

Innoveren met een eigen fonds voor durfkapitaal

Ondernemingen voelen zich gedwongen tot steeds meer 'focus' in innovatie. Daarmee groeit het risico dat nieuwe kansen en bedreigingen niet, of te laat, worden gesignaleerd. Een eigen fonds voor durfinvesteringen kan een antwoord bieden. Zo'n fonds vereist echter speciale aandacht, wil de potentie ervan kunnen worden waargemaakt.

J. Lerner bekleedt de naar Jacob H. Schiff vernoemde leerstoel in Investment Banking aan de Harvard Business School.¹

Toen de farmaceutische industrie werd geconfronteerd met de revolutie in de genomica, beseftte Eli Lilly dat het wel eens 'over en uit' zou kunnen zijn als het concern er niet in slaagde aan te haken bij deze ontwikkeling. Daarom lanceerde Lilly in 2001 een eigen fonds voor durfinvesteringen: Lilly Ventures. Via dit investeringsfonds hoopte deze geneesmiddelenfabrikant in contact te komen met veelbelovende starters in de biotechnologie, en dat bovendien in het prilste stadium van hun ontwikkeling. In 2013 was Lilly Ventures inmiddels ruim dertig samenwerkingsverbanden met dergelijke startende ondernemingen aangegaan. Vele daarvan verschaften Lilly waardevolle inzichten in de ontwikkeling van geneesmiddelen op basis van een analyse van biologische gegevens.

Lilly Ventures is een voorbeeld van een bedrijfsfonds voor durfkapitaal. Met behulp van zo'n fonds kan sneller, flexibeler en tegen lagere kosten dan met traditionele R&D worden gereageerd op veranderingen in technologie en businessmodellen. Soms kan zo'n fonds ook worden gebruikt om de vraag naar de eigen producten van de onderneming te stimuleren. Tegelijkertijd kunnen de investeringen vanuit zo'n fonds ook aantrekkelijke rendementen opleveren. Dat laatste is dan een bijkomend voordeel; voor een gevestigde onderneming heeft een fonds voor durfinvesteringen primair tot doel om ideeën op te doen die bepalend kunnen zijn voor de toekomst van de onderneming.

Er bestaat de nodige scepsis over durfinvesteringen door het 'reguliere' bedrijfsleven. Sommige

ondernemingen die ermee begonnen, zagen hun investeringen volstrekt mislukken. Nog meer ondernemingen gaven te snel op: de mediane levensduur van bedrijfsfondsen voor durfkapitaal fluctueert historisch rond de twaalf maanden. Zelfs ondernemingen die wel succesvolle durfinvesteringen doen, weten soms niet hoe ze de kennis, die de starters bieden, kunnen benutten. Het is zeker niet gemakkelijk om een eigen fonds voor durfinvesteringen tot een succes te maken: bestaande procedures en regels kunnen een blok aan het been zijn en kunnen leiden tot een te grote spreiding van investeringen. In het bedrijfsleven groeit echter de onvrede over de resultaten die worden geboekt met eigen, interne afdelingen voor onderzoek en ontwikkeling. Er zijn dan ook aanwijzingen dat een groeiend aantal gevestigde ondernemingen interesse krijgt in durfinvesteringen en zelf in starters wil gaan investeren.

Voor de onderneming die met eigen durfinvesteringen kennis en flexibiliteit in huis wil halen, worden in dit artikel zes cruciale succesfactoren behandeld. Het is bijvoorbeeld belangrijk dat doelen goed op elkaar zijn afgestemd. Ook moeten de juiste beloningsprikkels worden geboden. En er moet een effectief systeem voor kennisoverdracht komen. In dit artikel bespreek ik ieder van de zes succescriteria afzonderlijk. Wie ze ter harte neemt, kan een fonds voor durfinvesteringen inrichten dat zich kan meten met de meest gewiekste en alerte investeerders van dit type. Eerst wil ik echter even stil staan bij de voordelen die een eigen fonds voor durfinvesteringen een onderneming kan bieden.

