

CORPORATE VENTURE CAPITAL I DANMARK

VÆKSTFONDEN

VækstFondens forretningsidé er at tilføre markedet risikovillig kapital, der hvor markedets øvrige spillere tøver.

Vores primære investeringsfokus er udvikling og innovation i små og mellemstore virksomheder med nyhedsværdi og forretningsmæssigt perspektiv.

VækstFonden har tre primære indfaldsvinkler til markedet:

- Direkte finansiering i form af egenkapital og lån.

- Indirekte finansiering i form af lånegarantier og kapitalindskud i venturefonde.

- Netværksopbygning for investorer.

For at vide hvor markedet tøver, må man kende markedets bevægelser. Det betyder, at vi i VækstFonden nødvendigvis må være en førende analytisk kapacitet på markedet for risikovillig finansiering.

I et velfungerende marked er viden i høj grad fælles, og vi vil derfor sørge for at gøre vores viden og erfaringer frit tilgængelige.

INDHOLDSFORTEGNELSE

1. INDLEDNING	2
1.1 FREMTIDENS UDFORDRINGER	2
1.2 CORPORATE VENTURING OG CORPORATE VENTURE CAPITAL	3
2. UDVIKLINGEN INDEN FOR CORPORATE VENTURE CAPITAL	6
2.1 CVC-MARKEDET I USA	6
2.2 CVC-MARKEDET I EUROPA	8
2.3 CVC-MARKEDET I DANMARK	9
3. CVC-PROGRAMMER: HVORFOR? OG HVORDAN?	11
3.1 INDLEDNING	11
3.2 DIREKTE ELLER INDIREKTE CVC.....	12
3.3 KOMPARATIVE FORDELE VED CVC	13
3.4 UDFORDRINGER FOR CVC INITIATIVER.....	15
3.5 FORDELE FOR PORTEFØLJEVIRKSOMHEDEN	19
3.6 SAMARBEJDE MELLEML CVC OG VC.....	20
3.7. RELATIV PERFORMANCE.....	21
3.8. OPSUMMERING	22
4. DANSKE CVC-SATSNINGER	23
4.1 MOTIVER, VALG AF STRATEGI OG LEGITIMITET	23
4.2 MÅLSÆTNINGER FOR SUCCES	24
4.3 STRUKTUR.....	24
4.4 CVC-ENHEDENS PERSONALE.....	25
4.5 INFORMATIONSKILDER OG DEAL-FLOW	26
4.6 SCREENING OG DUE-DILIGENCE.....	26
4.7 GODKENDELSE AF INVESTERINGSOBJEKTER	27
4.8 SPARRING, DIALOG OG KONTROL	27
4.9 EXIT	28
4.10 OPSUMMERING	28
5. KONKLUSION	30
6. LITTERATURLISTE	32

1. INDLEDNING

1.1 Fremtidens udfordringer

Evnen til at skabe nye produkter og dermed nye indtjeningskilder er stadig mere afgørende for virksomhedernes overlevelse. I en globaliseret økonomi betyder adgang til verdensmarkedet et enormt afsætningspotentiale, men også tilsvarende flere konkurrenter. Etablerede virksomheder er under et stadig større pres fra nystartede virksomheder, som forsøger at vinde markedsandele gennem nye produkter. Etablerede virksomheders overlevelse er ikke længere sikret gennem velkendte produkter. På lang sigt er det nemlig de færreste store selskaber, som kan bevare et konkurrencemæssigt forspring. Af de virksomheder, der befandt sig i Standard & Poor's 500 Index for 40 år siden, er således kun 15 procent fortsat at finde blandt de 500 største virksomheder i USA i dag. Formår de etablerede virksomheder altså ikke at fortsætte med at skabe vækst, er deres overlevelse truet.

Virksomhedens vækst kan styrkes ved forskellige strategier afhængig af markedets og produktets karakter, jf. figur 1.1. Jo mere etableret et marked er, des flere omkostninger er der forbundet med at forøge eller blot forsvare sin markedsandel. I en verden med stadig kortere produktlevetid må og skal virksomheder fortsætte med at udvikle deres produkter for blot at bevare deres omsætning (Block & MacMillan, 1993).

Figur 1.1

Marked Produkt	Eksisterende	Nyt
Eksisterende	Styrke sin markedsandel	Udvikle nye markeder
Nyt	Udvikle nye Produkter	Diversificering

Kilde: Block & MacMillan (1993)

De største danske virksomheder har for længst erkendt, at en fortsat produktudvikling er essentiel for at overleve, selv på relativt kort sigt. Således udgør forsknings- og udviklingsomkostninger en stadig større del af de samlede udgifter for en lang række danske virksomheder.

Forskning og udvikling og deraf afledte innovationsprocesser indeholder en vis grad af usikkerhed om resultaternes kvalitet og fremtidige relevans. Jo større teknologiske nyskabelser et innovationsprojekt indeholder, des større uvished vil der være om resultatets anvendelighed. Der er dels usikkerhed knyttet til, om et nyt projekt er teknologisk muligt, dels kan markedet ændre sig i udviklingsperioden, således at afsætningsmulighederne for det enkelte produkt forsvinder (Freeman, 1997). For at styrke og udnytte den interne forskning og udvikling bedre har mange større virksomheder påbegyndt venturelignende aktiviteter. Corporate venturing og

corporate venture capital (CVC) har således også vundet indpas i udviklingsstrategien for flere danske virksomheder.

1.2 Corporate Venturing og Corporate Venture Capital

Litteraturen sætter ofte lighedstegn mellem *corporate venturing* og *corporate venture capital*, selvom begreberne dækker over forskellige strategier. Corporate venturing omhandler en bred vifte af igangsættende aktiviteter, som store virksomheder kan benytte, når de ønsker fortsat vækst og ekspansion, mens corporate venture capital derimod kun omhandler strategier, hvor større virksomheder erhverver ejendele i mindre unoterede virksomheder. Corporate venture capital kan dermed betragtes som en undergruppe af corporate venturing.

Roberts (1980) fremhæver i "Spectrum of Venture Strategies", at corporate venturing omfatter flere alternative strategier, der kan benyttes til at udvikle nye teknologier og/eller produkter. Spændet i strategierne kan opdeles efter, hvor meget moderselskabet er involveret i aktiviteten. Intern venture kræver betydelig involvering fra moderselskabet samtidig med, at risikoen forbundet hermed er høj, jf. figur 2.1.1. Virksomhedens involvering vil derimod være lavere, hvis der i stedet foretages ventureinvesteringer, ligesom risikoen vil være isoleret i porteføljeverksomhederne. Baggrunden herfor er, at moderselskabet deler ejerskabet i risikofyldte projekter, og dermed risikoen, med andre investorer.

Figur 2.1.1: Spektrum for venture strategier

Venturekapital	lav corporate involvering/risiko	Ekstern	Store virksomheders egenkapitalinvesteringer i små virksomheder
Venture nurturing			Store virksomheders egenkapitalinvesteringer i små virksomheder, suppleret med ledelsesmæssig assistance
Venture spin-off			Store virksomheders spin-offs af nye ideer som separate virksomheder med finansiell støtte
New style joint venture			Store og små virksomheder indgår sammen i nye "ventures"
Venture merging og melding	høj corporate involvering/risiko	Intern	Kombinationer af ovenstående strategier
Intern venture			Udvikling af en intern entrepreneurial enhed.

Kilde: Robert (1980), McNally (1997)

Ovenstående figur illustrerer endvidere, at aktiviteterne kan inddeles i interne strategier og eksterne strategier, der involverer relationer til andre uafhængige virksomheder.

Intern corporate venturing

Udviklingsstrategier, der betegnes *intern corporate venturing*, omtaler litteraturen ofte som formaliserede entreprenør-aktiviteter, der finder sted inden for rammerne af eksisterende virksomheder. Disse enheder får eksplicit organisatorisk bevågenhed og ressourcer fra moderselskabet, således at de kan igangsætte nye initiativer, forbedre eksisterende produkter, skabe nye markeder - samt udvikle nye produkter, metoder eller procedurer.

Intern corporate venturing involverer en eller flere personer (intrapreneurs), som får fuldt ansvar for en udviklingsenhed inden for rammerne af virksomheden. Disse personer får derefter frihed til at lede denne enhed, adskilt fra resten af organisationen, således at iværksætterånden bibeholdes. Intrapreneuren er ansat og lønnet af virksomheden, hvorimod en entrepreneur er sin egen chef, der aflønnes på baggrund af virksomhedens succes (Hall, 1989), (McNally, 1997).

Ekstern corporate venturing og corporate venture capital

Når en større etableret virksomhed indgår i et struktureret forhold med en mindre, unoteret, ofte innovativ virksomhed, er der tale om *ekstern corporate venturing*. Begrebet benyttes ofte - især i USA - til at beskrive alle former for strategiske partnerskaber mellem små og store virksomheder. Der behøver således ikke at være tale om egenkapitalinvesteringer. Begrebet *corporate venture capital* dækker derimod kun over situationer, hvor store virksomheder tilegner sig ejerandele i mindre, unoterede virksomheder.

I denne analyse vil begrebet corporate venture capital (CVC) blive benyttet, som en betegnelse for større ikke-finansielle virksomheders besiddelser af ejerandele i mindre unoterede virksomheder - hvad enten disse porteføljevirkomheder er fremkommet internt eller eksternt.

Motiver for CVC

Oprettelse af CVC-selskaber i tilknytning til moderselskabets forsknings- og udviklingsafdelinger giver selskabet mulighed for at isolere og frasælge de teknologiske eller markedmæssige fremskridt, virksomheden gør inden for områder, som falder uden for moderselskabets overordnede forretningsstrategi. Den ekspertise som moderselskabets medarbejdere besidder, kan også udnyttes kommercielt i CVC regi. Hvor traditionelle ventureselskaber primært benytter sig af deres eksterne netværk, har CVC-selskabet en komparativ fordel ved at kunne tilbyde meget specialiseret sparring med egne medarbejdere. Derudover kan CVC-afdelingen og-

så bruges som et strategisk supplement til den øvrige produktudvikling. Gennem erhvervelse af ejerandele i nye virksomheder kan moderselskabet erhverve sig ny viden, uden at moderselskabet bærer hele den indledende risiko for, at et udviklingsforløb ender uden et brugbart resultat.

