006). Corporate venture capital: Past evidence and future directions. In M. Casson (Hrsg.), *The Oxford handbook of entrepreneurship* (S. 387–434). Oxford: Oxford Univ. Press.
- Dushnitsky, G. (2011). Riding the Next Wave of Corporate Venture Capital. *Business Strategy Review*, 2011 (22), 44–49.
- Dushnitsky, G. (2012). Corporate Venture Capital in the Twenty-first Century: An Integral Part of Firms' Innovation Toolkit. In D. Cumming (Hrsg.), *The Oxford Handbook of Venture Capital* (S. 156–210). Oxford: Oxford Univ. Press.
- Dushnitsky, G. & Lavie, D. (2010). How alliance formation shapes corporate venture capital investment in the software industry: a resource-based perspective. *Strategic Entrepreneurship Journal*, 4 (1), 22–48.
- Dushnitsky, G. & Lenox, M. J. (2003). When do firms undertake R&D by investing in new ventures? *Academy of Management Proceedings*, 2003 (1), F1-F6.

- Dushnitsky, G. & Lenox, M. J. (2005a). When do firms undertake R&D by investing in new ventures? *Strategic Management Journal*, 26 (10), 947–965.
- Dushnitsky, G. & Lenox, M. J. (2005b). When do incumbents learn from entrepreneurial ventures? Corporate venture capital and investing firm innovation rates. *Research Policy*, 34 (5), 615–639.
- Dushnitsky, G. & Lenox, M. J. (2006). When does corporate venture capital investment create firm value? *Journal of Business Venturing*, 21 (6), 753–772.
- Dushnitsky, G. & Shaver, J. M. (2009). Limitations to interorganizational knowledge acquisition: the paradox of corporate venture capital. *Strategic Management Journal*, 30 (10), 1045–1064.
- Dushnitsky, G. & Zur Shapira. (2010). Entrepreneurial finance meets organizational reality: comparing investment practices and performance of corporate and independent venture capitalists. *Strategic Management Journal*, 31 (9), 990–1017.
- Easterby-Smith, M., Lyles, M. A. & Peteraf, M. A. (2009). Dynamic Capabilities: Current Debates and Future Directions. *British Journal of Management*, 20, S1–S8.
- Easterby-Smith, M., Thorpe, R. & Jackson, P. R. (2015). *Management and business research* (5. Aufl.). London: SAGE Publ.
- Ebermann, E. (Universität Wien, Hrsg.). (2010). *Grundlagen statistischer Auswertungsverfahren*, Institut für Kultur- und Sozialanthropologie. Verfügbar unter <https://www.univie.ac.at/ksa/elearning/cp/quantitative/quantitative-titel.html>
- EBSCO. (2015a). *Academic Search Premier Magazines and Journals* (EBSCO, Hrsg.). Verfügbar unter <https://www.ebscohost.com/titleLists/aph-journals.pdf>
- EBSCO. (2015b). *Business Source Premier Magazines and Journals* (EBSCO, Hrsg.). Verfügbar unter <https://www.ebscohost.com/titleLists/buh-journals.pdf>
- EBSCO. (2015c). *Communication & Mass Media Complete Database Coverage List* (EBSCO, Hrsg.). Verfügbar unter <https://www.ebscohost.com/titleLists/ufh-coverage.pdf>
- Ehlers, A. & Rau, H. (2014). Startup-Finanzierung in der Medienbranche. Gründer zwischen Bootstrapping und Bankkredit, Crowdfunding und Venture Capital (1. Aufl). Baden-Baden: Nomos-Verl.-Ges.

- Eisenhardt, K. M., Furr, N. R. & Bingham, C. B. (2010). CROSSROADS—Microfoundations of Performance. Balancing Efficiency and Flexibility in Dynamic Environments. *Organization Science*, 21 (6), 1263–1273.
- Eisenhardt, K. M. & Martin, J. A. (2000). Dynamic Capabilities: What Are They? *Strategic Management Journal*, 21 (10/11), 1105–1121.
- Engel, J. S. (2011). Accelerating Corporate Innovation: Lessons from the Venture Capital Model. What can corporate innovators learn from the innovation practices of agile start-ups? *Research-Technology Management*, 54 (3), 36–43.
- Eriksson, T. (2013). Methodological issues in dynamic capabilities research – a critical review. *Baltic Journal of Management*, 8 (3), 306–327.
- Ernst, H., Witt, P. & Brachtendorf, G. (2005). Corporate venture capital as a strategy for external innovation: an exploratory empirical study. *R&D Management*, 35 (3), 233–242.
- Ernst & Young. (2009). Global Corporate survey 2008-2009. Benchmarking Programs and Practices (Ernst & Young, Hrsg.). London.
- Ernst & Young. (2013). Turning the corner. Global venture capital insights and trends 2013 (Ernst & Young, Hrsg.). London.
- Ernst & Young. (2015). *Start-up-Barometer Deutschland* (Ernst & Young, Hrsg.). Stuttgart.
- European Commission. (1997, 3. Dezember). Grünbuch zur Konvergenz der Branchen Telekommunikation, Medien und Informationstechnologie und ihren ordnungspolitischen Auswirkungen (European Commission, Hrsg.). Brüssel.
- European Commission. (2001). *Corporate Venturing in Europe* (Directorate-General for Enterprise, Hrsg.). Luxemburg.
- EVCA (European Private Equity & Venture Capital Association (EVCA), Hrsg.). (o. J.a). *About research*. Zugriff am 12.03.2015. Verfügbar unter <http://www.evca.eu/research/about-research/glossary/>
- EVCA. (o. J.b). *The Little Book of Private Equity* (European Private Equity & Venture Capital Association (EVCA), Hrsg.). Brüssel (BE).
- EVCA (European Private Equity & Venture Capital Association (EVCA), Hrsg.). (o. J.c). *What is private equity?* Zugriff am 12.03.2015. Verfügbar unter <http://www.evca.eu/about-private-equity/private-equity-explained/>
- Fang, L. & Chan-Olmsted, S. M. (2002). Partnerships between the Old and the New: Examining the Strategic Alliances between Broadcast Television Networks and Internet Firms in the Context of Convergence. *International Journal on Media Management*, 5 (1), 47–56.

- Faustino, P. & Ribeiro, L. (2016). Convergence, Similarities and Distinctions in Management Across Media Industries. In G. F. Lowe & C. Brown (Hrsg.), *Managing Media Firms and Industries. What's so special about Media Management?* (S. 61–81). Cham: Springer.
- Fayyad, U., Piatestsky-Shapiro, G. & Smyth, P. (1996). From Data Mining to Knowledge Discovery in Databases. *AI Magazine*, 17 (3), 37–54.
- Ferrier, M. B. (2013). Media Entrepreneurship: Curriculum Development and Faculty Perceptions of What Students Should Know. *Journalism & Mass Communication Educator*, 68 (3), 222–241.
- Finkle, T. A. (2012). Corporate Entrepreneurship and Innovation in Silicon Valley: The Case of Google, Inc. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 36 (4), 863–884.
- Fransman, M. (2010). *The new ICT ecosystem. Implications for policy and regulation*. Cambridge, UK: Cambridge University Press.
- Freese, B. (2006). Corporate-Venture-Capital-Einheiten als Wissensbroker. Empirische Untersuchung interorganisationaler Beziehungen zwischen Industrie- und Start-up-Unternehmen (Gabler Edition Wissenschaft). Wiesbaden: Deutscher Universitäts-Verlag.
- Freese, B., Keil, T. & Teichert, T. (2007). Fostering entrepreneurial firms: recognizing and adapting radical innovation through corporate venture capital investments. In F. Thérin (Hrsg.), *Handbook of research on techno-entrepreneurship* (S. 111–125). Cheltenham: Edward Elgar.
- Fromm, S. (2012). Datenanalyse mit SPSS für Fortgeschrittene 2: Multivariate Verfahren für Querschnittsdaten (2. Aufl.). Wiesbaden: VS Verlag für Sozialwissenschaften.
- Fuchs, A. (2013). Das strategische Management von Corporate Entrepreneurship. Empirische Kausalanalysen am Beispiel der deutschen Automobilindustrie. Wiesbaden: Springer.
- Fulghieri, P. & Sevilir, M. (2009). Organization and Financing of Innovation, and the Choice between Corporate and Independent Venture Capital. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 44 (06), 1291.
- Gaba, V. & Bhattacharya, S. (2012). Aspirations, innovation, and corporate venture capital: A behavioral perspective. *Strategic Entrepreneurship Journal*, 6 (2), 178–199.
- Gaba, V. & Meyer, A. D. (2008). Crossing the Organizational Species Barrier: How Venture Capital Practices Infiltrated the Information Technology Sector. *Academy of Management Journal*, 51 (5), 976–998.
- Gabriel, R., Gluchowski, P. & Pastwa, A. (2011). *Data warehouse & data mining* (Informatik, 1. Nachdr.: Oktober 2011). Herdecke: W3L-Verlag.