1. De auteur publiceerde meest recentelijk *The Architecture of Innovation: The Economics of Creative Organizations* (Harvard Business Review Press, 2012).

De voordelen van eigen durfinvesteringen

De belangstelling van 'reguliere' ondernemingen voor durfkapitaal werd in het verleden meestal

Als de doelen van starter en investeerder op elkaar aansluiten, stijgt de kans op een beursgang én op goede prestaties op de beurs

bepaald door de voor- of tegenspoed bij de gespecialiseerde durfinvesteerders. Eind jaren zestig, halverwege de jaren tachtig en tegen het einde van de jaren negentig waren ondernemingen vrij actief als durfinvesteerders. Dat waren ook de hoogtijdagen van de zelfstandige durfkapitalisten, een tijd waarin jonge ondernemingen waarin zij hadden geïnvesteerd met veel tamtam naar de beurs werden gebracht. Nu zien we echter gevestigde ondernemingen actiever worden in durfinvesteringen in een tijd waarin het betrekkelijk stil is in het gespecialiseerde durfkapitaal.

In de eerste helft van 2011 (twee jaar na de val van Lehmann Brothers) was het voor de onafhankelijke durfinvesteerders nog steeds heel moeilijk om kapitaal aan trekken. Ruim elf procent van het totale kapitaal voor durfinvesteringen kwam dat jaar uit fondsen van het gevestigde bedrijfsleven, het hoogste niveau sinds de zeepbel van de 'dot.com's' zo'n tien jaar daarvoor. Deze hernieuwde interesse in durfinvesteringen lijkt aan te geven dat ondernemingen nieuwe wegen zoeken om kennis te vergaren en te innoveren nu hun reguliere afdelingen voor onderzoek en ontwikkeling onder grote druk staan om kosten te besparen en concrete resultaten te leveren. De meest uiteenlopende ondernemingen – van Google tot BMW en General Mills – vullen hun traditionele onderzoek en ontwikkeling aan door te investeren in veelbelovende starters. De motieven daarvoor zijn inderdaad overtuigend.

Snellere reactie

Durfinvesteringen bieden een venster op nieuwe terreinen van technologie en een route om nieuwe ideeën te verwerven of te gebruiken. Ondernemingen kunnen zo alerter reageren op belangrijke veranderingen in de markt. Lilly Ventures was een van de fondsen die de geneesmiddelenfabrikanten in de jaren negentig en daarna in staat moesten stellen aan te haken bij de snelle ontwikkelingen in de biomedische wetenschap. De ontwikkelingen in die tak van wetenschap vormden een levensgrote bedreiging voor de traditionele (scheikundige) expertise van de farmaceutische industrie. Hyunsung Daniel Kang en Vikram K. Nanda van de technische universiteit van Georgia hebben hier onderzoek naar gedaan; hun studie betrof 71 biofarmaceutische starters in de periode 1985-2005. Zij constateerden dat ondernemingen die financieel succesvolle investeringen deden ook succesvoller waren bij de ontwikkeling van geneesmiddelen.

Lilly en de andere farmaceutische ondernemingen zouden er zonder durfinvesteringen waarschijnlijk veel langer over hebben gedaan om dit soort capaciteiten te ontwikkelen. Ook zouden de ontwikkelingskosten veel hoger zijn geweest. Het kost veel tijd en geld om onderzoekslaboratoria te moderniseren en wetenschappers aan te trekken die over de benodigde kennis beschikken. De kennisontwikkeling in eigen bestaande onderzoeksfaciliteiten wordt daardoor ernstig vertraagd.