Det er imidlertid afgørende, at det indledningsvis fastlægges, hvilken målsætning der er for CVC-aktiviteterne. Er målsætningen at opnå et finansielt afkast eller fokuseres der på strategiske muligheder? De strategiske målsætninger kan være at få adgang til nye markeder og indblik i nye teknologier, at supplere det eksisterende udbud af produkter, at sikre bedre udnyttelse af interne faciliteter eller styrke samarbejdet imellem afdelinger.

I modsætning til det finansielle afkast som umiddelbart er måleligt, er værdien af det strategiske afkast sværere at gøre op. Det er derfor vigtigt, at moderselskabet klart formulerer forventningerne til det strategiske afkast for senere at kunne lave en fornuftig evaluering af CVC-aktiviteterne.

CVC-aktiviteter stiller endvidere store krav til moderselskabets tålmodighed. En typisk ventureinvestering har en tidshorizont på 3-7 år, og der er dermed tale om en langsigtet satsning. Moderselskabet skal endvidere sikre sig, at CVC-afdelingen har en velbegrunder eksistensberettigelse. Ellers får afdelingen svært ved at få succes. Skiftende ledelser i moderselskabet skal gerne kunne se fornuften i at fortsætte og videreudvikle porteføljen. Ellers er der fare for, at porteføljevirksomhedernes vækstpotentiale ikke udnyttes til fulde med efterfølgende tab for både moderselskabet og iværksættere.

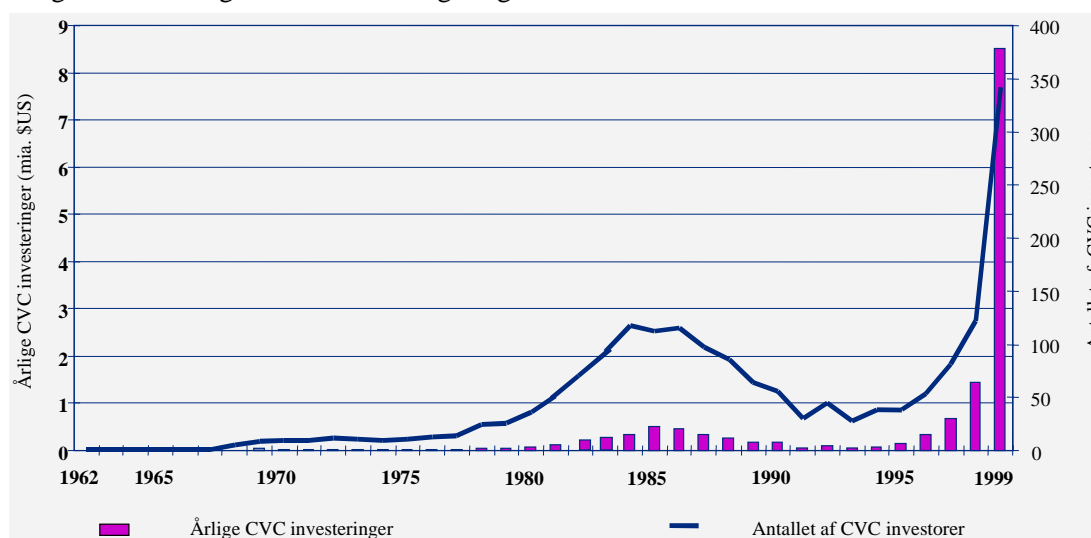
2. UDVIKLINGEN INDEN FOR CORPORATE VENTURE CAPITAL

Internationale eksperter betragter i dag det amerikanske CVC-marked som det mest velfungerende i verden - og størrelsen og historikken i markedet gør det endvidere muligt at foretage meningsfyldte analyser af markedets udvikling over tid. Den historiske udvikling på det amerikanske CVC-marked vil derfor i dette kapitel blive beskrevet med henblik på at kunne relatere den til udviklingen på CVC-markederne i Europa og Danmark.

2.1 CVC-markedet i USA

I lighed med det traditionelle venturemarked har CVC-markedet i USA siden dets oprindelse bevæget sig i bølger, jf. figur 2.1.1. Tidsmæssigt er der dog en markant forskel mellem de to finansieringsformer. Mens venturekapital-industrien blev etableret i 1940'erne, begyndte de store amerikanske virksomheder først for alvor at satse på CVC-investeringer i midten af 1960'erne.¹

Figur 2.1.1: Årlige CVC investeringer og antallet af CVC Investorer



Kilde: Maula og Murray (2000). Tallene er baseret på Venture Economics data og inkluderer *subsidiaries & affiliates of industrial corporations* og *corporate partnerships* svarende til Venture Economics definitioner. Pensionsselskaber og finansielle institutioner er ikke inkluderet.

CVC-aktiviteternes udvikling er foregået i tre bølger, hvoraf den første startede i midten af 1960'erne. Etableringen af de første CVC-fonde var inspireret af den store succes, som de organiserede venturefonde oplevede i 1960'erne. I slutningen af 1960'erne og i starten af 1970'erne forsøgte mere end 25 procent af de daværende Fortune 500 virksomheder sig med CVC-programmer.

¹ Flere forfattere (McNally, 1997; Gompers & Lerner, 1998) betragter den amerikanske kemiske virksomhed DuPont som den første moderne CVC-investor. I 1919 erhvervede DuPont en ejerandel på 38 procent i General Motors.

I 1973 blev muligheden for at realisere gevinster gennem børsnotering af porteføljevirkksomheder væsentligt forringet, som følge af en nedgang på aktiemarkedet. Ventureinvestorerens exitmuligheder blev dermed mindsket betydeligt. De uafhængige ventureselskaber oplevede, som en naturlig følge heraf, væsentligt lavere afkast. Og de havde i tillæg betydelige problemer med at rejse ny kapital. Samtidig begyndte de store virksomheder at nedtrappe deres CVC-aktiviteter. Afmatningen i ventureinvesteringer og CVC-aktiviteter fortsatte indtil 1978.

Rejst kapital og antallet af aktive venturefonde forøgedes drastisk i slutningen af 1970'erne og i begyndelsen af 1980'erne, hvor virksomhederne igen satte fart i CVC-investeringerne. Den positive udvikling på venturemarkedet skyldtes ifølge Gompers og Lerner (1998) en sænkning af skatten på kapitalindkomster samt indførelsen af ”*prudent man’s-rule*”, hvormed amerikanske pensionskasser fik lov til at anbringe en større andel af deres formue i unoterede aktier. Den anden bølge var således undervejs. CVC-investeringerne forøgedes gradvist gennem første halvdel af 1980'erne, hvorefter de toppede i 1986. Ligesom under den første bølge sluttede den anden bølge også brat som følge af betydelige kursfald på aktiemarkederne. Kollapset på aktiemarkederne i 1987 skabte meget ringe vilkår for børsintroduktioner. En udvikling der naturligvis afspejlede sig i afkastet på ventureinvesteringerne. De følgende år faldt CVC-investeringerne hvert år, og i 1991 var de tilbage på niveauet fra 1979. I starten af 1990'erne forblev CVC-investeringerne på et beskedent niveau.

Den tredje bølge begyndte i 1995, og var ligesom de foregående stimuleret af en stærk økonomisk vækst og stærke aktiemarkeder. De favorable aktiemarkeder skabte rekordhøje afkast og medførte, at CVC-aktiviteterne slog nye rekorder i slutningen af 1990'erne. I 1999 investerede mere end 350 CVC-enheder over \$ 9 mia. CVC-investeringerne udgjorde således 15 procent af de samlede ventureinvesteringer. Den tredje bølge toppede imidlertid i 2000, hvorefter både venture- og CVC-investeringerne faldt i 2001 som følge af den økonomiske afmatning.

Erfaringerne siden 1960'erne viser, at CVC-investeringerne, i lighed med traditionelle ventureinvesteringer, følger konjunktur- og kursudviklingen på aktiemarkederne. Venture Economics (1997) estimerede, at etablerede virksomheder bidrog med 30 procent af de samlede kapitalindskud i nye fonde i 1997. Dette var en væsentlig forøgelse i forhold til perioden 1990-1992, hvor de i gennemsnit kun bidrog med fem procent i gennemsnit. De amerikanske erfaringer antyder, at CVC-investeringerne forøges betydeligt i opgangstider, mens de til gengæld er de første til at trække sig ud af markedet i dårlige tider. Trenden i USA er også, at CVC-aktiviteterne fylder mere og mere på det samlede venturemarked, i takt med, at et stigende antal virksomheder opbygger ekspertise i at foretage CVC-investeringer.

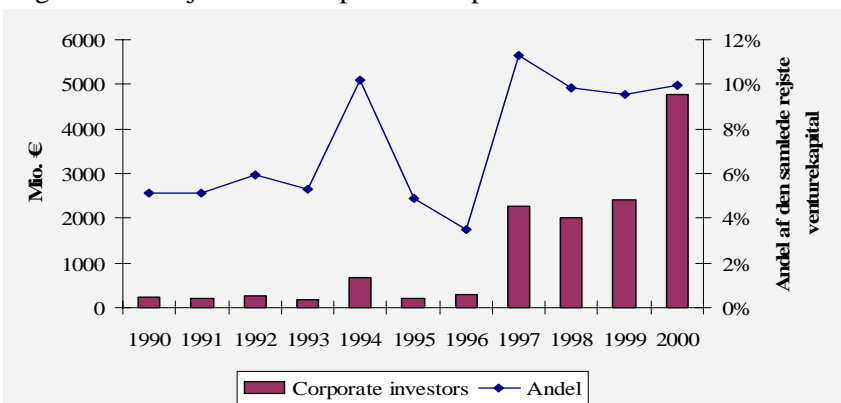
Det er dog ikke kun konjunkturudviklingen, der har medført, at CVC-programmer er blevet nedlagt, inden de rigtigt er kommet i gang. Under den første og anden CVC-bølge gjorde virksomhederne sig en række lærerige erfaringer, hvad angår struktur og målsætning for corporate venture programmer. Ifølge Gompers og Lerner (1998) var der især tre ikke-konjunkturmæssige forklaringer på de fejlslagne eller nedskalerede CVC-programmer: 1) Virksomheden havde ingen veldefineret mission for sin CVC-enhed (Fast, 1978), (Siegel og MacMillian, 1988), 2) Der var ikke tilstrækkeligt engagement i moderselskabet i forhold til CVC-initiativet. Baggrunden herfor var ofte, at internt personale ikke følte, at de var en del af satsningen, idet de ikke blev belønnet for at yde en indsats over for porteføljevirkksomhederne (Sykes, 1990), 3) Aflønningsmetoderne var utilstrækkelige – hvilket medførte, at det var svært for virksomhederne at tiltrække de bedste folk til deres CVC-enheder (Block og Ornati, 1987).