- Galbraith, C. & Schendel, D. (1983). An Empirical Analysis of Strategy Types. *Strategic Management Journal*, 4 (2), 153–173.
- Garcia-Munilo, M. & MacInnes, I. (2002). The impact of technological convergence on the regulation of ICT industries. *International Journal on Media Management*, 5 (1), 57–67.
- Gennis, M. & Gundlach, H. (2014). Wer sind die Gatekeeper der Konvergenzmedien? *Media Perspektiven* (10), 507–524.
- George, B. A. (2011). Entrepreneurial Orientation: A Theoretical and Empirical Examination of the Consequences of Differing Construct Representations. *Journal of Management Studies*, 48 (6), 1291–1313.
- George, B. A. & Marino, L. (2011). The Epistemology of Entrepreneurial Orientation: Conceptual Formation, Modeling, and Operationalization. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 35 (5), 989–1024.
- Gerpott, T. J. (2003a). Konvergenzstrategien von Mobilfunk- und Festnetzdiensteanbietern. *Schmalenbachs Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung*, 55 (6), 628–649.
- Gerpott, T. J. (2003b). Unternehmenskooperationen in der Telekommunikationswirtschaft. In J. Zentes, B. Swoboda & D. Morschett (Hrsg.), *Kooperationen, Allianzen und Netzwerke. Grundlagen - Ansätze - Perspektiven* (S. 1205–1229). Wiesbaden: Gabler Verlag.
- Giersberg, F. (2014). *Internationale TV-Marktdaten 2014*, Verband Privater Rundfunk und Telemedien e.V.
- Gilligan, J. & Wright, M. (2014). *Private equity demystified. An explanatory guide* (Third edition). London: ICAEW.
- Ginsberg, A. & Hay, M. (1994). Confronting the Challenges of Corporate Entrepreneurship. Guidelines for Venture Managers. *European Management Journal*, 12 (4), 382–389.
- Gläser, M. (2010). *Medienmanagement* (Vahlens Handbücher der Wirtschafts- und Sozialwissenschaften, 2., aktualisierte und überarb. Aufl.). München: Vahlen.
- Gómez-Mejía, L. R. & Palich, L. E. (1997). Cultural Diversity and the Performance of Multinational Firms. *Journal of International Business Studies*, 28 (2), 309–335.
- Gompers, P. & Lerner, J. (1998). The Determinants of Corporate Venture Capital Success: Organizational Structure, Incentives, and Complementarities. In R. K. Morck (Hrsg.), *Concentrated Corporate Ownership* (S. 17–50). Chicago: University of Chicago Press.
- Gompers, P. A. & Lerner, J. (1999). *The venture capital cycle*. Cambridge, Mass.: MIT Press.

- Gossel, B. M. & Will, A. (2012). Neue Medien - neue Wertschöpfung - neue Unternehmen. Eine theoretische Betrachtung medialer Potenziale für den Entrepreneurship-Prozess. In C. Kolo (Hrsg.), *Wertschöpfung durch Medien im Wandel* (1. Aufl, S. 321–336). Baden-Baden: Nomos.
- Götte, S. (2003). Konvergenz der TIME-Märkte. Empiriegestützte Entwicklung eines adaptiven und innovativen Konzeptrahmens für ein kooperatives und integrierendes, geschäftskundenbezogenes Marketingmanagement Schweizer Anbieter (Hamburger Schriften zur Marketingforschung, Bd. 20, 1. Aufl.). München u.a: Hampp.
- Goyanes, M. & Dürrenberg, C. (2014). A Taxonomy of Newspapers based on Multi-Platform and Paid Content Strategies. Evidences from Spain. *International Journal on Media Management*, 16 (1), 27–45.
- Graham, P. (paulgraham.com, Hrsg.). (2005). *How to Fund a Startup*. Zugriff am 03.03.2015. Verfügbar unter <http://paulgraham.com/startupfunding.html>
- Granovetter, M. (1985). Economic Action and Social Structure: The problem of Embeddedness. *American Journal of Sociology*, 91 (3), 481–510.
- Grant, R. & Verona, G. (Forthcoming). Measuring Competence. In D. J. Teece & M. Augier (Hrsg.), *Palgrave Encyclopedia of Strategic Management*. UK: Palgrave Macmillan.
- Grant, R. M. (1991). The Resource-Based Theory of Competitive Advantage: Implications for Strategy Formulation. *California Management Review*, 33 (3), 114–136.
- Graybeal, G., Martinez, J. & Lee Angela (2016, Mai). Cooperative Working Spaces, Accelerators & Incubators Resource Allocation: A Case Study of Two Emerging Entrepreneurial Ecosystems, New York.
- Greenstein, S. & Khanna, T. (1997). What does Industry Convergence mean? In D. B. Yoffie (Hrsg.), *Competing in the age of digital convergence* (S. 201–224). Boston, Mass.: Harvard Business School Press.
- Greenthal, R. P. & Larson, J. A. (1983). Venturing into Venture Capital. *McKinsey Quarterly*, 70–79.
- Grummer, J.-M. & Brorhilker, J. (Gründerszene, Hrsg.). (2012). *Möglichkeiten der Finanzierung in der Seed-Phase*. Zugriff am 03.03.2015. Verfügbar unter <http://www.gruenderszene.de/finanzen/phasengerechte-finanzierung-seed-phase>

- Gutberlet, M. (2009). Die Auswirkungen neuer Geschäfts-, Wirtschafts- und Gesellschaftsmodelle für die Zukunft der ITK-Branche. In A. Picot & S. Doeblin (Hrsg.), *Innovationsführerschaft durch Open Innovation. Chancen für die Telekommunikations-, IT- und Medienindustrie* (1. Aufl., S. 4–23). Berlin: Springer.
- Guth, W. D. & Ginsberg, A. (1990). Guest Editors' Introduction: Corporate Entrepreneurship. *Strategic Management Journal*, 11, 5–15.
- Hagenhoff, S. (2003). Innovationsmanagement im TIME-Bereich: Forschungsbegründung und State of the Art in der Literatur. Arbeitsbericht, Georg-August-Universität. Göttingen.
- Haid, D. (2004). Corporate Entrepreneurship im strategischen Management. Ansatz zur Implementierung des Unternehmertums im Unternehmen (Gabler Edition Wissenschaft). Wiesbaden, s.l: Deutscher Universitätsverlag.
- Hair, J. F. (1998). *Multivariate data analysis* (5. Aufl.). Upper Saddle River, NJ: Prentice Hall.
- Hallen, B. L., Katila, R. & Rosenberger, J. D. (2014). How do social defenses work? A resource-dependence lens on technology ventures, venture capital investors and corporate relationships. *Academy of Management Journal*, 57 (4), 1078–1101.
- Hang, M. (2007). *Media business venturing. A study on the choice of organizational mode* (JIBS dissertation series, Bd. 044). Jönköping: Jönköping International Business School.
- Hang, M. & Van Weezel, A. (2007). Media and Entrepreneurship: What Do We Know and Where Should We Go? *Journal of Media Business Studies*, 4 (1), 51–70.
- Hardymon, G. F., DeNino, M. J. & Salter, M. S. (1983). When Corporate Venture Capital doesn't work. *Harvard Business Review*, 61 (3), 114–120.
- Hartigan, J. A. & Mohanty, S. (1992). The runt test for multimodality. *Journal of Classification*, 9 (1), 63–70.
- Hasenpusch, T. C. (2015, Mai). New Business Development in the Media Industry. An Analysis of Media Firms Corporate Venture Capital Investments, Annual European Media Management Conference 2015, Hamburg.
- Hasenpusch, T. C. (2016, Mai). Strategic Media Venturing: Corporate Venture Capital as a Strategic Tool for Media Firms, New York (US).
- Hasenpusch, T. C. & Baumann, S. (Forthcoming). Strategic Media Venturing: Corporate Venture Capital Approaches of TIME Incumbents. *International Journal on Media Management*.