Beter zicht op bedreigingen

Met een eigen fonds voor durfkapitaal kan ook kennis worden verzameld waarmee een onderneming zich kan indekken tegen nieuwe concurrentiebedreigingen. De elektronica-industrie biedt daar een mooi voorbeeld van. In de jaren tachtig zoch-

Figuur 1. Starters gesteund door ondernemingen presteren uitstekend

Starters die naar de beurs zijn gegaan en die minstens één bedrijfsfonds voor durfkapitaal als aandeelhouder hadden, blijken beter te presteren dan starters waar uitsluitend zelfstandige durfinvesteerders geld in hebben gestoken. De hier getoonde cijfers, gebaseerd op gegevens voor 1980-2004, zijn gemiddelden voor de eerste drie jaar volgend op de beursgang.

	Starters ondersteund door onafhankelijke durfinvesteerders	Starters ondersteund door investeringsfonds van een bedrijf
Risicogewogen maandelijks extra rendement t.o.v. beurs (%)	0,58	1,71
Gemiddelde jaarlijkse omzetstijging (%)	162,8	189,9
Stijging rendement op activa (%)	5,6	17,3

Bron: Thomas J. Chemmanur & Elena Loutschina, 'How Do Corporate Venture Capitalists Create Value for Entrepreneurial Firms?', 2008.

ten de fabrikanten van geïntegreerde schakelingen naar alternatieven voor silicium (de hoeksteen van de dominante chiptechnologie). Analog Devices, een specialist op het gebied van siliciumchips, startte in die tijd met een eigen tak voor durfkapitaal om te investeren in concurrerende technologieën. Het doel was om tegen betrekkelijk lage kosten aan strategische informatie te komen.

De durfinvesteringen van Analog werden geen groot succes. Van de dertien ondernemingen waar het fonds van Analog geld in stak, ging er uiteindelijk slechts één naar de beurs. Die beursintroduktie vond bovendien plaats na diverse financieringsronden die het belang van Analog in de starter sterk hadden verwaterd. De reden voor deze matige investeringsresultaten was echter belangrijk. Het bleek namelijk bijzonder moeilijk en kostbaar te zijn om chips te maken uit andere materialen dan silicium. Toen dat inzicht eenmaal doordrong in de markt, schoten de waarderingen voor de fabrikanten van siliciumchips omhoog; in 1985 was Analog maar liefst zeven keer zoveel waard als in 1979. In dit geval fungeerden de durfinvesteringen als een soort ‘verzekering’: als een van de alternatieve technologieën waar Analog in had geïnvesteerd wél levensvatbaar was gebleken, zou Analog die ‘boot’ niet hebben gemist. Traditionele R&D is niet bijster goed in het signaleren van concurrentiedreigingen. De afdelingen voor onderzoek en ontwikkeling bij gevestigde ondernemingen leggen zich steeds meer toe op een beperkt scala van projecten. Nieuwe en potentieel ontwrichtende ontwikkelingen buiten de eigen onderneming worden dan misschien niet opgemerkt. Veel topmanagers bij ondernemingen met eigen R&D liggen daar vermoedelijk vaak wakker van: stel je voor dat jouw onderneming opeens buiten spel wordt gezet door een technologie waar je nog nooit van hebt gehoord!

Gemakkelijker uitstappen

Durfinvesteringen bieden nog een ander voordeel, dat nauw samenhangt met het genoemde snellere reactievermogen in antwoord op veranderingen en nieuwe bedreigingen. Als een investering bij nader inzien toch niet de belofte blijkt te zijn, die men er aanvankelijk in zag, kan er ook weer veel sneller de ‘stekker uit worden getrokken’. De ervaring leert dat veel ondernemingen maar moeilijk afscheid nemen van tekortschietende innovaties uit interne laboratoria. Interne projecten kunnen jarenlang doorsukkelen en worden alsmat niet stopgezet – alle mooie verhalen over ‘R&D portfolio manage-

ment’ ten spijt. Een klassiek voorbeeld daarvan is Nokia. Zelfs toen de concurrentiepositie van die onderneming razend snel verzwakte, bleef men er vasthouden aan het eigen besturingssysteem Symbian.