2.2 CVC-markedet i Europa

Corporate venture capital har ligesom traditionel venturekapital en meget kortere historie i Europa sammenlignet med USA. I slutningen af 1970'erne blev venturekapital for alvor udbredt uden for USA, men der skulle gå endnu et årti før corporate venture capital blev en markant finansieringsform.

Først i 1990 begyndte den europæiske brancheforening for venturekapital (EVCA) at indsamle oplysninger om CVC-investeringer og venturekapital rejst fra corporate investors. I 1990 udgjorde virksomheders andel af kapitalindsat i ventureselskaber således ca. 5%, mens den i 2000 var steget til 10%, jf. figur 2.1.1. EVCA's tal beskriver dog kun de CVC-aktiviteter, der foretages gennem fonde.

Figur 2.2.1: Rejst venturekapital i Europa 1990-2000

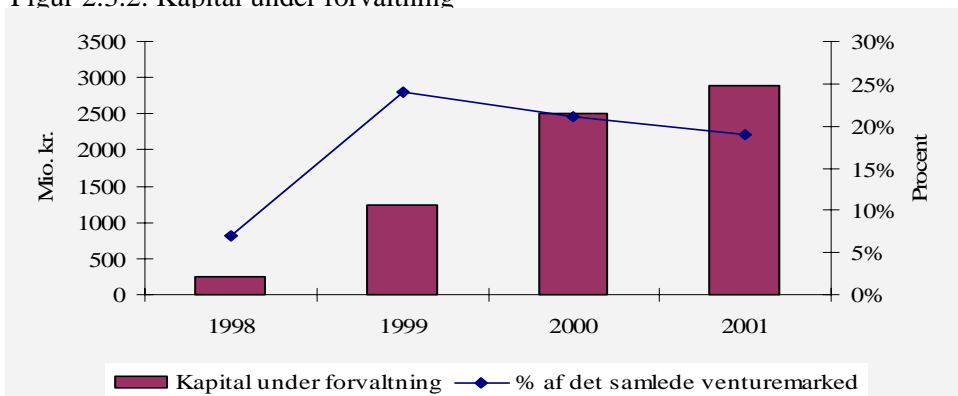


Kilde: EVCA

Venture Economics vurderede i 1992, at andelen af direkte CVC-aktiviteter, målt på rejst kapital, udgjorde 94,6 procent af de samlede CVC-aktiviteter i USA, en forøgelse i forhold til 1989, hvor de udgjorde 82,6 procent. Mængden af direkte

I perioden 1998-2001 er CVC-enhedernes kapital under forvaltning forøget mere end 10 gange, således at de ved udgangen af 2001 udgjorde ca. 3 mia. kr. mod ca. 250 mio. kr. i 1998, jf. figur 2.3.2. Danske CVC-aktørers andel af den samlede kapital under forvaltning er omkring 20 procent, hvilket er højt relativt til USA og resten af Europa.

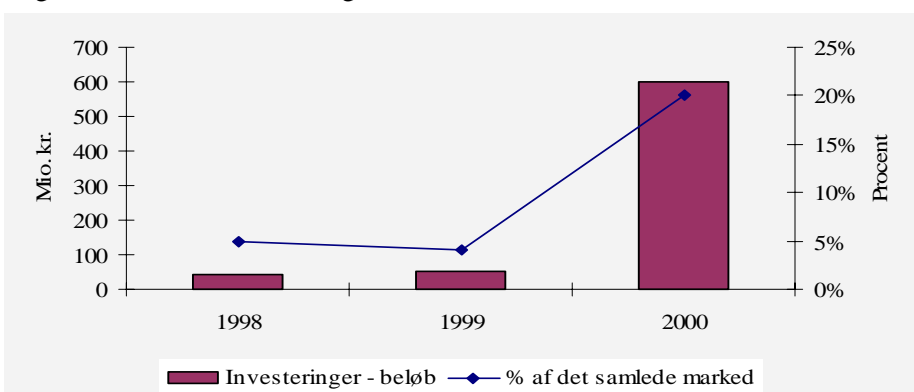
Figur 2.3.2: Kapital under forvaltning



Kilde: VækstFonden (2001)

CVC-investeringerne er i perioden 1998-2000 forøget med en endnu større stigningstakt. I 1998 foretog de danske CVC-enheder således kun investeringer for ca. 50 mio. kr., mens denne aktivitet udgjorde mere end 600 mio. kr. i 2000, jf. figur 2.3.3. Det svarer til en forøgelse på ca. 12 gange.

Figur 2.3.3: CVC-investeringer



Kilde: VækstFonden (2001)

De danske CVC-enheder havde ved udgangen af 2000 tilsammen investeret i mere end 50 virksomheder. Af disse investeringer var ca. 20 procent syndikeret med andre aktører på det danske venturemarked. Hermed ligger graden af syndikering på niveau med det samlede danske venturemarked, idet denne ligger på omkring 25 procent. Trods en generel markedsafmatning er der grund til at tro, at CVC-investeringer i 2001 og 2002 vil være voksende, idet antallet af CVC-enheder er fordoblet fra 2000 til 2001.

3. CVC-PROGRAMMER: HVORFOR? OG HVORDAN?

3.1 Indledning

Evnen til at forny sig som virksomhed er afgørende for at skabe fremtidens vindere inden for globale markeder. Corporate venturekapital kan potentielt være en vigtig brik til at skabe sådanne vindere, idet virksomhederne hermed kan forbedre deres adgang til nye teknologier og deres evne til at kommercialisere intern forskning og udvikling.

Den potentielle værdiskabelse udspringer af, at ejerandele i eksterne innovative virksomheder giver moderselskabet adgang til ny viden. Også de investeringsprojekter som ikke fører til en investering, giver en løbende orientering om udviklingen i markedet. Det kan dels dreje sig om nye produkttyper, men også anderledes organisationsstrukturer og produktionsmetoder. Derved sikres, at moderselskabet er opdateret med udviklingen i markedet samtidig med, at kontinuiteten øges i produktudviklingen, idet eksterne udviklingsforløb kan indrages i moderselskabets fortsatte vækst. CVC kan også være et redskab til at forøge efterspørgslen efter virksomhedens kerneprodukter. Eksempelvis hvis CVC-enheden investerer i porteføljevirksomheder, der allerede udvikler produkter, som vil kunne styrke moderselskabets kerneprodukter. Intel investerer på den måde i virksomheder, som udvikler hardware og software, der kan optimere brugen af Intels egne processorer.

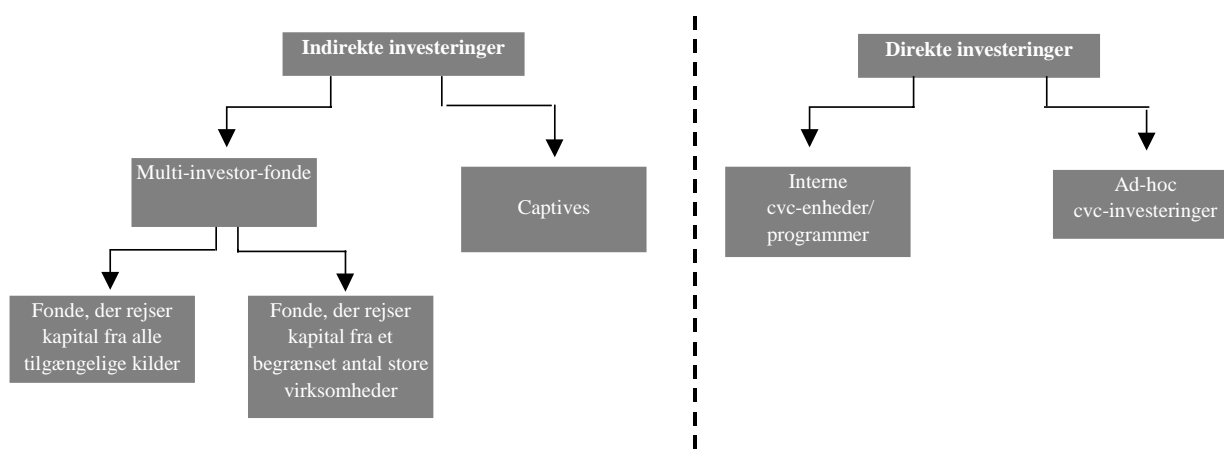
Der er mange måder, hvorpå CVC-programmer kan fungere i praksis. Den ”rette” eller ”optimale” struktur afhænger bl.a. af virksomhedens målsætning, dens ressourcer og erfaringer.

Men hvorledes kan CVC-enheden med fordel struktureres, således at virksomheden udnytter sine komparative fordele, samtidig med at virksomheden tager højde for de udfordringer, den måtte stå over for? De følgende afsnit er opbygget med udgangspunkt i denne problemstilling. Indledningsvis vil de forskellige CVC-strukturer blive skitseret, hvorefter etablerede virksomheders komparative fordele mht. at foretage ventureinvesteringer vil blive beskrevet. Herefter følger en diskussion af de udfordringer, som virksomheden står over for, hvis den søger at gennemføre en CVC-strategi. Det er imidlertid ikke kun den etablerede virksomhed, der kan drage nytte af CVC-investeringer. For porteføljevirksomheden er der også en række fordele ved at etablerede virksomheder indgår i ejerkredsen sammenlignet med finansiering fra traditionelle ventureselskaber. Herefter følger en diskussion af perspektiverne ved samarbejde mellem CVC'er og venturefonde. Afsnittet afsluttes med en gennemgang af empiriske studier af CVC-enhedernes relative performance.