- Hasenpusch, T. C. & Baumann, S. (2016a). Strategic Media Venturing: Private Equity Investments as a Strategic Tool for Media Firms. In S. Tarba & Y. Weber (Hrsg.), *Mergers and acquisitions, entrepreneurship and innovation* (S. 77–110). Emerald Group Publishing.
- Hasenpusch, T. C. & Baumann, S. (2016c, September). *Strategic Media Venturing: Corporate Venture Capital investments of TIME incumbents*, TIE (Technology, Innovation, Entrepreneurship) Conference, Kopenhagen.
- Hasenpusch, T. C., Runge, F. & Baumann, S. (2016, Juni). *Collaborative Media Networks: An Analysis of Media Firms' collaborative Venture Capital Activities*, Annual European Media Management Conference 2016, Porto.
- Hass, B. H. (2011). Intrapreneurship and Corporate Venturing in the Media Business: A Theoretical Framework and Examples from the German Publishing Industry. *Journal of Media Business Studies*, 8 (1), 47–68.
- Hauschild, S. & Knyphausen-Aufseß, D. zu. (2013). The resource-based view of diversification success: conceptual issues, methodological flaws, and future directions. *Review of Managerial Science*, 7 (3), 327–363.
- Hauschildt, J., Salomo, S., Schultz, C. & Kock, A. (2016). *Innovationsmanagement* (6., vollständig aktualisierte und überarbeitete Auflage). München: Verlag Franz Vahlen.
- Hay, M., Verdin, P. & Williamson, P. (1993). Successful New Ventures: Lessons for Entrepreneurs and Investors. *Long Range Planning*, 26 (5), 31–41.
- Helfat, C. E. & Peteraf, M. A. (2009). Understanding dynamic capabilities. Progress along a developmental path. *Strategic Organization*, 7 (1), 91–102.
- Helfat, C. E., Finkelstein, S., Mitchell, W., Peteraf, M. A., Singh, H. & Winter, S. G. (2007). *Dynamic capabilities. Understanding strategic change in organizations*. Malden, MA: Blackwell Publ.
- Helfat, C. E. & Peteraf, M. A. (2003). The dynamic resource-based view: capability lifecycles. *Strategic Management Journal*, 24 (10), 997–1010.
- Helfat, C. E. & Winter, S. G. (2011). Untangling Dynamic and Operational Capabilities. Strategy for the (N)ever-Changing World. *Strategic Management Journal*, 32 (11), 1243–1250.
- Hess, R. (2007). Private Equity. Finanzierungsalternative für den Mittelstand. Berlin: BWV Berliner Wiss.-Verl.
- Hess, T. (2014). What is a Media Company? A Reconceptualization for the Online World. *International Journal on Media Management*, 16 (1), 3–8.

- Hill, S. A. & Birkinshaw, J. (2014). Ambidexterity and Survival in Corporate Venture Units. *Journal of Management*, 40 (7), 1899–1931.
- Hill, S. A. & Birkinshaw, J. (2008). Strategy–organization configurations in corporate venture units: Impact on performance and survival. *Journal of Business Venturing*, 23 (4), 423–444.
- Hill, S. A., Maula, M., Birkinshaw, J. M. & Murray, G. C. (2009). Transferability of the venture capital model to the corporate context: Implications for the performance of corporate venture units. *Strategic Entrepreneurship Journal*, 3 (1), 3–27.
- Hipp, H. A. (2003). Corporate Venture Capital als Innovationsmotor in einem Medienunternehmen. In F. Habann (Hrsg.), *Innovationsmanagement in Medienunternehmen* (S. 249–273). Wiesbaden: Gabler Verlag.
- Hippner, H., Grieser, L. & Wilde, K. D. (2011). Data Mining – Grundlagen und Einsatzpotenziale in analytischen CRM-Prozessen. In H. Hippner, B. Hubrich & K. D. Wilde (Hrsg.), *Grundlagen des CRM. Strategie, Geschäftsprozesse und IT-Unterstützung* (3., vollständig überarbeitete und erweiterte Auflage, S. 784–810). Wiesbaden: Springer Fachmedien.
- Hirt, M. & Willmott, P. (2014). *Strategic principles for competing in the digital age* (McKinsey & Company, Hrsg.).
- Hitt, M. A., Ireland, R. D., Sirmon, D. G. & Trahms, C. A. (2011). Strategic Entrepreneurship: Creating Value for Individuals, Organizations, and Society. *Academy of Management Perspectives*, 25 (2), 57–75.
- Hoag, A. (2008). Measuring Media Entrepreneurship. *International Journal on Media Management*, 10 (2), 74–80.
- Hochberg, Y. V., Ljungqvist, A. & Lu, Y. (2007). Whom You Know Matters: Venture Capital Networks and Investment Performance. *Journal of Finance* (1), 251–301.
- Hock, M. (Frankfurter Allgemeine Zeitung GmbH, Hrsg.). (2013). *Reverse Takeover - gar nicht so selten*. Verfügbar unter <http://www.faz.net/aktuell/finanzen/aktien/tui-reverse-takeover-gar-nicht-so-selten-12027059.html>
- Hofstede, G. (1984). *Culture's consequences. International differences in work-related values* (Cross-cultural research and methodology series, Bd. 5, 1. Aufl.). Beverly Hills, Calif.: SAGE.
- Holznagel, B. (2007). Medien oder Infrastruktur - Wer gewinnt den Kampf der Plattformen. In A. Picot & A. Freyberg (Hrsg.), *Infrastruktur und Services - Das Ende einer Verbindung? Die Zukunft der Telekommunikation* (1. Aufl., S. 1–13). Berlin: Springer-Verlag.

- Hoopes, D. G., Madsen, T. L. & Walker, G. (2003). Guest Editors' Introduction to the Special Issue: Why Is There a Resource-Based View? Toward a Theory of Competitive Heterogeneity. *Strategic Management Journal*, 24 (10), 889–902.
- Howard, T. & Venkatraman, N. (1988). Research on Strategic Groups: Progress and Prognosis. *Journal of Management Studies*, 25 (6), 537–555.
- Huang, J. S. & Heider, D. (2007). Media Convergence: A Case Study of a Cable News Station. *International Journal on Media Management*, 9 (3), 105–115.
- Hülsebüsch, D. & Haug, A. (2013). Hohe Innovationsgeschwindigkeit durch Best-Practice-Corporate-Venture-Capital. In G. Heinemann, K. Haug & M. Gehrckens (Hrsg.), *Digitalisierung des Handels mit ePace. Innovative E-Commerce-Geschäftsmodelle und digitale Zeitvorteile* (S. 255–274). Wiesbaden: Springer Fachmedien Wiesbaden.
- Hungenberg, H. (2014). *Strategisches Management in Unternehmen. Ziele - Prozesse - Verfahren* (8., Aufl. 2014). Wiesbaden: Springer Fachmedien Wiesbaden GmbH.
- Hutterer, P. (2013). *Dynamic Capabilities und Innovationsstrategien. Interdependenzen in Theorie und Praxis*. Wiesbaden: Springer Gabler.
- IFM (Institut für Medien- und Kommunikationspolitik, Hrsg.). (2014). *Ranking - Die 50 größten Medienkonzerne 2014*. Zugriff am 19.01.2015. Verfügbar unter <http://www.mediadb.eu/rankings/intl-medienkonzerne-2014.html>
- Institut für Publizistikwissenschaft und Medienforschung (Universität Zürich, Hrsg.). (o. J.). *Methodenberatung. Datenanalyse*. Zugriff am 12.01.2015. Verfügbar unter <http://www.methodenberatung.uzh.ch/de.html>
- Ireland, R. D., Covin, J. G. & Kuratko, D. F. (2009). Conceptualizing Corporate Entrepreneurship Strategy. *Entrepreneurship: Theory & Practice*, 33 (1), 19–46.
- Jung, J. & Chan-Olmsted, S. M. (2005). Impacts of media conglomerates' dual diversification on financial performance. *Journal of Media Economics*, 18 (3), 183–202.
- Kann, A. (2001). *Strategic Venture Capital Investing by Corporations. A Framework for Structuring and Valuing Corporate Venture Capital Programs*. Dissertation, Stanford. California.
- Kaspar, C. & Hagenhoff, S. (2003). *Strategisches Management in der Medienbranche*. Arbeitsbericht, Georg-August-Universität. Göttingen.