In dit opzicht is de meer afstandelijke relatie tussen een bedrijf en zijn durfinvesteerder een voordeel: de beste fondsen voor durfinvesteringen halen ‘de trekker’ sneller over dan hun moederbedrijven. Aarzelt een onderneming toch om zich terug te trekken uit een starter zonder perspectief, dan wordt de stap wel geforceerd door de overige betrokken durfinvesteerders.

Meer effect

Door het eigen kapitaal te combineren met dat van andere durfinvesteerders kan de slagkracht van de eigen investeringen worden vergroot. Dit is vooral nuttig bij uiterst onzekere technologieën. Een voorbeeld dat bijzonder tot de verbeelding spreekt, is het door Apple ondersteunde iFund. Dit fonds werd in 2008 gelanceerd door de ervaren firma voor durfkapitaal Kleiner Perkins Caufield & Byers (KPCB) – op dezelfde dag waarop externe partijen voor het eerst de gelegenheid werd geboden om apps te gaan ontwikkelen voor de iPhone. Het fonds begon met honderd miljoen dollar (wat later werd verdubbeld) en investeerde in bedrijven die *games* en *tools* ontwikkelden. Dankzij dit fonds verwierf Apple met een beperkte eigen investering snel een kritieke massa aan applicaties voor zijn nieuwe toestel. (Het contrast met concurrent Nokia, dat niet voor deze route koos voor zijn besturingssysteem Symbian, is opvallend.) Het succes van het iFund is vermoedelijk de inspiratiebron geweest voor andere initiatieven van dit type. Research in Motion, bijvoorbeeld, heeft op een vergelijkbare manier geprobeerd derden te stimuleren om applicaties te ontwikkelen voor de BlackBerry. Nog een voorbeeld is Facebook, dat samen met KPCB, Amazon, Zynga en andere technologiepioniers het sFund lanceerde om een stimulans te bieden aan bedrijven die met sociale-media-sites werken.

Extra vraag

Het hiervoor genoemde iFund illustreert ook de ‘hefboomwerking’ op de omzet die met durfinvesteringen kan worden bewerkstelligd. Door te in-

Het verloop bij Lilly Ventures was groot omdat alleen de minst ervaren mensen enigszins marktconform werden betaald

Met durfinvesteringen kunnen potentiële bedreigingen worden ondervangen

vesteren in technologieën gebaseerd op het platform van het moederbedrijf, kan de durfinvesterder de vraag naar de producten van dat moederbedrijf bevorderen. Intel Capital heeft dit bijvoorbeeld gedaan. Dat lanceerde eind 1998 een

fonds ter bevordering van de marktpenetratie van de nieuwe chip van Intel die eraan stond te komen. Het fonds investeerde in allerlei softwarebedrijven en hardware-fabrikanten (vaak concurrenten van Intel) die in hun producten de rekenkracht van de nieuwe chips van Intel benutten. Volgens Intel werd de acceptatie van de chip dankzij deze investeringen met enkele maanden versneld.

Intel Capital deed ook initiële investeringen in starters die draadloze internetproducten ontwikkelden op basis van de norm 802.11 voor draadloze communicatie. Dit was de technische norm waarop Intel had ingezet; de Centrino-chipcombinatie, die Intel in 2003 lanceerde, was op deze norm gebaseerd. Gedurende de vijf maanden voorafgaand aan de lancering van de Centrino maakte Intel Capital bekend honderdvijftig miljoen dollar te zullen investeren in Cometa Networks en andere bedrijven die zich sterk maakten voor Wi-Fi-netwerken. De draadloze producten van Intel von-

den in de jaren daarna snel ingang in de markt. Dit voorbeeld illustreert hoe met behulp van durfinvesteringen een ecosysteem van partijen rond de eigen technologie kan worden opgebouwd.