3.2 Direkte eller indirekte CVC

Det første en etableret virksomhed skal forholde sig til er, om den vil foretage direkte eller indirekte investeringer, jf. figur 3.2.1. CVC-investeringer kan overordnet set finde sted ved, at virksomheden foretager kapitalindsud i fonde, hvor investeringerne foretages af eksterne management teams, eller via enheder hvor investeringsprocessen varetages internt i virksomheden (McNally, 1997).

Figur 3.2.1: Organisationsstrukturer



Indirekte CVC-investeringer

Indirekte CVC-investeringer involverer ikke-finansielle virksomheder, der investerer som "limited partners" i uafhængige venturefonde. Normalt forvaltes disse fonde af erfarne venturekapitalister (Honeyman, 1992). Denne investeringsform, der ofte beskrives som den simpleste form for "corporate commitment", kan foretages gennem multi-investor-fonde og captives.

Multi-investor-fonde findes i to afskygninger. Dem der rejser kapital fra både større virksomheder og institutionelle investorer, og dem der etableres som følge af et samarbejde mellem flere virksomheder. Fælles for disse fonde er, at den enkelte virksomhed har begrænset indflydelse på individuelle investeringer. Virksomhedernes involvering begrænser sig til, at de løbende er i dialog med management teamet om udviklingen i porteføljevirkomhederne.

Hvis virksomheden ikke ønsker at investere sammen med andre virksomheder eller kapitaludbydere, men ønsker at bibeholde det eksterne perspektiv, kan den investere i "klientbaserede" fonde. Disse fonde betegnes ofte som *captives* eller *dedikerede fonde*. Udgangspunktet er her, at en større virksomhed skyder kapital i en fond, der efterfølgende forvaltes af et etableret management team. Teamet opbygger herefter en portefølje af virksomheder, der er af strategisk interesse for virksomheden.

Når CVC-aktiviteterne foregår via captives har virksomheden en mere aktiv rolle end ved multi-investor-fondene. Det skyldes, at virksomheden selv definerer fondens investeringsfokus. Ofte har virksomheden også adgang til at afvise potentielle investeringsobjekter.

Direkte CVC-investeringer

Direkte CVC-investeringer kan foretages gennem interne enheder og som ad-hoc investeringer.

Investeringerne kan ske gennem virksomhedens interne investeringsafdeling ud fra en klart defineret strategi eller gennem en intern CVC-enhed, der ikke er udskilt som et selvstændigt aktieselskab, men som har fået tildelt finansielle midler.

CVC-investeringer kan også foretages under mere ustrukturerede former, nemlig som ad-hoc investeringer. Her identificeres interessante investeringsobjekter af forskellige afdelinger i virksomheden, hvorefter investeringer kan foretages efter beslutning i virksomhedens ledelse. Udenlandske erfaringer viser, at næsten halvdelen af alle CVC-investeringer foretages på ad-hoc basis (Siegel, 1988).

3.3 Komparative fordele ved CVC

Veletablerede virksomheders styrke er, at de typisk har opbygget ”brand-value”, teknologisk ekspertise, finansielle midler, fysiske faciliteter samt både interne og eksterne netværk. Disse egenskaber giver potentielt de etablerede virksomheder en komparativ fordel på nogle områder sammenlignet med traditionelle ventureselskaber.

Etablerede virksomheder vil over tid have opbygget væsentlig kapitalstyrke; en styrke der giver mulighed for at tænke langsigtet. En etableret virksomheds evne til at have et langt tidsperspektiv på sine ventureinvesteringer kan give den en komparativ fordel i forhold til tidsbegrænsede uafhængige venturefonde, der typisk investerer over en 3-7 årig periode. Virksomheder har dermed mulighed for at finansiere projekter med et endnu længere tidsperspektiv, eller fastholde investeringer gennem flere udviklingsstadier. Chesbrough (2000) fremhæver, at denne fordel vokser i betydning i takt med, at den påkrævede tid for merværdiskabelsen forlænges.

En af de vigtigste faktorer for om et CVC-program bliver en succes eller ej, er virksomhedens adgang til investeringsobjekter af den rette kvalitet. Virksomheden skal være i stand til at generere deal-flow af høj kvalitet. Hvis virksomheden har et stærkt brand og omdømme, er den mere synlig over for potentielle investeringsob-

jekter. Det kan dog også medføre at virksomheden ved etableringen af et CVC-program modtager langt flere projekter, end den har mulighed for, endsige interesse i at investere i.

Brand og kapitalstyrke er dog sjældent tilstrækkeligt til at tiltrække de mest interessante porteføljevirkksomheder. CVC-investoren vil derfor som oftest tilbyde langt mere end blot kapitalindsud. CVC-enhederne har, som en del af moderselskabet, et naturligt netværk i markedet, gennem kendskab til markedets leverandører, konkurrenter og kunder. Det gælder også selvom moderselskabet ikke nødvendigvis agerer i det samme marked som porteføljevirkksomhederne.

De eksterne netværk kan benyttes til at opspore interessante investeringsobjekter samt finde nøglepersoner til at indgå i porteføljevirkksomhederne. Forbindelser til venturekredse kan være af stor værdi for CVC-investorerne. Sykes (1990) viser, at investeringshenvisninger har stor betydning mht. deal-flow og således er af signifikant værdi. 27 procent af de amerikanske investeringshenvisninger til CVC'erne kom fra venturemanagers, mens 20 procent kom fra virksomhedens øvrige ansatte. Erfaringerne fra Europa er imidlertid væsentligt anderledes. Her har CVC'erne ikke været specielt succesfulde med hensyn til at opbygge stærke netværk blandt ventureselskaber, der kan henvise potentielle investeringer til CVC'erne. Bannock (2000) anfører, at fire procent af de adspurgte CVC'er i Europa angav ventureselskaber som en kilde til at skaffe investeringsobjekter. Til sammenligning angav 49 procent direkte henvendelser fra potentielle porteføljevirkksomheder som en væsentlig kilde til deal-flow.

De etablerede virksomheder har som oftest afdelinger i flere lande, hvorfor det internationale netværk giver mulighed for at tiltrække investeringsobjekter på tværs af landegrænser. Især for etablerede virksomheder fra mindre lande er det afgørende, at de kan tiltrække porteføljevirkksomhederne både nationalt og internationalt, hvis virksomhederne skal holde sig på forkant med udviklingen.

Virksomheder med en stærk markedsposition, gode forbindelser til venturekredse og godt omdømme blandt entreprenørerne har dermed en signifikant fordel. Eksempler på sådanne globale virksomheder er Siemens, Intel og Motorola, der alle har iværksat CVC-programmer.

Foruden den teknologiske sparring har CVC-enheden mulighed for at trække på ekspertise og støtte fra hele moderselskabets organisation. Den teknologiske ekspertise understreger vigtigheden af de interne netværk. Med de rigtige incitament kan internt personale, der har teknologisk viden inden for potentielle porteføljevirksoheders markeder, medvirke til due-diligence og efterfølgende tilføre virk-

somhederne værdi, såfremt virksomheden gennemfører investeringen. De etablerede virksomheder kan også tilføre yderligere værdi til deres porteføljevirkomheder ved at tilbyde dem adgang til fx fysiske forskningsfaciliteter, såfremt det er relevant. Endvidere kan etablerede virksomheder udnytte synergieffekter mellem deres porteføljevirkomheder.

For at de etablerede virksomheder med fordel kan udnytte deres komparative fordele inden for netværk, brand, teknologisk ekspertise og kapitalstyrke til at skabe succesfulde CVC-programmer, skal virksomhederne dog tage en række forhold og udfordringer i betragtning.

3.4 Udfordringer for CVC initiativer

Strategiske vs. finansielle motiver

Der er potentielle konflikter mellem de to oftest anvendte motiver for at etablere CVC-programmer. Det ene er det strategiske motiv; at udnytte potentialet for yderligere vækst i virksomheden. Det andet er det finansielle motiv; at skabe overskud i CVC-enheden. Hvis tidspunktet, for hvornår salgsprisen er mest fordelagtig, opstår inden de strategiske synergier kan udnyttes, kan der således være en konflikt mellem de to strategier. Overtagelse og integration af porteføljevirkomheder kan også være uforeneligt med høje finansielle afkast på investeringsporteføljen.

Hvis målsætningen udelukkende er at maksimere det finansielle afkast kan det være fordelagtigt at lade CVC-enheden være uafhængig. Hvis den primære målsætning derimod er strategisk, vil denne større uafhængighed øge sandsynligheden for konflikter med moderselskabet. Her kan det ofte være nødvendigt for ledelsen i moderselskabet at intervenere. Det medfører, at CVC-enhedens uafhængighed formindskes, hvilket kan reducere enhedens egen finansielle performance (Siegel og MacMillan, 1988).

Essensen er, at det er helt afgørende at formulere en målsætning for CVC-aktiviteterne. Det skal nøje overvejes, hvorvidt CVC-afdelingen skal etableres med henblik på at opnå et finansielt eller strategisk afkast, eller hvordan vægtningen skal være mellem de to målsætninger. Målsætningen og dermed strategien er vigtig for at sikre konsistens og kontinuitet i CVC satsningen.

Kontinuitet i moderselskabets engagement

Som tidligere beskrevet kan investeringshorisonten for CVC-afdelingen strække sig over flere år. I mellemtiden skal skiftende ledelser kunne se fornuften i at vide-

reføre den urealiserede portefølje for ikke at tabe værdifulde vækstprojekter. Det er derfor vigtigt, at CVC-aktiviteterne etableres på baggrund af et stærkt mandat fra moderselskabets ledelse mht. formål og strategi samt det langsigtede perspektiv.

Moderselskabets succes måles i sidste ende på, hvorvidt det er i stand til at skabe merværdi for dets investorer. Er selskabet børsnoteret foretages denne måling dagligt i form af kursudviklingen. Anderledes ser det ud for CVC-aktiviteternes målbarhed. Værdien af aktiviteterne kommer sjældent til syne før sent i processen, og moderselskabet bør derfor nøje overveje, om der skal opstilles milepæle for implementeringen af den overordnede strategi.