- Katila, R., Rosenberger, J. D. & Eisenhardt, K. M. (2008). Swimming with Sharks: Technology Ventures, Defense Mechanisms and Corporate Relationships. *Research Policy*, 37 (2), 295–332.
- Kaye, J. & Quinn, S. (2010). Funding journalism in the digital age. Business models, strategies, issues and trends. New York, NY: Lang.
- Keil, T. (2000). *External Corporate Venturing. Cognition, speed, and capability development*. Dissertation, Helsinki University of Technology. Espoo.
- Keil, T. (2002). External corporate venturing. Strategic renewal in rapidly changing industries. Westport, Conn: Quorum Books.
- Keil, T. (2004). Building External Corporate Venturing Capability*. *Journal of Management Studies*, 41 (5), 799–825.
- Keil, T., Autio, E. & George, G. (2008). Corporate Venture Capital, Disembodied Experimentation and Capability Development. *Journal of Management Studies*, 45 (8), 1475–1505.
- Keil, T., Maula, M., Schildt, H. & Zahra, S. A. (2008). The effect of governance modes and relatedness of external business development activities on innovative performance. *Strategic Management Journal*, 29 (8), 895–907.
- Keil, T., Maula, M. & Wilson, C. (2010). Unique Resources of Corporate Venture Capitalists as a Key to Entry into Rigid Venture Capital Syndication Networks. *Entrepreneurship: Theory & Practice*, 34 (1), 83–103.
- Keil, T., Zahra, S. A. & Maula, M. (2004). Explorative and Exploitive Learning from Corporate Venture Capital: A Mode of Program Level Determinants. *Academy of Management Proceedings*, 2004 (1), L1–L6.
- Ketchen, D. J. & Shook, C. L. (1996). The Application of Cluster Analysis in Strategic Management Research: An Analysis and Critique. *Strategic Management Journal*, 17 (6), 441–458.
- Keuper, F. & Hans, R. (2003). Strategisches Konvergenz Management. In B. W. Wirtz (Hrsg.), *Handbuch Medien- und Multimediamanagement* (S. 793–834). Wiesbaden: Gabler Verlag.
- King, A. A. & Tucci, C. L. (2002). Incumbent Entry into New Market Niches: The Role of Experience and Managerial Choice in the Creation of Dynamic Capabilities. *Management Science*, 48 (2), 171–186.
- Knyphausen-Aufseß, D. zu. (1993). Why are Firms different? Der Ressourcenorientierte Ansatz im Mittelpunkt einer aktuellen Kontroverse des strategischen Management. *Die Betriebswirtschaft (DBW)*, 53 (6), 771–792.

- Knyphausen-Aufseß, D. zu. (2005). Corporate Venture Capital: Who Adds Value? *Venture Capital*, 7 (1), 23–49.
- Kogut, B. & Zander, U. (1992). Knowledge of the Firm, Combinative Capabilities, and the Replication of Technology. *Organization Science*, 3 (3), 383–397.
- Kolo, C. & Vogt, P. (2003). Strategies for Growth in the Media and Communications Industry: Does Size Really Matter? *The International Journal on Media Management*, 4 (4), 251–261.
- Kommorowski, M. (2016, Juni). Untangling media clusters: Towards a new typology, Porto.
- Kondratieff, N. (1984). *The long wave cycle*. New York: Richardson & Snyder.
- Krahl, D., Windheuser, U. & Zick, F.-K. (Hrsg.). (1998). *Data Mining. Einsatz in der Praxis* (1. Aufl.). Bonn: Addison-Wesley-Longman.
- Krebs, J. (2012). Syndizierung von Venture-Capital-Investitionen. Eine Analyse der Zusammenhänge mit dem Beteiligungserfolg (Schriften zum europäischen Management). Wiesbaden: Gabler Verlag.
- Kreiser, P. M., Marino, L. & Weaver, M. K. (2002). Assessing the Psychometric Properties of the Entrepreneurial Orientation Scale: A Multi-Country Analysis. *Entrepreneurship: Theory & Practice*, 26 (4), 71–94.
- Krohmer, P. (2008). *Essays in Financial Economics: Risk and Return of Private Equity*, Johann Wolfgang Goethe Universität. Frankfurt am Main.
- Kuratko, D. F. (2009). The entrepreneurial imperative of the 21st century. *Business Horizons*, 52 (5), 421–428.
- Kuratko, D. F. & Audretsch, D. B. (2009). Strategic Entrepreneurship: Exploring Different Perspectives of an Emerging Concept. *Entrepreneurship Theory & Practice*, 33 (2), 1–17.
- Kuß, A., Wildner, R. & Kreis, H. (2014). *Marktforschung. Grundlagen der Datenerhebung und Datenanalyse* (5., vollst. überarb. u. erw. Aufl. 2014). Wiesbaden, s.l.: Springer Fachmedien Wiesbaden.
- Landau, C. (2010). *Wertschöpfungsbeiträge durch Private-Equity-Gesellschaften* (Gabler Research, 1. Aufl. 2010). Wiesbaden: Gabler Verlag / Springer Fachmedien Wiesbaden GmbH Wiesbaden.
- Lane, P. J. & Lubatkin, M. (1998). Relative Absorptive Capacity and Interorganizational Learning. *Strategic Management Journal*, 19 (5), 461–477.

- Lee, S. U. & Kang, J. (2015). Technological Diversification through Corporate Venture Capital Investments. Creating Various Options to Strengthen Dynamic Capabilities. *Industry and Innovation*, 22 (5), 349–374.
- Löbbecke, C. (2006). Digitalisierung. Technologien und Unternehmensstrategien. In C. Scholz (Hrsg.), *Handbuch Medienmanagement. Mit 46 Tabellen* (S. 357–373). Berlin, Heidelberg: Springer-Verlag Berlin Heidelberg.
- Lockett, A., Thompson, S. & Morgenstern, U. (2009). The development of the resource-based view of the firm: A critical appraisal. *International Journal of Management Reviews*, 11 (1), 9–28.
- Lojewski, G. von (2010). Rundfunk und Fernsehen im digitalen Zeitalter. In M. Friedrichsen, J. Wendland & G. Woronenkova (Hrsg.), *Medienwandel durch Digitalisierung und Krise. Eine vergleichende Analyse zwischen Russland und Deutschland* (1. Aufl, S. 19–25). Baden-Baden: Nomos-Verl.-Ges.
- Lowe, G. F. & Brown, C. (Hrsg.). (2016). *Managing Media Firms and Industries. What's so special about Media Management?* (Media business and innovation). Cham: Springer.
- Lücken, J. & Schimmelpfennig, H. (2015). Bestimmung der Clusteranzahl. *Planung & Analyse* (4), 53.
- Luther, S. & Broich, A. (2005). Diversifikation versus Fokussierung - Strategisches Portfoliomanagement am Beispiel der Bertelsmann AG. In H. Hungenberg (Hrsg.), *Handbuch strategisches Management* (2., überarb. und erw. Aufl, S. 143–163). Wiesbaden: Gabler.
- Macharzina, K. & Wolf, J. (2012). *Unternehmensführung. Das internationale Managementwissen ; Konzepte - Methoden - Praxis* (Lehrbuch, 8., vollst. überarb. und erw. Aufl). Wiesbaden: Springer Gabler.
- Mackewicz & Partner. (2003). *Corporate Venture Capital - Window on the World* (Mackewicz & Partner, Hrsg.). München.
- MacMillan, I. C., Roberts, E., Livada, V. & Wang, A. (2008). Corporate Venture Capital (CVC) Seeking Innovation and Strategic Growth. Recent patterns in CVC mission, structure, and investment (U.S. Department of Commerce, Hrsg.). Gaithersburg, Baltimore (U.S.): National Institute of Standards and Technology.
- MacMillan, I. C., Siegel, R. & Narasimha, P. (1985). Criteria used by venture capitalists to evaluate new venture proposals. *Journal of Business Venturing*, 1 (1), 119–128.