Hoger rendement

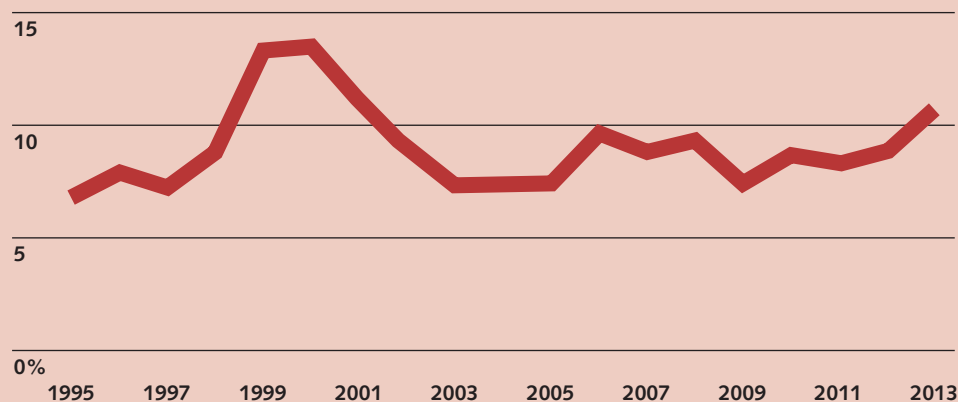
Tot slot is er nog de louter financiële kant van durfinvesteringen. Onafhankelijke firma's voor durfkapitaal moeten vooral geld verdienen voor de aandeelhouders van de firma. Dat is hun belangrijkste zo niet hun enige doel. Bij een gevestigde onderneming komt echter het strategische voordeel op de eerste plaats. De financiële winst op een durfinvestering zal het financiële resultaat van de investerende onderneming in de regel niet wezenlijk beïnvloeden. Winst op een investering is echter mooi meegenomen.

Een gevestigde onderneming heeft een starter veel te bieden als durfinvesteerder: reputatie, vaardigheden en natuurlijk middelen – van wetenschappelijk onderzoekers tot geavanceerde laboratoria en legers aan verkopers. Wanneer een grote, gevestigde naam in een starter investeert, gaan andere externe investeerders die starter met andere ogen bekijken. Participatiemaatschappijen en andere partijen verwachten vaak dat een starter waar geld in zit van een gevestigde onderneming uiteindelijk zal worden overgenomen door die onderneming.

Figuur 2. Een stijgende trend

Grote ondernemingen hebben altijd geaarzeld een eigen fonds voor durfinvesteringen te beginnen. De mediane levensduur van dergelijke fondsen bedraagt historisch ongeveer één jaar. De onvrede over de resultaten van eigen onderzoek en ontwikkeling neemt echter toe. Er zijn dan ook aanwijzingen dat bedrijfseigen fondsen voor durfkapitaal meer in zwang raken – zelfs in een tijd waarin het geld voor de traditionele durfkapitalisten niet voor het oprapen ligt.

Aandeel van bedrijfsfondsen in de totale durfinvesteringen in de VS



Bron: National Venture Capital Association

Gelet op de strategische voordelen van de starter voor die onderneming lijkt het bovendien aanmerkelijk dat er een mooi bedrag gemoeid zal zijn met die overname.

Dit verklaart vermoedelijk ook de conclusie van Thomas J. Chemmanur (Boston College) en Elena Loutskina (Darden School of Business, Universiteit van Virginia): starters gesteund door een reguliere onderneming trekken bij een beursgang meer de aandacht van toonaangevende marktpartijen als investment banks, beursanalisten en institutionele beleggers dan starters die alleen worden gesteund door 'pure' durfkapitalisten. Chemmanur en Loutskina keken naar de koersontwikkeling op de beurs. Jonge bedrijven die (ook) werden gesteund door een onderneming bleken het in de eerste drie jaar op de beurs beter te doen dan bedrijven die uitsluitend met steun van zelfstandige durfkapitalisten naar de beurs waren gegaan.