Konsistens i strategifastholdelse

Stræber CVC-afdelingen efter et finansielt afkast, er succesen umiddelbart målelig. Spørgsmålet er imidlertid, hvilket afkast der er acceptabelt for moderselskabet i forhold til de risici, der er forbundet med at foretage ventureinvesteringer. Dette kan fastlægges på baggrund af en række forhold såsom det øvrige venturemarkeds formåen, aktiemarkedets udvikling, obligationsrenten, samt hvorledes den øvrige del af moderselskabet klarer sig. Dernæst skal det fastlægges, hvordan og hvornår afdelingen skal evalueres.

Investeringernes forrentning skal hele tiden holdes op mod de forventede afkast. Den endelige succes kan imidlertid først måles, når den sidste exit er foretaget, men dette er sjældent tilstrækkeligt for ledelsen. Mindre gode projekter bliver selv sagt afviklet hurtigst og derfor skal moderselskabet nøje overveje, hvorledes den løbende evaluering skal foregå. For det er den samlede succes for hele CVC-afdelingen, og ikke den enkelte investering, der er afgørende for succesen.

Det strategiske afkast er anderledes vanskeligt at måle, især hvis de projekter, der befinder sig i porteføljen integreres løbende i den øvrige produktion i moderselskabet. Synergieffekter kan ikke måles entydigt, kun delvist gennem afledte effekter såsom patenter. Effekten kan dermed ikke isoleres i et enkelt mål.

Efter at succeskriterierne er beskrevet, og tidspunktet er fastlagt for, hvornår afdelingen første gang skal evalueres, skal det desuden afgøres, hvorvidt målsætningerne kan ændres over tid og i så fald på hvilken baggrund og hvordan. Det finansielle marked oplever op- og nedture, hvilket kan få væsentlig betydning for det finansielle afkast. Samtidig kan moderselskabets overordnede strategi ændre sig undervejs, hvilket gør dele af porteføljen uinteressant. Det er derfor vigtigt, at der i evalueringen skelnes mellem de ydre faktorer, der har påvirket resultatet.

Fordeling af interne og eksterne ressourcer

Virksomheder, der ikke har en særlig stærk markedsposition, vil være nødt til at opbygge et deal-flow over tid. En måde, hvorpå dette kan realiseres er gennem opbygning af netværk ved at investere i flere venturefonde. Over tid kan en virksomhed have opbygget omdømme og forbindelser i venturekredse – og derefter benytte disse i internt styrede CVC-enheder. Såfremt en virksomhed vælger at oprette sin egen interne CVC-enhed, skal den tage stilling til:

- Hvor mange investment managers har virksomheden behov for?
- Skal investment managers rekrutteres internt i moderselskabet eller eksternt ?

Det er imidlertid ikke uproblematisk at rekruttere erfarne investment managers primært fordi mange CVC-organisationer kan have svært ved at matche lønniveauet i uafhængige VC-fonde (Winters & Murfin, 1988). Litteraturen nævner ofte utilstrækkelig aflønning som en forklaring på, hvorfor så mange CVC-programmer slår fejl (Gompers & Lerner, 1998). Aflønningspolitikken i virksomhedens organisation er ikke altid gearret til den til tider meget indbringende præstationsafhængige aflønningsform, som kendes i venturefonde. Aflønningen af managers i uafhængige venturefonde har to komponenter: En fast og en variabel. Den faste komponent er et *management fee*, der typisk udgør 2-3 procent af fondens kapital. Den variable komponent, der ofte kaldes *carried interest*, er normalvis 20 procent af fondens overskud. Et vellykket investeringsforløb kan således udløse meget store fortjenester til investment managers. Det primære problem for virksomheder med CVC-aktiviteter mht. at indføre aflønning i lighed med uafhængige venturefonde, er konceptet intern lighed (internal equality) (Block & Ornati, 1987). Høj aflønning af CVC-managers vil sandsynligvis medføre interne *politiske* konflikter i virksomheden. Hvis en CVC-enhed benytter samme aflønningsmetoder som uafhængige venturefonde, vil CVC-managerne i nogle tilfælde kunne tjene mere end virksomhedens administrerende direktør. En sådan situation er ofte ikke acceptabel. Udfordringerne omkring konkurrencedygtig aflønning har medført, at nogle virksomheder har udskilt deres CVC-aktiviteter som selvstændige fonde, ofte sammen med andre investorer som limited partners (Sykes, 1990).

Skabe ejerskab i moderselskabet for CVC'ers porteføljevirkomheder

Hvis CVC-investeringerne skal skabe merværdi, er det ofte en forudsætning, at der skabes en følelse af ejerskab hos de ressourcepersoner i moderselskabet, som kan tilføre porteføljevirkomhederne kompetencer. Hvis virksomhedsideen er genereret internt, vil personen, der har taget initiativ til at udlægge projektet som en selv-

stændig virksomhed, føle et ejerskab og dermed være villig til at medvirke positivt til porteføljevirkomhedens fortsatte udvikling. Hvis en sådan motivation imidlertid ikke er tilstede, eller hvis virksomheden investerer i et eksternt projekt, er udfordringen at skabe incitamentstrukturer, der tilskynder virksomhedens interne personer til at blive "champions" for porteføljevirkomhederne og derigennem komplementere CVC-teamets kompetencer og engagement. En måde, hvorpå interne personer kan motiveres til at tilføre porteføljevirkomhederne værdi, er ved at sikre, at en indsats overfor disse har positiv indflydelse på fremtidige karrieremuligheder. Det gælder om at skabe en situation, hvor medarbejderne har incitament til at lægge ressourcer i at understøtte forretningsudviklingen i porteføljevirkomhederne, hvis dette skaber den største merværdi.

Kommunikationstrekant; moder-CVC-porteføljevirkomhed

En effektiv CVC-strategi fordrer også en struktureret tilgang til kommunikation mellem moderselskab, CVC-enhed og porteføljevirkomheder. Evnen til at få denne kommunikationstrekant til at fungere er helt afgørende for om viden og ressourcer flyder hensigtsmæssigt mellem parterne og bliver udnyttet optimalt. Porteføljevirkomhedens tilknytning til moderselskabet skal på den ene side ikke være så tæt, at der reelt ikke længere er tale om to selvstændige virksomheder. På den anden side skal der være mulighed for en formel såvel som uformel sparring, hvor det kan være værdiskabende.

Forholdet mellem moderselskab, CVC-enheden og porteføljevirkomheden påvirker også processen for godkendelse af investeringer. I en ekstern CVC-enhed (captive), der forfølger en strategisk målsætning, vil moderselskabets ledelse typisk insistere på at godkende alle handler. Dette er imidlertid modstridende, idet virksomhedens ledelse således i praksis selv vil foretage investeringerne - og værdien af at have et eksternt management team vil dermed begrænses i takt med, at moderselskabet påtager sig en mere direkte og aktiv rolle. Hvis den eksterne CVC-enhed derimod forfølger rent finansielle mål, vil moderselskabets ledelse sjældent blande sig i investerings- og godkendelsesprocessen. Her har moderselskabet tiltro til, at den eksterne ledelse er i stand til at maksimere det finansielle afkast, uden at moderselskabets ledelse skal være involveret direkte i alle investeringsbeslutninger. Til sammenligning vil moderselskabets ledelse næsten altid være involveret i beslutningsprocessen i en intern CVC-enhed. Ifølge McNally (1997) har moderselskabets bestyrelse indflydelse på godkendelsesprocessen i mere end 90 procent af de analyserede interne CVC-enheder i England.

3.5 Fordele for porteføljevirksohmheden

CVC-investorens selvstændige bidrag til værdiskabelsen i porteføljevirksohmhederne skaber en række fordele for iværksætteren. Nystartede virksomheder er ofte centreret omkring få iværksættere, som oftest besidder en stærk fagspecifik viden, der kan danne grundlag for udviklingen af et nyt produkt. Der kan eksempelvis være tale om personer, som i et forskningsmiljø på et universitet er nået frem til et forskningsresultat som det vil være muligt at udnytte kommercielt. Men evnen til og viden om at drive virksomhed er ikke altid tilstrækkelig. Og derfor har iværksætterne – såvel i etableringsfasen som senere – brug for at få tilført kompetencer foruden startkapital.

Foruden sparring med CVC-enheden har porteføljevirksohmheden mulighed for at trække på teknologisk ekspertise og støtte fra hele moderselskabets organisation. Især den løbende hands-on involvering af fagfolk inden for organisationen kan have stor betydning for porteføljevirksohmhedens fortsatte udvikling. På indkøbssiden kan der være adgang til mængderabatter, og fra marketingsafdelingen kan der hentes råd om markedsintroduktion. Endvidere vil porteføljevirksohmheden gennem moderselskabets distributionsnetværk kunne få adgang til en betydelig kundekreds. Tilknytningen til et CVC-selskab kan også virke som en blåstempling af porteføljeselskabet. Ved at have et velkendt selskab som medejer, kan porteføljeselskabet lukrere på den goodwill, der er forbundet med moderselskabets varemærke. Endvidere er der også en positiv signalværdi for porteføljevirksohmheden i, at en stor etableret virksomhed vælger at investere i den.

Adgang til moderselskabets infrastruktur kan også gøre CVC-investorer istand til at tilbyde fx laboratoriefaciliteter. Hvis der er knaphed på fysiske forskningsfaciliteter, gør det CVC-investoren til en endnu mere attraktiv investor for iværksættere.

Enkelte etablerede virksomheder har oprettet deciderede inkubatormiljøer i tilknytning til deres CVC-enhed. I disse konstruktioner har porteføljevirksohmheden ikke blot mulighed for sparring med moderselskabet, men også med de øvrige virksomheder der måtte befinde sig i miljøet. Hermed kan eventuelle synergieffekter udnyttes på tværs af porteføljevirksohmhederne.

CVC-enheder og deres moderselskaber tilbyder dermed ideelt set en så bred palette af kompetencer, at iværksætteren kan koncentrere sig om det vedkommende er bedst til – nemlig at udvikle sit produkt.