- Maijanen, P. (2016, Juli). *Recent advances in strategic management*, emma Doctoral Summer School 2016, Wilhelmshaven.
- Maijanen, P. & Virta, S. (2016). Managing Exploration and Exploitation in a Media Organisation - A Capability-based Approach to Ambidexterity, Annual European Media Management Conference 2016, Porto.
- Makadok, R. (2001). Toward a synthesis of the resource-based and dynamic-capability views of rent creation. *Strategic Management Journal*, 22 (5), 387–401.
- Maritan, C. A. & Peteraf, M. A. (2011). Invited Editorial. Building a Bridge Between Resource Acquisition and Resource Accumulation. *Journal of Management*, 37 (5), 1374–1389.
- Maula, M. (2001). Corporate venture capital and the value-added for technology-based new firms. Dissertation, Helsinki University of Technology. Espoo.
- Maula, M. (2007). Corporate venture capital as strategic tool for corporations. In H. Landström (Hrsg.), *Handbook of research on venture capital* (S. 371–392). Cheltenham: Edward Elgar.
- Maula, M., Autio, E. & Murray, G. (2005). Corporate Venture Capitalists and Independent Venture Capitalists: What do they know, Who do They Know and Should Entrepreneurs Care? *Venture Capital*, 7 (1), 3–21.
- Maula, M., Autio, E. & Murray, G. C. (2009). Corporate venture capital and the balance of risks and rewards for portfolio companies. *Journal of Business Venturing*, 24 (3), 274–286.
- Maula, M. & Murray, G. (2000). Corporate venture capital and the exercise of the options to acquire. *Working Paper*, 1–8.
- McNally, K. (1997). Corporate venture capital. Bridging the equity gap in the small business sector. London, New York: Routledge.
- Meuleman, M., Amess, K., Wright, M. & Scholes, L. (2009). Agency, Strategic Entrepreneurship, and the Performance of Private Equity-Backed Buyouts. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 33 (1), 213–239.
- Mierzejewska, B. I. & Hollifield, A. C. (2006). Theoretical Approaches in Media Management Research. In A. B. Albarran & S. M. Chan-Olmsted (Hrsg.), *Handbook of Media Management and Economics* (S. 37–66). New York: Routledge.
- Mierzejewska, B. I. & Shaver, D. (2014). Key Changes Impacting Media Management Research. *International Journal on Media Management*, 16 (2), 47–54.

- Miller, D. (1983). The Correlates of Entrepreneurship in Three Types of Firms. *Management Science*, 29 (7), 770–791.
- Miller, D. (2011). Miller (1983) Revisited: A Reflection on EO Research and Some Suggestions for the Future. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 35 (5), 873–894.
- Milligan, G. W. & Cooper, M. C. (1985). An examination of procedures for determining the number of clusters in a data set. *Psychometrica*, 50 (2), 159–179.
- Mintzberg, H., Ahlstrand, B. & Lampel, J. (1999). *Strategy Safari. Eine Reise durch die Wildnis des strategischen Managements*. Wien: Ueberreuter.
- Mohamed, A. & Schwienbacher, A. (2016). Voluntary disclosure of corporate venture capital investments. *Journal of Banking & Finance*, 68, 69–83.
- Montgomery, C. A. (1982). The Measurement of Firm Diversification: Some New Empirical Evidence. *Academy of Management Journal*, 25 (2), 299–307.
- Morris, M. H., Kuratko, D. F. & Covin, J. G. (2007). *Corporate entrepreneurship and innovation. Entrepreneurial development within organizations* (2. Aufl.). Mason, Ohio: Thomson/South-Western.
- Mota, B.-M. (2016). *Axel Springer baut Präsenz in den USA weiter aus*. Berlin. Verfügbar unter http://www.axelspringer.de/presse/Axel-Springer-baut-Praesenz-in-den-USA-weiter-aus_28256007.html
- Mullen, M. R., Budeva, D. G. & Patricia, M. D. (2009). Research Methods in the Leading Small Business–Entrepreneurship Journals: A Critical Review with Recommendations for Future Research. *Journal of Small Business Management*, 47 (3), 287–307.
- Müller, C., Fueglistaller, U., Müller, S. & Volery, T. (2016). Corporate Entrepreneurship. In U. Fueglistaller, C. Müller, S. Müller & T. Volery (Hrsg.), *Entrepreneurship. Modelle - Umsetzung - Perspektiven : mit Fallbeispielen aus Deutschland, Österreich und der Schweiz* (4. Auflage, S. 389–410). Wiesbaden: Springer Gabler.
- Müller-Stewens, G. & Lechner, C. (2011). *Strategisches Management. Wie strategische Initiativen zum Wandel führen ; der St. Galler General-Management-Navigator* (4., überarb. Aufl.). Stuttgart: Schäffer-Poeschel.
- Naldi, L. & Picard, R. G. (2012). "Let's Start an Online News Site": Opportunities, Resources, Strategy, and Formational Myopia in Startups. *Journal of Media Business Studies*, 9 (4), 69–97.

- Napp, J. J. & Minshall, T. (2011). Corporate Venture Capital Investments for Enhancing Innovation: Challenges and Solutions. *Research-Technology Management*, 54 (2), 27–36.
- Narayanan, V., Yang, Y. & Zahra, S. A. (2009). Corporate venturing and value creation: A review and proposed framework. *Research Policy*, 38 (1), 58–76.
- Nathusius, K. (1979). Grundansatz und Formen des Venture Management. *Zeitschrift für betriebliche Forschung* (31), 507–526.
- National Venture Capital Association. (2014). *Yearbook 2014* (NVCA, Hrsg.). Arlington (U.S.).
- National Venture Capital Association. (2015). *Yearbook 2015* (National Venture Capital Association, Hrsg.). Arlington (U.S.).
- National Venture Capital Association. (2016). *Yearbook 2016* (NVCA, Hrsg.). Arlington (U.S.).
- Nayyar, P. R. (1992). On the Measurement of Corporate Diversification Strategy: Evidence From Large U.S. Service Firms. *Strategic Management Journal*, 1992 (13), 219–235.
- Nelson, R. R. & Winter, S. G. (1982). *An evolutionary theory of economic change*. Cambridge, Mass.: Belknap Press of Harvard Univ. Press.
- Neubecker, J. (2006). *Finanzierung durch Corporate Venture Capital und Venture Capital* (1. Aufl.). Wiesbaden: Gabler Verlag / GWV Fachverlage GmbH Wiesbaden.
- Newbert, S. L. (2007). Empirical research on the resource-based view of the firm. An assessment and suggestions for future research. *Strategic Management Journal*, 28 (2), 121–146.
- Ng, D., Westgren, R. & Sonka, S. (2009). Competitive blind spots in an institutional field. *Strategic Management Journal*, 30 (4), 349–369.
- O. A. (2016). Why giants thrive. The power of technology, globalisation and regulation. *The Economist (Special Issue: The rise of the superstars)*, 5–7.
- O.A. (2006). Your television is ringing. A survey of telecoms convergence (The Economist, Hrsg.). London (UK).
- OECD (OECD, Hrsg.). (o.J.). *Gloablisierung*. Verfügbar unter <http://europe.hkbu.edu.hk/euro3120texts/glob-mat/2f-def.htm>
- Ofek, E. & Richardson, M. (2003). DotCom Mania: The Rise and Fall of Internet Stock Prices. *The Journal of Finance*, 58 (3), 1113–1137.

- Oliver, J. (2016a). Dynamic Media Management Capabilities: A Case Study. In G. F. Lowe & C. Brown (Hrsg.), *Managing Media Firms and Industries. What's so special about Media Management?* (S. 293–308). Cham: Springer.
- Oliver, J. (2016b). High velocity markets drive adaptive capabilities. *Strategic Direction*, 32 (1), 5–7.
- Oliver, J. J. (2012). Winning in high velocity markets: the case of BSkyB. *Strategic Direction*, 28 (10), 3–5.
- Ots, M., Nyilasy, G., Rohn, U. & Wikström, P. (2015). Media business studies as we see it: why does it matter, for whom, and how do you get published? *Journal of Media Business Studies*, 12 (2), 103–106.
- Owers, J. & Alexander, A. (2011). Market Reactions to Merger, Acquisition, and Divestiture Announcements in the Media Industries. *International Journal on Media Management*, 13 (4), 253–276.
- Owers, J., Carveth, R. & Alexander, A. (2004). An Introduction to Media Economics Theory and Practice. In A. Alexander, J. Owers, R. Carveth, A. C. Hollifield & A. N. Greco (Hrsg.), *Media economics. Theory and practice* (3. Aufl., S. 3–47). Mahwah (NJ): Erlbaum.
- Palepu, K. U. (1985). Diversification Strategy, Profit Performance and the Entropy Measure. *Strategic Management Journal*, 6 (3), 239–255.
- Palich, L. E., Cardinal, L. B. & Miller, C. C. (2000). Curvilinearity in the Diversification-Performance Linkage: An Examination of over Three Decades of Research. *Strategic Management Journal*, 21 (2), 155–174.
- Paßmann, T. (2010). Beim Exit gibt es Potenzial für Konflikte. *VC Magazine*.
- Peeters, J. B. (1999). Deal Generation. In W. D. Bygrave, M. Hay & J. B. Peeters (Hrsg.), *The venture capital handbook* (S. 143–162). London: Financial Times.
- Peltier, S. (2004). Mergers and Acquisitions in the Media Industries: Were Failures Really Unforeseeable. *Journal of Media Economics*, 17 (4), 261–278.
- Penrose, E. T. (1959). *The theory of the growth of the firm* (4. Aufl.). Oxford: Oxford University Press.
- Peteraf, M., Di Stefano, G. & Verona, G. (2013). The Elephant in the Room of Dynamic Capabilities: Bringing two diverging conversations together. *Strategic Management Journal*, 34 (12), 1389–1410.
- Peteraf, M. A. (1993). The Cornerstones of Competitive Advantage: A Resource-Based View. *Strategic Management Journal*, 14 (3), 179–191.