Zes succescriteria voor een bedrijfsfonds voor durfinvesteringen

Zoals geschetst zijn er dus redenen genoeg om als gevestigde onderneming zelf te investeren in externe starters. Zonder problemen is dit echter niet. Miljarden dollars zijn er verspild doordat ondernemingen hun eigen durfkapitaalfondsen niet 'op de rit' kregen. De meeste problemen ontstaan doordat er in deze situatie twee tegenstrijdige manieren van denken in het spel zijn: de mentaliteit van de durfkapitalist, die risico niet uit de weg gaat en genadeloos kan zijn – versus de mentaliteit van de topmanager van een onderneming, die gewend is allerlei procedures te volgen. Een onderneming die met durfinvesteringen aan de slag wil, moet hier op bedacht zijn. Zo niet, dan kan de 'afdeling' durfkapitaal vastlopen op de belangen van allerlei partijen in de organisatie. Ook kunnen de durfinvesteerders gedemotiveerd raken door een te lage of slecht afgestemde financiële beloning. Het moederbedrijf loopt dan waardevolle kennis mis. Dergelijke valkuilen kunnen worden vermeden door in de aanpak vast te houden aan de volgende zes succescriteria.

1. Stem de doelen af op de doelen van de onderneming

De doelen van zowel het fonds voor durfinvesteringen als de starters die worden ondersteund en het moederbedrijf van het fonds dienen onderling op elkaar te worden afgestemd. De durfinvesteerders kunnen dan gebruik maken van de expertise van het moederbedrijf. Zonder een dergelijke afstemming wordt de kans kleiner dat de interne

durfkapitalisten goede investeringsbeslissingen nemen en startende ondernemers van kaliber aantrekken. Ook is de kans

dan kleiner dat het moederbedrijf nuttige kennis krijgt van de starter.

Paul A. Gompers van de Harvard Business School en ik hebben ons ver-

diept in het financiële rendement van durfinvesteringen. We keken daarbij naar in totaal dertigduizend van dergelijke investeringen. Durfinvesteringsfondsen van ondernemingen bleken succesvoller wanneer werd geïnvesteerd in starters met een (expliciet geformuleerd) doel dat in het verlengde lag van dat van het moederbedrijf. Dergelijke 'afgestemde' starters werden minder vaak voortijdig beëindigd dan starters met een doel dat niet overeenkwam met dat van de durfinvesteerder. Ook gingen ze vaker naar de beurs. Bovendien lieten ze in de eerste vier jaar na hun beursintroduktie meer patenten registreren. En ten slotte gaf hun aandeel de eerste vier jaar op de beurs ook een betere koersontwikkeling te zien.

2. Stroomlijn de goedkeuring

Een fonds voor durfkapitaal moet dus doelen nastreven die in lijn liggen met die van de moederonderneming. Het aantal doelen moet echter beperkt blijven. Een strakke goedkeuringsprocedure is aan te raden. Bij veel ondernemingen moeten diverse interne partijen hun licht laten schijnen over voorstellen voor durfinvesteringen. Dat kan tot absurde situaties leiden. Toen IBM na twee jaar stopte met zijn fonds Fireworks Partners, zaten de investeringsvoorstellen van dat fonds nog steeds in de interne beoordelingsprocedures van de diverse divisiehoofden. Van zo'n slepende besluitvorming worden durfinvesteerders moedeloos. Bovendien geeft het externe investeerders en starters te kennen dat het investeringsfonds zijn zaken niet voor elkaar heeft.

Als investeringsvoorstellen de hele onderneming door moeten, wordt het fonds onvermijdelijk opgezadeld met te veel doelen. R&D wil dat het fonds zorgt voor kennis over nieuwe technologie. Business development wil dat er wordt gezocht naar starters die kunnen uitgroeien tot overnamekandidaten. De CFO wil bepaalde drempels voor het financiële rendement opleggen. De managementaandacht is te dun gezaaid en het fonds strompelt van het ene naar het andere doel zonder dat er een eenduidige opdracht ontstaat.