3.6 Samarbejde mellem CVC og VC

Maula og Murray (2001) har undersøgt komplementariteten mellem venture- og CVC-selskaber og deres respektive stærke og svage sider. Undersøgelsen viser, at mens uafhængige ventureselskaber er i stand til at tilføre værdi til porteføljevirk-somhederne ved at hjælpe dem med at styre den tidlige vækst, opbygge en leve-dygtig organisation og rekruttere nøgle-personale, ligger CVC'ernes styrke i at un-derstøtte porteføljevirk-somhedernes troværdighed på markedet, at tiltrække kunder, leverandører og alliancepartnere, samt bidrage til virksomhedernes fortsatte tek-nologiske udvikling, jf. figur 3.6.1.

Figur 3.6.1: Vurdering af CVC'ers og VC'ers kompetencer

Form for værditilførsel	Uafhængige venture-kapitalister	Corporate venture-kapitalister
Hjælp os med at skaffe yderligere kapital	1,76	0,64
Hjælp os med at udvikle vores forretningsmodel og strategi	1,88	0,46
Hjælp os med at rekruttere nøglepersonale	0,58	0,24
Hjælp os med at udvikle vores organisation, interne systemer og processer	0,14	0,10
Hjælp os med at få opmærksomhed og blive mere troværdige	0,84	1,80
Hjælp os med at tiltrække kunder, forhandlere og alliance partnere	0,74	1,60
Hjælp os med at få adgang til udenlandske markeder	0,02	0,10
Hjælp os med at udvikle vores teknologi eller produkter	0,04	0,94
Andet	0,00	0,12

Kilde: Murray & Maula (2001). En gruppe af porteføljevirk-somheder blev bedt om at vurdere de værdiforøgende aktiviteter, som hhv. VC'er og CVC'er tilbyder, på en skala fra 0-3. 3 er lig stor betydning, mens 0 svarer til ringe betydning. Resultaterne for de enkelte grupper er gennemsnittene af porteføljevirk-somhedernes svar.

Disse resultater antyder, at CVC'er og VC'er har forskellige og komplementære profiler, hvad angår tilførsel af værdi til deres porteføljevirk-somheder. Virksomhederne har som oftest behov for at få tilført alle disse værdiforøgende kompetencer for at sikre deres fortsatte udvikling og optimere deres værdi. Teoretisk set kan samarbejde mellem venture- og CVC-selskaber dermed give fordele for begge investortyper i form af forbedrede afkast på deres investeringer. Resultaterne antyder, at iværksættere med behov for disse kompetencer med fordel kan søge en kombi-nation af finansiering fra både traditionelle VC'er og CVC'er.

I praksis kan der imidlertid være uoverensstemmelser i forventningerne hos de to investortyper. CVC'erne kan nemlig have både strategiske og finansielle motiver til deres investeringer, mens ventureselskaberne udelukkende går efter det finan-sielle afkast. Dette kan medføre konflikter, hvis tidspunktet for, hvornår det finan-sielle og strategiske afkast maksimeres ikke er sammenfaldende. I sådanne situati-oner er det vigtigt, at investorerne aftaler indbyrdes, hvordan ventureselskabets op-når en retvisende exit værdi, såfremt moderselskabet ønsker at bibeholde porteføl-jevirk-somheden. Der kan også opstå uoverensstemmelser, hvis porteføljevirk-som-

hedens mulighed for at udvikle sig og senere sælge sit produkt er afhængig af en række kompetencer, som CVC-selskabet forventes at tilføre. Såfremt CVC-enheden på et senere tidspunkt vurderer, at porteføljevirkomheden ikke længere har strategisk værdi, vil den ikke i samme omfang som tidligere være tilskyndet til at vise virksomheden det fornødne engagement.

3.7. Relativ performance

Ventureinvesteringers værdiskabelse har været genstand for en del empirisk analyse. Generelt viser analyserne, at venturekapital skaber værdi ved at accelerere udviklingsprocessen, minimere risici og tilføre nøglekompetencer.² Murray & Maula (2000) har specifikt analyseret den relative performance for VC'er og CVC'er. Analysen indikerer, at jo flere CVC-investorer, der er involveret i en "handel", des højere bliver værdien ved børsintroduktion, jf. figur 3.7.1. Firmaer med en enkelt eller flere CVC-investorer har ifølge analysen bedre performance ved børsintroduktion sammenlignet med firmaer, der udelukkende har fået kapital fra traditionelle ventureselskaber.

Figur 3.7.1: Sammenligning af VC'er, enkelt CVC'er og flere CVC'er

	Medianer		
	VC	Enkelt CVC	Flere CVC'er
Antal år fra initial kapitaltilførsel til børsintroduktion	4,5	4,2	3,5
Afkastet fra børsintroduktionen (millioner)	\$60,0	\$60,0	\$82,5
Markedskapitaliseringen ved afslutningen af børsintroduktionen	\$467,7	\$598,2	\$1047,6

Kilde: Murray & Maula (2000).

Hvorvidt tallene kan tages som udtryk for en systematisk forskel mellem VC og CVC er vanskeligt at sige. Forklaringen kan ifølge Murray og Maula (2000) være, at enten var de virksomheder, der modtog kapital fra corporate investors mere værdifulde som følge af CVC'ernes evne til at udvælge de bedste projekter. Eller også signalerede tilstedeværelsen af flere corporate investors en høj værdi af porteføljevirkomheden over for markedet.

Specialisering af venturefonde er vigtig, hvilket fremhæves af fx Barry (1994). De samme overvejelser gælder for CVC'er, idet moderselskabet næsten altid specialiserer sig i én eller få brancher. En undtagelse er industrielle konglomerater, som pr.

² Se fx Hellman & Puri (1999) og Brav & Gompers (1997)

definition har interesser inden for mange forskellige områder. Hver enhed inden for et konglomerat er imidlertid specialiseret.

Gompers & Lerner (1998) giver opbakning til teorien om, at CVC'er er bedre til at udvælge investeringer og/eller tilføre merværdi til porteføljevirkksomhederne, når disse er relateret til moderselskabernes eksisterende forretningsområder. Porteføljevirkksomheder med finansiering fra CVC'er med et tilknyttet forretningsområde opnår større succes end virksomheder, der modtager finansiering fra CVC'er uden relaterede forretningsområder, jf. figur 3.7.2. Der er ligeledes større sandsynlighed for, at porteføljevirkksomheder børsnoteres, hvis de har modtaget kapitalindsud fra CVC'er, der opererer inden for relaterede brancher, end hvis de har modtaget kapital fra andre kilder.

Figur 3.7.2: Porteføljevirkksomhedernes status

	Alle	CVC	CVC og strategisk tilknytning	Uafhængige VC'er
Børsnoteret	31,1%	35,1%	39,3%	30,6%
Opkøbt	29,0%	29,0%	27,5%	30,3%
Stadig privat ejet	20,6%	21,1%	18,3%	19,7%
Afviklet	18,7%	14,6%	14,7%	18,7%
Andet	0,7%	0,2%	0,3%	0,7%

Kilde: Gompers & Lerner (1998)

Sandsynligheden for at en porteføljevirkksomhed afvikles afhænger af typen af finansiering. Er porteføljevirkksomheden finansieret af CVC'er er denne sandsynlighed ifølge analysen mindre, end hvis virksomheden har modtaget kapital fra ventureselskaber.

3.8. Opsummering

Hvis de omtalte analyser kan tages for pålydende er CVC-selskaber i stand til at skabe endnu mere værdi end VC'erne, når de to typer investorer alene. Endvidere vurderes det, at CVC-selskaber, der har specialiseret sig inden for samme branche som porteføljevirkksomhederne, tilfører mere værdi til disse end mindre fokuserede CVC-selskaber. Denne værdi forøges yderligere, hvis CVC-selskabet syndikerer med ventureselskaber eller andre CVC-selskaber. Det er derfor oplagt at se CVC'er og VC'er som potentielt komplementære investorer, hvis respektive kompetencer kan virke gensidigt forstærkende. Når det er strategisk muligt kan co-investeringer mellem de to investorer altså være særdeles værdiskabende.

4. DANSKE CVC-SATSNINGER

Som tidligere omtalt har der i de senere år været en markant tilgang af CVC-aktiviteter på det danske kapitalmarked. For at skabe et større overblik over de motiver og strategier, som ligger til grund for CVC-satsningen i dansk erhvervsliv foretog VækstFonden i løbet af efteråret 2001 en række interviews med flere danske CVC-aktører. Disse aktører blev udvalgt ud fra en betragtning om, at de skulle udgøre et repræsentativt udsnit af markedet. Der er således stor forskel på hvor længe de adspurgte CVC-aktører har ageret i markedet. Nogle har foretaget køb og salg af virksomheder i mere end 10 år, mens andre først lige er startet, jf. figur 2.3.1., side 9.

De udvalgte CVC-selskaber er:

1. Radiometer Innovation
2. TDC Innovation
3. Danisco Venture
4. NKT Holding
5. NOVO A/S
6. Danfoss Innovation
7. Carlsberg – BioIncubator
8. Carl Bro

I dette afsnit vil fællestræk og erfaringer fra disse danske CVC-initiativer blive beskrevet og diskuteret inden for rammerne af de overvejelser, der er gennemgået i det foregående afsnit.

4.1 Motiver, valg af strategi og legitimitet

En væsentlig konklusion i de forrige afsnit er, at en CVC-operatørs investeringsstrategi skal være nøje afstemt med de overordnede motiver for overhovedet at iværksætte CVC-aktiviteter. Moderselskabet skal tillige have forståelse for tidspektivet i ventureinvesteringerne, således at CVC-enhedens langsigtede investeringer ikke bliver mødt med krav om positivt afkast på kort sigt.

Blandt de danske CVC-selskaber er der både selskaber, som er etableret ud fra strategiske motiver samt selskaber med et mere snævert fokus på det finansielle afkast. De fleste aktører, som indgår i VækstFondens undersøgelse, tilkendegav, at de primært fokuserer på det finansielle afkast. Skulle en investering derudover genere et strategisk afkast, var det naturligvis velkommen. Men først og fremmest skal hver enkelt investering potentielt kunne sælges fra med et finansielt afkast til

følge. Enkelte aktører fokuserer dog i større grad på det strategiske afkast, således at værdiskabelsen fortrinsvis finder sted gennem udvikling af moderselskabets eksisterende forretningsområde.