- Petersohn, H. (2005). *Data Mining. Verfahren, Prozesse, Anwendungsarchitektur*. München: Oldenbourg.
- Phan, P. H., Wright, M., Ucbasaran, D. & Tan, W.-L. (2009). Corporate entrepreneurship: Current research and future directions. *Journal of Business Venturing*, 24 (3), 197–205.
- Picard, R. G. (2006). Historical Trends and Patterns in Media Economics. In A. B. Albarran & S. M. Chan-Olmsted (Hrsg.), *Handbook of Media Management and Economics* (S. 23–36). New York: Routledge.
- Picard, R. G. (2011). Business and market challenges and their effects on the foundations and trajectory of U.S. broadcast policy. *Journal of Media Business Studies*, 8 (2), 45–62.
- Picard, R. G. & Lowe, G. F. (2016). Questioning media management scholarship. Four parables about how to better develop the field. *Journal of Media Business Studies*, 1–12.
- Picot, A. (2006). Konvergenz und Restrukturierung der Telekommunikations- und Medienindustrie: Neue Geschäftsmodelle, neue Akteure? In T. Hess & S. Doeblin (Hrsg.), *Turbulenzen in der Telekommunikations- und Medienindustrie. Neue Geschäfts- und Erlösmodelle* (S. 1–36). Berlin: Springer-Verlag.
- Picot, A. (2007). Tiefgreifende Veränderungen im Ecosystem der Telekommunikationsindustrie. In A. Picot & A. Freyberg (Hrsg.), *Infrastruktur und Services - Das Ende einer Verbindung? Die Zukunft der Telekommunikation* (1. Aufl., S. 13–28). Berlin: Springer-Verlag.
- Pietsch, T. & Memmler, T. (2003). *Balanced Scorecard erstellen. Kennzahlenermittlung mit Data Mining*. Berlin: Erich Schmidt.
- Pilger, J. (2008). Segmentierungs- und Klassifikationsmethoden der Statistik und des Data Mining. Einsatzmöglichkeiten und Früherkennungspotenziale im Vertriebscontrolling eines Direktvertriebs (Schriftenreihe QM, Bd. 13). Hamburg: Kovač.
- Porter, M. E. (1980). *Competitive Strategy*. New York: Free Press.
- Poser, T. B. (2003). *The Impact of Corporate Venture Capital. Potentials of Competitive Advantages for the Investing Company* (Gabler Edition Wissenschaft). Wiesbaden: Deutscher Universitätsverlag.
- Powers, A., Pang, I. & Johnson, S. (2002). *Media Diversification: Is Bigger Better After All*. Turku, Finnland. Verfügbar unter <http://www3.niu.edu/acad/powers/MediaConglom02.htm>
- Prahalad, C. K. & Hamel, G. (1990). The core competence of the corporation. *Harvard Business Review*, 68 (3), 79–91.

- Priem, R. L. & Butler, J. E. (2001a). Is the Resource-Based "View" a Useful Perspective for Strategic Management Research? *Academy of Management Review*, 26 (1), 22–40.
- Priem, R. L. & Butler, J. E. (2001b). Tautology in the Resource-Based View and the Implications of Externally Determined Resource Value: Further Comments. *Academy of Management Review*, 26 (1), 57–66.
- PWC (PWC, Hrsg.). (2015). *Global entertainment and media outlook 2015-2019. Key industry themes*. Verfügbar unter <http://www.pwc.com/gx/en/industries/entertainment-media/outlook/insights-and-analysis.html>
- Quayle, A. (Alan Quayle Business and Service Development, Hrsg.). (2012). TV Delivery Evolution: Hybrid TV, Over the top (Internet) TV, and TV everywhere (Multi-Screen TV).
- Rand, W. M. (1971). Objective Criteria for the Evaluation of Clustering Methods. *Journal of the American Statistical Association*, 66 (336), 846–850.
- Reinboth, C. (2007). *Einführung in SPSS*, Hochschule Harz. Harz.
- Rhody, A., Adler, M., González, R. R. & Neumüller, G. (2014). *Media Activity Guide 2014* (SevenOne Media, Hrsg.). Unterföhring.
- Rind & Kenneth W. (1981). The Role of Venture Capital in Corporate Development. *Strategic Management Journal*, 2 (2), 169–180.
- Ring, W.-D. (2006). Regulierung bei Konvergenz von Telekommunikations- und Medienwelten: Passt das noch oder wird es obsolet? In T. Hess & S. Doeblin (Hrsg.), *Turbulenzen in der Telekommunikations- und Medienindustrie. Neue Geschäfts- und Erlösmodelle* (S. 237–242). Berlin: Springer-Verlag.
- Rockenhäuser, J. (1999). *Digitale Konvergenz und Kompetenzenmanagement* (Business-to-Business-Marketing, Gabler Edition Wissenschaft). Wiesbaden: Deutscher Universitätsverlag.
- Röper, B. (2004). Corporate Venture Capital. Eine empirische Untersuchung des Beteiligungsmanagements deutscher und US-amerikanischer Corporate Venture Capital-Investoren (Reihe, Bd. 3). Bad Soden: Uhlenbruch Verlag.
- Rosenkranz, F. & Missler-Behr, M. (2005). *Unternehmensrisiken erkennen und managen. Einführung in die quantitative Planung*. Berlin, Heidelberg: Springer-Verlag Berlin Heidelberg.
- Rumelt, R. P. (1984). Towards a strategic theory of the firm. In R. Lamb (Hrsg.), *Competitive Strategic Management* (S. 556–570). Englewood Cliffs: Prentice Hall.

- Sahaym, A., Steensma, H. K. & Barden, J. Q. (2010). The influence of R&D investment on the use of corporate venture capital: An industry-level analysis. *Journal of Business Venturing*, 25 (4), 376–388.
- Saly, A. W. (2001). Corporate entrepreneurship. Antecedents and consequences of entrepreneurship in large established firms. Dissertation, Erasmus Universität. Rotterdam.
- Schefczyk, M. (2004). Erfolgsstrategien deutscher Venture Capital-Gesellschaften. Analyse der Investitionsaktivitäten und des Beteiligungsmanagements von Venture Capital-Gesellschaften (Betriebswirtschaftliche Abhandlungen, N.F., 106, 3., überarb. und erw. Aufl.). Stuttgart: Schäffer-Poeschel.
- Schefczyk, M. (2006). Finanzieren mit Venture Capital und Private Equity. Grundlagen für Investoren, Finanzintermediäre, Unternehmer und Wissenschaftler (2., überarb. und aktualisierte Aufl.). Stuttgart: Schäffer-Poeschel.
- Schendera, C. (2007). *Datenqualität mit SPSS*. München: Oldenbourg.
- Schendera, C. (2010). *Clusteranalyse mit SPSS. Mit Faktorenanalyse*. München: Oldenbourg.
- Schertler, A. & Tykvová, T. (2011). Venture capital and internationalization. *International Business Review*, 20 (4), 423–439.
- Schertler, A. & Tykvová, T. (2012). What lures cross-border venture capital inflows? *Journal of International Money and Finance*, 31 (6), 1777–1799.
- Schildt, H. A., Maula, M. & Keil, T. (2005). Explorative and Exploitative Learning from External Corporate Ventures. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 29 (4), 493–515.
- Schindehutte, M. & Morris, M. H. (2009). Advancing Strategic Entrepreneurship Research: The Role of Complexity Science in Shifting the Paradigm. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 33 (1), 241–276.
- Schlohmann, K. (2012). Innovatorenorientierte Akzeptanzforschung bei innovativen Medientechnologien. Wiesbaden: Gabler Verlag.
- Schröder, T. (ZEIT ONLINE GmbH, Hrsg.). (2016). *Die Werbesupermächte. Facebook und Google*. Verfügbar unter <http://www.zeit.de/wirtschaft/unternehmen/2016-08/facebook-google-werbung-daten-macht/komplettansicht>
- Schumpeter, J. A. (1934). *The theory of economic development*. New Brunswick, NJ: Transaction Publishers.

- Schween, K. (1996). *Corporate Venture Capital. Risikokapitalfinanzierung deutscher Industrieunternehmen (Trends in Finance and Banking)*. Wiesbaden: Gabler Verlag.
- Scott, C. (Hrsg.). (2001). *Due Diligence in der Praxis. Risiken minimieren bei Unternehmenstransaktionen (1. Aufl.)*. Wiesbaden: Gabler.
- Shao, G. (2010). Venturing Through Acquisitions or Alliances? Examining U.S. Media Companies Digital Strategy. *Journal of Media Business Studies*, 7 (3), 21–39.
- Sharma, P. & Chrisman, J. J. (1999). Toward a Reconciliation of the Definitional Issues in the Field of Corporate Entrepreneurship. *Entrepreneurship: Theory & Practice*, 23 (3), 11–27.
- Shearer, C. (2000). The CRISP-DM Model: The News Blueprint for Data Mining. *Journal of Data Warehousing*, 5 (4), 13–23.
- Siegel, R., Siegel, E. & MacMillan, I. C. (1988). Corporate Venture Capitalists: Autonomy, Obstacles, and Performance. *Journal of Business Venturing*, 3 (3), 233–247.
- Sigler, C. (2010). *Online-Medienmanagement. Grundlagen - Konzepte - Herausforderungen (1. Aufl.)*. Wiesbaden: Gabler Verlag / Springer Fachmedien Wiesbaden GmbH Wiesbaden.
- Silver, A. D. (1993). *Strategic Partnering*. New York: McGraw-Hill.
- Sirmon, D. G., Hitt, M. A. & Ireland, R. D. (2007). Managing Firm Resources in Dynamic Environments to Create Value: Looking Inside the Black Box. *Academy of Management Review*, 32 (1), 273–292.
- Sjurts, I. (2005). *Strategien in der Medienbranche. Grundlagen und Fallbeispiele (2., vollst. überarb. und erw. Aufl.)*. Wiesbaden: Gabler.
- Souitaris, V., Zerbinati, S. & Liu, G. (2012). Which Iron Cage? Endo- and exoisomorphism in Corporate Venture Capital Programs. *Academy of Management Journal*, 55 (2), 477–505.
- Souitaris, V. & Zerbinati, S. (2014). How do Corporate Venture Capitalists do Deals? An Exploration of Corporate Investment Practices. *Strategic Entrepreneurship Journal*, 8 (4), 321–348.
- Stein, L. & Klein, H. (2005). Corporate Venturing - Wie deutsche Großunternehmen Innovationsbarrieren überwinden. In H. Hungenberg (Hrsg.), *Handbuch strategisches Management (2., überarb. und erw. Aufl.)*. Wiesbaden: Gabler.
- Stieglitz, N. (2004). *Strategie und Wettbewerb in konvergierenden Märkten (Gabler Edition Wissenschaft)*. Wiesbaden: Deutscher Universitätsverlag.

- Stobbe, A. & Just, T. (2006, 30. März). *IT, Telekom & Neue Medien: Am Beginn der technologischen Konvergenz* (Deutsche Bank Research, Hrsg.). Frankfurt.
- Sullivan, D. & Jiang, Y. (2010). Media Convergence and the Impact of the Internet on the M&A Activity of Large Media Companies. *Journal of Media Business Studies*, 7 (4), 21–40.
- Sykes, H. B. (1990). Corporate venture capital: Strategies for success. *Journal of Business Venturing*, 5 (1), 37–47.
- Teece, D. J. (2014a). The Foundations of Enterprise Performance. Dynamic and Ordinary Capabilities in an (Economic) Theory of Firms. *Academy of Management Perspectives*, 28 (4), 328–352.
- Teece, D. J. & Pisano, G. (1994). The Dynamic Capabilities of Firms: An Introduction. *Industrial and Corporate Change*, 3 (3), 537–556.
- Teece, D. J., Pisano, G. & Shuen, A. (2002). Dynamic Capabilities and Strategic Management. In G. Dosi, R. R. Nelson & S. G. Winter (Hrsg.), *The nature and dynamics of organizational capabilities* (1. Auflage, S. 334–362). Oxford: Oxford Univ. Press.
- Teece, D. J., Pisano, G. & Shuen, A. (2004). Dynamic Capabilities and Strategic Management. In M. L. Tushman & P. Anderson (Hrsg.), *Managing strategic innovation and change. A collection of readings* (2. Aufl., S. 308–332). New York, NY: Oxford Univ. Press.
- Teece, D. J. (2000). *Managing intellectual capital. Organizational, strategic, and policy dimensions*. Oxford, New York: Oxford University Press.
- Teece, D. J. (2007). Explicating dynamic capabilities: the nature and microfoundations of (sustainable) enterprise performance. *Strategic Management Journal*, 28 (13), 1319–1350.
- Teece, D. J. (2011). *Dynamic capabilities and strategic management. [organizing for innovation and growth]* (1. publ. paperback). Oxford: Oxford Univ. Press.
- Teece, D. J. (2012). Dynamic Capabilities Routines versus Entrepreneurial Action. *Journal of Management Studies*, 49 (8), 1395–1401.
- Teece, D. J. (2014b). A dynamic capabilities-based entrepreneurial theory of the multinational enterprise. *Journal of International Business Studies*, 45 (1), 8–37.
- Teece, D. J., Pisano, G. & Shuen, A. (1990). Firm capabilities, resources, and the concept of strategy: four paradigms of strategic management. Working Paper, Berkeley, Kalifornien.
- Teece, D. J., Pisano, G. & Shuen, A. (1997). Dynamic Capabilities and Strategic Management. *Strategic Management Journal*, 18 (7), 509–533.

- Teng, B.-S. (2007). Corporate Entrepreneurship Activities through Strategic Alliances. A Resource-Based Approach toward Competitive Advantage. *Journal of Management Studies*, 44 (1), 119–142.
- Thielmann, B. (2000). Strategisches Innovations-Management in konvergierenden Märkten. Medien- und Telekommunikationsunternehmen in Online-Diensten und im digitalen Fernsehen. Wiesbaden: Deutscher Universitätsverlag.
- Thierse, W. (2003, Dezember). Traditionswahrung und Modernisierung - Sozialdemokratie in der Entscheidung, Leipzig.
- Toschi, L. & Munari, F. (2012). *Mix and Match: Corporate Diversification and CVC Portfolio Strategies*. Copenhagen: Working paper at the DRUID Summer Conferences.
- Vachani, S. (1991). Distinguishing between Related and Unrelated International Geographic Diversification: A Comprehensive Measure of Global Diversification. *Journal of International Business Studies*, 22 (2), 307–322.
- Van de Vrande, Vareska & Vanhaverbeke, W. (2013). How Prior Corporate Venture Capital Investments Shape Technological Alliances: A Real Options Approach. *Entrepreneurship Theory & Practice*, 37 (5), 1019–1043.
- Van de Vrande, Vareska, Vanhaverbeke, W. & Duysters, G. (2009). External technology sourcing: The effect of uncertainty on governance mode choice. *Journal of Business Venturing*, 24 (1), 62–80.
- Van Eimeren, B. & Frees, B. (2014). 79 Prozent der Deutschen online – Zuwachs bei mobiler Internetnutzung und Bewegtbild. *Media Perspektiven* (7-8), 378–396.
- Van Rensburg, Deryck J. (2013). Is Strategic Entrepreneurship a Pleonasm? *Journal of Management and Strategy*, 4 (1), 15–27.
- Van Weezel, A. (2010). Creative Destruction: Why Not Researching Entrepreneurial Media? *International Journal on Media Management*, 12 (1), 47–49.
- Vanhaverbeke, W., Duysters, G. & Noorderhaven, N. (2002). External Technology Sourcing Through Alliances or Acquisitions: An Analysis of the Application- Specific Integrated Circuits Industry. *Organizational Science*, 2002 (16), 714–733.
- Vedin, B.-A. (1981). Media Industry Creativity Management Applied To Technology. *Technovation*, 1 (2), 147–155.
- Venture Economics. (1988). *Exiting venture capital investments* (Venture Economics, Hrsg.). Newark.