Der er tilsyneladende stor forskel på, hvor mange ressourcer, der indledningsvist benyttes til at undersøge alternative strategier og strukturer for CVC-enheden. Hvor nogle har fastlagt en detaljeret strategi på baggrund af erfaringer fra det amerikanske CVC-marked, har enkelte selskaber på tidspunktet for undersøgelsen endnu ikke defineret, hvorledes CVC-enheden skulle operere. En CVC-enhed havde ligefrem valgt at grundlægge investeringsaktiviteten ud fra ”learning by doing”-princippet. Efterfølgende har de erfaringer, der er gjort fra CVC-enhedens første investeringer, resulteret i udformningen af en egentlig CVC-fond.

4.2 Målsætninger for succes

Som tidligere nævnt er de danske CVC-selskaber etableret ud fra forskellige motiver, hvorfor deres succeskriterier naturligvis også må variere. De danske CVC-afdelinger, som primært ønsker at skabe et finansielt afkast, har ofte en veldefineret målsætning om afkastets størrelse. På tidspunktet for VækstFondens rundspørge lå afkastkravet typisk mellem 15 og 20 procent p.a.

Blandt de CVC-selskaber, som er mere fokuserede på at skabe et strategisk afkast, var der generelt formuleret målsætninger for investeringsstrategien. Det omfatter typisk en række værdisæt for selskabernes drift. Hvad angår de konkrete resultater, som CVC-selskabet skal vise på længere sigt, er der imidlertid variation i detaljeringsgraden for sådanne succeskriterier.

4.3 Struktur

En CVC-afdeling kan etableres som en intern eller ekstern enhed. De danske CVC-programmer er primært organiseret som interne CVC-enheder. Det betyder at CVC-enhedens løbende udgifter til løn m.m bliver dækket af moderselskabet på linie med de øvrige interne enheder.

Interne CVC-enheders struktur gør det ofte lettere at integrere den viden, der findes i porteføljevirkomhederne, i moderselskabets øvrige produktion. Denne struktur vælges typisk af de selskaber, som fokuserer på det strategiske afkast. Men nogle af de interne CVC-enheder tilkendegav, at de fortrinsvist havde et finansielt fokus. Tilsvarende overvejelser har fået andre aktører med fokus på det finansielle afkast til at etablere eksterne enheder.

De adspurgte CVC-aktører er endvidere finansieret på forskellig vis afhængigt af den valgte strategi. Enkelte CVC-enheder er finansieret, på samme måde som venturefonde. Det betyder, at enheden er etableret på baggrund af et enkelt kapitalindskud eller et tilsagn fra moderselskabet om at tilføre en fastsat sum penge i takt med, at CVC-investeringerne foretages. Specielt aktører, som målrettet går efter et finansielt afkast, benytter denne finansieringsform. Et enkelt selskab har på samme vis som de selvstændige ventureselskaber en fastsat tidsperiode til at foretage investeringer i, samt en tidsramme inden for hvilken porteføljevirksohederne skal realiseres. Derved kan afkastet direkte måles mod de oprindelige målsætninger, samtidig med, at det er muligt at benchmarke CVC-enhedens resultater mod det øvrige venturemarked.

Andre CVC'er har et årligt rammebeløb til at investere for, hvilket svarer til en årlig tilførsel, som kan justeres fra år til år i forhold til de øvrige budgetter for moderselskabet. Tidshorizonten for CVC-afdelingens investeringsperiode, eller hvornår porteføljen skal være realiseret, er ofte ikke fastlagt for denne type CVC'er. Dermed fungerer de på mange måder som selvstændige evergreen-fonde. Det var imidlertid ikke i alle tilfælde klart, hvorvidt den kapital, der måtte blive realiseret ved frasal, umiddelbart kan geninvesteres. Eller om den ubeskåret tilfalder moderselskabet.

Generelt adskiller de danske CVC'er sig fra uafhængige VC'er ved, at der kun er få tidsbegrænsede fonde, og at investeringsperioden kun er fastlagt i få tilfælde. Det kan gøre det vanskeligere at opstille afkastmål – og dermed muliggøre sammenligning, idet IRR-beregninger på hele porteføljen først er retvisende, når alle porteføljevirksohederne er solgt.

4.4 CVC-enhedens personale

Medarbejderne i de danske CVC-enheder er primært hentet internt i moderselskabets organisation. Flere har dog ved etableringen også hentet eksterne medarbejdere. Men der er endnu ikke danske CVC-selskaber, hvor den daglige ledelse varetages af et eksternt managementselskab. Nogle virksomheder kan imidlertid foretage kapitalindskud sammen med andre investorer i selvstændige venturefonde (multi-investorfonde).

Det kan i nogle tilfælde være vanskeligt for interne CVC-afdelinger at tiltrække arbejdskraft eksternt, hvis ikke aflønningsstrukturen matcher standarden i uafhængige venturefonde. Internt kan CVC'erne derimod ofte rekruttere stærke faglige kompetencer. Således er flere medarbejdere hentet fra moderselskabets interne F&U-afdelinger.

De finansielle kompetencer hentes derimod som oftest ved at rekruttere eksterne medarbejdere med erfaringer inden for køb og salg af virksomheder til CVC-enheden. Enkelte danske aktører har dog gennem en årrække opbygget tilstrækkelig erfaring med køb og salg af virksomheder internt i organisationen, således at aktørerne ikke skønnede det nødvendigt at supplere med kompetencer udefra.

4.5 Informationskilder og deal-flow

Blandt de adspurgte selskaber er der stor forskel på om CVC-enheden fokuserer på investeringsmuligheder uden for eller inden for moderselskabet. Eller om selskaberne, som i nogle tilfælde, ikke skelner imellem disse to typer af projekter.

Blandt CVC'erne med et eksternt fokus, er der stor forskel på, hvor opsøgende de er i markedet. De, der gør mest for at få adgang til eksterne investeringsmuligheder, har eksempelvis indledt samarbejde med universitetsmiljøerne og tilsvarende forskermiljøer i Danmark. Flere aktører investerer også i selvstændige VC'er for at få adgang til nye projekter. De danske CVC-aktører syndikerer også ofte med andre investorer, hvilket giver mulighed for at få adgang til et endnu større deal-flow.

Der er et tydeligt overlap mellem de aktører, der aktivt opsøger projekter i markedet, og de der gør mest for på anden vis at profilere sig i markedet. De, der ikke bruger særlige ressourcer på at synliggøre sig i markedet, begrundes dette med, at de allerede får langt flere ansøgninger, end de har mulighed for, og interesse i, at investere i.

4.6 Screening og due-diligence

For alle danske CVC'er gælder det, at screeningsprocessen bliver foretaget internt i enheden. Den indledende screening bliver som oftest varetaget af en enkelt person, mens enkelte deler opgaven blandt flere medarbejdere. Der er imidlertid stor forskel på, hvilke kompetencer disse medarbejdere besidder. Typisk har selskaber med et finansielt fokus medarbejdere med finansielle kompetencer til at foretage den indledende screening, ligesom det er teknisk kyndige medarbejdere, der foretager den indledende screening i selskaber med strategisk fokus.

CVC-aktørerne lader sig desuden ikke "skræmme" af dårlige investeringsansøgninger. Flere aktører går aktivt ind i arbejdet med at beskrive iværksætternes forretningsplaner, således at gode ideer ikke bliver forkastet på baggrund af manglende evne til at beskrive projekter.

Der er også forskel på, hvorledes due-diligence processen er struktureret hos de adspurgte, hvilket primært er et resultat af CVC-selskabernes forskellige erfaringsgrundlag. De, der har opbygget mest erfaring, er gode til at udnytte de kompetencer, der findes internt i organisationen, når de foretager due-diligence på investeringsobjekter. De mindre erfarne har ikke gennemgået processen i et tilstrækkeligt omfang til at opbygge deciderede rutiner, men de har vedvarende fokus på hvilke muligheder etablerede virksomheder besidder med hensyn til due-diligence processen.

4.7 Godkendelse af investeringsobjekter

De fleste danske CVC-aktører fungerer som uafhængige enheder, der har selvstændig bemyndigelse til at godkende eventuelle investeringsobjekter. De danske aktører agerer dermed i overensstemmelse med best-practice fra USA, der tilsiger at CVC-enheden skal sikres uafhængighed i forhold til moderselskabet. Det begrænser risikoen for, at investeringsprocessen bliver langsommelig og bureaukratisk. For enkelte aktører gælder det dog, at moderselskabets bestyrelse har ret til at afvise investeringsforslag.

4.8 Sparring, dialog og kontrol

Alle de adspurgte CVC-enheder tager bestyrelsesposter i de selskaber, de investerer i. Men her hører ligheden også op. Der er nemlig stor forskel på, hvilken sparring og dialog de enkelte CVC-aktører tilbyder deres porteføljevirkomheder. Enkelte aktører har etableret inkubatormiljøer i tilknytning til deres CVC-aktiviteter. Disse CVC-aktører tilbyder dermed både fysiske faciliteter og daglig sparring samt assistance til administrative opgaver. Andre CVC-aktører giver deres porteføljevirkomheder adgang til interne ressourcer på ad-hoc basis.

CVC-investorenes væsentligste komparative fordel er, at de har adgang til en lang række interne ressourcer i form af specialiseret viden om det enkelte marked og dets produkter. Derfor er det naturligvis vigtigt, at CVC-enheden er klar over, hvorledes den kan benytte sig af den viden og det netværk, som findes internt i moderselskabet. Enkelte CVC-selskaber betaler på timebasis for den indsats, som medarbejdere fra moderselskabet yder. Der syntes imidlertid ikke at være nogen ensartet praksis for incitamentskabelse over for medarbejdere i moderselskabet.

Der er også stor forskel på, hvor hyppigt CVC-enheden mødes med sine porteføljevirkomheder. Flertallet har ugentlige møder, mens enkelte kun deltager i porteføljevirkomhedernes månedlige bestyrelsesmøder. En lille gruppe af CVC-aktører har næsten daglig kontakt med deres porteføljevirkomheder.

Aktørerne er desuden opmærksomme på at udnytte potentielle synergieffekter mellem porteføljevirkksomhederne. En af de adspurgte CVC-aktører indkalder således alle porteføljevirkksomheder til møder på tværs, hvor de kan præsentere deres ideer for hinanden. Hermed sikrer aktøren, at porteføljevirkksomhederne får større kendskab til hinandens arbejdsområder og netværk.

For de danske CVC-aktører med strategiske målsætninger, er der stor forskel på, hvor store ejerandele de ønsker. Enkelte af de adspurgte aktører vil som minimum have 51 procent, således at de er sikre på senere at kunne opkøbe virksomheden, såfremt den udvikler sig til at blive en del af moderselskabets kerneforretning. Endvidere vil de have mulighed for at forhindre salg til moderselskabets konkurrenter. Andre danske CVC-aktører vil dog som hovedregel ikke eje mere end 25 procent af virksomheden.

4.9 Exit

Exit-strategien er i nogle tilfælde gjort klar på tidspunktet for investeringen. I andre tilfælde har CVC aktøren ikke fastlagt en egentlig strategi for afhændelse af investeringen. Sammenlignet med VC'er er overvejelserne også vanskeligere, idet alternativet til at "exitte" en investering, er at overtage og integrere porteføljevirk-somhedens aktiviteter.

I de cases, hvor de danske CVC-aktører forfølger en finansiel strategi og således ønsker at afhænde deres investeringer på et senere tidspunkt, er udfordringen konkret at gøre virksomheden interessant for tredjepart, når moderselskabet har fået indgående kendskab til teknologien bag porteføljevirk-somheden. Dette er især et problem, hvis CVC-enheden besidder en meget stor ejerandel i porteføljevirk-somhederne.

4.10 Opsummering

De danske CVC-aktører er hovedsageligt organiserede som interne enheder, hvoraf kun få er tidsbegrænsede, men her hører ligheden også op. For halvdelen gælder det at de primært har finansielle motiver, hvor forventningerne til afkast er 15-20%. Den anden halvdel har lignende forventninger til det finansielle afkast, men for dem gælder det, at det strategiske afkast, i form af adgang til nye markeder og nye teknologier, spiller en større rolle.

Personalet til CVC-enhederne hentes både internt og eksternt. Personer med teknisk kompetence hentes oftest i moderselskabet, mens personer med finansielle

kompetencer oftest hentes eksternt. Enkelte CVC-enheder har dog kun rekrutteret personale, som har arbejdet i moderselskabet.

Der er endvidere stor forskel på, hvor opsøgende de danske CVC-aktører er med hensyn til at tiltrække porteføljevirkksomheder. Enkelte aktører mener, at deres brand-value medfører rigeligt med henvendelser, mens andre aktører investerer i venturefonde og forskermiljøer for målrettet at opspore de rigtige porteføljevirkksomheder.

Med hensyn til tilførsel af kompetencer er der ligeledes stor forskel på de danske CVC-aktører. Enkelte har opbygget deciderede inkubatormiljøer, mens andre kun giver porteføljevirkksomhederne mulighed for at trække på kompetencer i moderselskabet mod betaling. Alle de danske CVC-enheder har dog fokus på at udnytte potentielle synergieffekter mellem deres porteføljevirkksomheder.

For det danske marked som helhed gør det sig gældende, at flere aktører er relativt uerfarne med at foretage ventureinvesteringer. Endvidere kan det konstateres, at aktørerne har iværksat meget forskellige CVC-programmer, der søger at udnytte netop de kompetencer, som moderselskabet har opbygget. Fremtiden vil vise, hvor succesfulde CVC-satsningerne bliver.

5. KONKLUSION

Større etablerede virksomheder kan i mange sammenhænge med fordel benytte deres kompetencer til at iværksætte succesfulde CVC-enheder. Det gælder for deres ressourcer inden for brand-value, tekniske og forretningsmæssige ekspertise samt finansielle midler. Inden for disse områder har CVC-aktørerne nemlig basis for at udnytte komparative fordele ifht. de traditionelle ventureselskaber. På den måde kan de være med til at tilføre deres porteføljevirkomheder merværdi.

Det danske CVC-marked er i lighed med det europæiske relativt uerfarent set i forhold til det tilsvarende marked i USA. Det danske marked har imidlertid udviklet sig betydeligt i de senere år. Sammenlignet med både USA og Europa udgør de danske CVC-aktiviteter således en større andel af det samlede venturemarked, målt på kapital under forvaltning, antallet af aktører og investeringer.

Hvad angår de mere kvalitative parametre som valg af struktur, udnyttelse af komparative fordele og konkret erfaring mht. til at foretage ventureinvesteringer, kan disse dog kun opbygges over tid. I den forbindelse er det nyttigt at skele til de erfaringer, de amerikanske CVC-aktører har gjort sig gennem mere end 40 år.

Disse erfaringer viser, at CVC-satsningers succes afhænger af en række forhold og udfordringer, som den etablerede virksomhed skal forholde sig til. Det er især vigtigt, at;

- 1) virksomheden fra start formulerer en klar målsætning for CVC-satsningen
- 2) virksomheden evner at skabe ejerskab blandt medarbejderne i moderselskabet i forhold til porteføljevirkomhederne, således at disse får tilført de nødvendige kompetencer
- 3) CVC-enheden aflønner sit personale i forhold udbyttet af til deres indsats, således at disse har et incitament til at maksimere værdien af porteføljevirkomhederne

Danske virksomheder kan med fordel inddrage sådanne erfaringer, når de implementerer CVC-initiativer.

Danske CVC-aktører bør endvidere overveje, hvilke muligheder samarbejde mellem CVC'er og ventureselskaber kan give. En empirisk undersøgelse viser, at CVC-enheder og ventureselskaber kan opfattes som komplementære, idet de har komparative fordele inden for forskellige værdiskabende kompetencer. Ventureselskaberne er ifølge porteføljevirkomhederne især gode til at skaffe yderligere ka-

pital og udvikle porteføljevirksohedernes forretningsmodel og strategi, mens CVC-erne er gode til at skabe opmærksomhed omkring deres porteføljevirksoheder og disses troværdighed i markedet. Herudover bistår de også aktivt med hensyn til at understøtte porteføljevirksohedens teknologiske og markedsmæssige udvikling.

Disse resultater antyder, at der for iværksættere kan være selvstændig værdi i at skaffe en kombination af finansiering fra traditionelle ventureselskaber og CVC'er. Samarbejde mellem de danske CVC'er og traditionelle VC'er kan ligeledes potentielt medføre skabelsen af endnu mere værdi i porteføljevirksohederne, samtidig med at disse meget forskellige investorer over tid kan lære af hinandens kompetencer. En sådan udvikling vil bidrage positivt til en fortsat modning af det danske venturemarked.

6. LITTERATURLISTE

- Bannock Consulting, 2000, Corporate Venturing in Europe, published by the European Commission.
- Barry, C., 1994, "New Directions in Research on Venture Capital Finance", *Financial Management*, 23:3, 3-15.
- Block, Z. and MacMillan, I., 1993, *Corporate Venturing: Creating New Businesses Within the Firm*, Harvard Business School Press, Cambridge, Massachusetts.
- Block, Z. and Ornati, O., 1987. "Compensating Corporate Venture Managers", *Journal of Business Venturing*, 2: 41-51
- Brav, A. og Poul A. Gompers, 1997, "Myth or Reality? The Long-Run Underperformance of Initial Public Offerings: Evidence from Venture and Nonventure Capital-Backed Companies", *Journal of Finance*
- Chesbrough, H., 2000, "Designing Corporate Ventures in the Shadow of Private Venture Capital", working paper, Harvard Business School, prepared for submission to *California Management Review*.
- EVCA, Yearbook, udvalgte årgange (1995, 1998, 2000, 2001)
- EVCA, 2001, *Corporate Venturing European Activity Report*.
- Fast, N. D., 1978, *The Rise and Fall of Corporate New venture Divisions*, Ann Arbor, MI: UMI Research Press.
- Freeman, C. og Luc Soete, 1997, *The Economics of Industrial Innovation*, PINTER, London
- Gompers, P. and Lerner, J., 1998, "The Determinants of Corporate Venture Capital Success: Organization Structure, Incentives, and Complementarities", NBER Working Paper 6725, National Bureau of Economic Research.
- Hall, G., 1989, "Lack of finance as a constraint on the expansion of innovatory small firms", in J. Barber, m.fl. (eds) *Barriers to growth in small firms*, London, Routledge: 39-57.
- Hellman, T. og Manju Puri, 1999, "The Interaction between Product Market and Financing Strategy: The Role of Venture Capital", Stanford Business School Working Paper no. 1561.
- Honeyman, K. F., 1992, "Corporate Venturing as a Development Tool: Benefits, Pitfalls and Strategies for Success", Middlesex Business School.
- Maula M. og Murray G., 2001, "Complementary Value-Adding Roles of Corporate Venture Capital and Independent Venture Capital Investors." An invited paper to appear in *The Journal of BioLaw & Business*.

- Maula M. og Murray G., 2000, "Corporate Venture Capital and the Creation of US Public Companies: The Impact of Sources of Venture Capital on the Performance of Portfolio Companies." A paper presented in the 20th Annual International Conference of Strategic Management Society.
- McNally, K., 1997, Corporate Venture Capital: Bridging the Equity gap in the small business sector, Routledge, London.
- Roberts, E.B., 1980, "New ventures for corporate growth", Harvard Business Review, 58:4, 134-142.
- Siegel, R, E. Siegel and I. MacMillan, 1988, "Corporate Venture Capitalists: Autonomy, Obstacles, and Performance", Journal of Business Venturing 3, 233-247.
- Sykes, H., 1990, "Corporate Venture Capital: Strategies for Success" Journal of Business Venturing 5, 37-47
- Venture Economics, Investment Benchmark Reports – Venture Capital, New York, 1997.
- VækstFonden, 2001, Det danske marked for venturekapital og private equity.
- Winters, T., and D. Murfin, 1988, "Venture capital investing for corporate development objectives" Journal of Business Venturing, 3, 207-222.

FOR YDERLIGERE INFORMATION:

Rolf Kjærgaard

Analysechef
Tlf.: 3529 8650
E-mail: rk@vf.dk

Jacob Nordstrøm Borup

Analytiker
Tlf.: 3529 8638
E-mail: jbo@vf.dk

Jens Henrik Johansen

Analytiker
Tlf.: 3529 8661
E-mail: jhj@vf.dk

Version: 1.1
Dato: 26/06-2002