- Viguerie, P., Baghai, M. & Smit, S. (2008). *The granularity of growth. How to identify the sources of growth and drive enduring company performance*. Hoboken, N.J: John Wiley & Sons.
- Vogel, R. & Güttel, W. H. (2013). The Dynamic Capability View in Strategic Management: A Bibliometric Review. *International Journal of Management Reviews*, 426–446.
- Von Buchwaldt, A., Rupertl, F. & Weide, G. (10.2014). *No Risk No Fun. Nicht-markenbezogenen Online-Aktivitäten von Verlagen und TV-Sendern* (OC&C-Insight, Hrsg.). Düsseldorf.
- Wadhwa, A. & Kotha, S. (2006). Knowledge Creation through External Venturing: Evidence from the Telecommunications Equipment Manufacturing Industry. *The Academy of Management Journal*, 49 (4), 819–835.
- Wadhwa, A., Phelps, C. & Kotha, S. (2016). Corporate Venture Capital portfolios and firm innovation. *Journal of Business Venturing*, 31 (1), 95–112.
- Walter, G. A. & Barney, J. B. (1990). Management Objectives in Mergers and Acquisitions. *Strategic Management Journal*, 11 (1), 79–86.
- Wan, W. P., Hoskisson, R. E., Short, J. C. & Yiu, D. W. (2011). Resource-Based Theory and Corporate Diversification. Accomplishments and Opportunities. *Journal of Management*, 37 (5), 1335–1368.
- Wang, C. L. & Ahmed, P. K. (2007). Dynamic capabilities: A review and research agenda. *International Journal of Management Reviews*, 9 (1), 31–51.
- Weber, C. (2005). *Corporate Venture Capital als Beitrag zum Wissensmanagement - eine vergleichende Langzeitstudie in Deutschland*. (WZB Discussion Paper, Hrsg.). Berlin.
- Weber, C. & Dierks, M. (2002). Strukturmerkmale klassischer Venture Capital-Gesellschaften und Corporate Venture Capital-Gesellschaften in Deutschland im Vergleich. *Finanzbetrieb* (9), 545–553.
- Weber, C. & Weber, B. (2005). Corporate Venture Capital Organizations in Germany. *Venture Capital*, 7 (1), 51–73.
- Weber, C. & Weber, B. (2011). Exploring the Antecedents of Social Liabilities in CVC Triads — A Dynamic Social Network Perspective. *Journal of Business Venturing*, 26 (2), 255–272.
- Welge, M. K. & Al-Laham, A. (2012). *Strategisches Management. Grundlagen - Prozess - Implementierung* (6., aktualisierte Aufl). Wiesbaden: Springer Gabler.

- Wendt, S. (2012). Strategisches Portfoliomanagement in dynamischen Technologiemarkten. Wiesbaden: Gabler Verlag.
- Wernerfelt, B. (1984). A resource-based view of the firm. *Strategic Management Journal*, 5 (1), 171–180.
- Wernerfelt, B. (1995). The Resource-Based View of the Firm: Ten Years After. *Strategic Management Journal*, 16 (3), 171–174.
- Wiederhold, G. (1996). Foreword. In U. M. Fayyad (Hrsg.), *Advances in knowledge discovery and data mining* (5. Aufl., S. vii–xiii). Menlo Park (US): AAAI Press.
- Wilden, R., Devinney, T. M. & Dowling, G. R. (2013). The Architecture of Dynamic Capability Research. A Scientometric Investigation. *Academy of Management Proceedings*, 2013 (1).
- Will, A., Brüntje, D. & Gossel, B. M. (2012). The creation of innovative media ventures – what can media management learn from entrepreneurship research?, Budapest.
- Will, A., Gossel, B. M. & Brüntje, D. (2016). Entrepreneurial Venturing and Media Management. In G. F. Lowe & C. Brown (Hrsg.), *Managing Media Firms and Industries. What's so special about Media Management?* (S. 189–206). Cham: Springer.
- Williamson, O. E. (1975). *Markets and Hierarchies*. New York: Free Press.
- Winter, S. G. (2003). Understanding Dynamic Capabilities. *Strategic Management Journal*, 24 (10), 991–995.
- Winters, T. E. & Murfin, D. L. (1988). Venture capital investing for corporate development objectives. *Journal of Business Venturing*, 3 (3), 207–222.
- Wirtz, B. W. (1994). *Neue Medien, Unternehmensstrategien und Wettbewerb im Medienmarkt. Eine wettbewerbstheoretische und -politische Analyse* (Europäische Hochschulschriften Reihe 5, Volks- und Betriebswirtschaft, Bd. 1601). Frankfurt am Main: Lang.
- Wirtz, B. W. (2003). Value Chain Strategies and Media Convergence. In B. W. Wirtz (Hrsg.), *Handbuch Medien- und Multimediamanagement* (S. 703–724). Wiesbaden: Gabler Verlag.
- Wirtz, B. W. (2016). *Medien- und Internetmanagement* (9., aktualisierte und überarbeitete Auflage). Wiesbaden: Springer Gabler.
- Wirtz, B. W., Burda, H. & Raizner, W. (2006). *Deutschland Online 4. Die Zukunft des Breitband-Internets* (Deutsche Telekom & Hubert Burda Media, Hrsg.). Darmstadt.
- Witt, P. & Brachtendorf, G. (2002). Gründungsfinanzierung durch Großunternehmen. *Die Betriebswirtschaft (DBW)*, 62 (6), 681–692.

- Wright, M. (2013). Private Equity. Managerial and Policy Implications. *Academy of Management Perspectives*, 27 (1), 1–6.
- Wulf, J. & Zarnekow, R. (2011). Branchenübergreifender Wettbewerb in der Telekommunikation. *Wirtschaftsinformatik*, 53 (5), 277–286.
- Yang, Y., Narayanan, V. K. & De Carolis, Donna M. (2014). The relationship between portfolio diversification and firm value: The evidence from corporate venture capital activity. *Strategic Management Journal*, 35 (13), 1993–2011.
- Yates, I. C. & Roberts, E. B. (1991). *Initiating successful corporate venture capital investments*. Unpublished Working Paper, MIT. Massachusetts.
- Yoffie, D. B. (Hrsg.). (1997a). *Competing in the age of digital convergence*. Boston, Mass.: Harvard Business School Press.
- Yoffie, D. B. (1997b). Introduction. CHES and Competing in the Age of Digital Convergence. In D. B. Yoffie (Hrsg.), *Competing in the age of digital convergence* (S. 1–36). Boston, Mass.: Harvard Business School Press.
- Zahra, S. A. & George, G. (2002). Absorptive Capacity: A Review, Reconceptualization, and Extension. *Academy of Management Review*, 27 (2), 185–203.
- Zahra, S. A., Randerson, K. & Fayolle, A. (2013a). Corporate Entrepreneurship: where are we? Where can we go from here? *M@n@gement*, 16 (4), 357–361.
- Zahra, S. A., Randerson, K. & Fayolle, A. (2013b). Part I: The Evolution and Contributions of Corporate Entrepreneurship Research. *M@n@gement*, 16 (4), 362–380.
- Zahra, S. A., Sapienza, H. J. & Davidsson, P. (2006). Entrepreneurship and Dynamic Capabilities: A Review, Model and Research Agenda. *Journal of Management Studies*, 43 (4), 917–955.
- Zerdick, A. (2001). *Die Internet-Ökonomie. Strategien für die digitale Wirtschaft* (European Communication Council, Bd. 2001, 3., erw. und überarb. Aufl.). Berlin: Springer.
- Zider, B. (1998). How Venture Capital Works. *Harvard Business Review*, 76 (6), 131–139.
- Zipser, D. (2008). *Wertgenerierung von Buyouts* (1. Aufl. 2008). Wiesbaden: Gabler Verlag.
- Zollo, M. & Winter, S. G. (2002). Deliberate Learning and the Evolution of Dynamic Capabilities. *Organization Science*, 13 (3), 339–351.