Ondernemingen houden vaak te lang vast aan tegenvallende interne innovaties – Nokia is daar een voorbeeld van

Dit is ook een van de oorzaken van de spectaculaire ondergang van het durfinvesteringsfonds van

Bestaande procedures en regels kunnen leiden tot een te grote spreiding van durfinvesteringen

Exxon geweest. Exxon begon met dit fonds in 1964 om de technologieën uit de eigen laboratoria commercieel te gaan uitbaten. Vervolgens werd de aandacht verlegd naar minderheidsdeelnemingen in uiteenlopende industriële sectoren, van nieuwe materialen tot apparatuur voor het beheersen van luchtvervuiling en medische apparatuur. Later veranderde de koers opnieuw; ditmaal werd er geïnvesteerd in computersystemen voor kantoren. In 1985 stopte Exxon met het fonds. Alleen al aan de investeringen in de computersystemen was toen naar schatting twee miljard dollar verspild.

Ingewikkelde interne besluitvorming kan ook leiden tot ondoeltreffende investeringspatronen. Bij een stroperige besluitvorming wordt er uiteindelijk alleen geïnvesteerd wanneer het topmanagement ergens interesse in krijgt en snel de knoop wil doorhakken. Dat gebeurt veelal wanneer in de media veel ophef wordt gemaakt over een bepaalde technologie of een bepaald segment in de markt. Vaak zijn dat echter de slechtste momenten om ergens geld in te steken: de waarderingen voor de bedrijven zijn dan hoog en het rendement valt vermoedelijk tegen. Bij een gestroomlijnde goedkeuringsprocedure kan een intern investeringsfonds snel inspelen op veelbelovende maar nog niet breed uitgemeten kansen. De durfinvesteerders kunnen dan op hun eigen kompas varen. Dit vergroot de kans op investeringen in kansen die nog niet door andere partijen zijn gesignaleerd.

3. Zorg voor sterke beloningsprikkels

De investeringsspecialisten van een bedrijfsfonds voor durfinvesteringen verwachten meestal even goed te worden beloond als hun collega's bij de gespecialiseerde durfkapitalisten. Dat verwachtingsniveau zal behoorlijk afwijken van de gebruikelijke beloning voor managers in de onderneming. Voor het management is dit vaak een lastig probleem. Bovendien ziet het management beloningsprikkels bij voorkeur gekoppeld aan de resultaten van de hele onderneming, niet die van afzonderlijke investeringen. 'We kunnen geen mensen in een aparte boot hebben,' zei Jack Welch ooit over de beloning voor een team durfinvesteerders toen hij General Electric leidde. 'Bij ons moeten alle neuzen dezelfde kant uit staan.'

Wanneer durfinvesteerders echter worden behandeld als alle overige managers in de onderneming, ontstaat het risico dat talentvolle mensen opstappen. De motivatie in het team voor durfinvesteringen kan worden ondermijnd door een standaardbeloning. Een risico is ook dat er bij investeringen dan minder scherp wordt gelet op de lange-termijndoelen van de onderneming. Als de onderneming te weinig betaalt, zullen jonge investeringsspecialisten vaak snel hun 'hielen lichten' zodra zij het vak onder de knie hebben. Hoe lang houd je het vol om bij al die vergaderingen met bestuursleden steeds je Ford Fiesta te moeten parkeren tussen de Ferrari's van de zelfstandige durfinvesteerders? Op gegeven moment wordt de verleiding om de overstap te maken te groot. Dan heeft de onderneming betaald voor de opleiding van de durfinvesteerder, maar plukt er niet de vruchten van. Ook GE maakte dit mee: in 1998 en 1999 vertrokken niet minder dan achttien investeerders bij GE Equity. Enkelen van hen stapten over naar de gespecialiseerde durfinvesteerders.

Bij Eli Lilly was het durfinvesteringsfonds Lilly Ventures aanvankelijk volledig geïntegreerd in de onderneming. De durfinvesteerders waren gewone personeelsleden en deelden niet in de winst. Nadat een aantal van hen ontslag had genomen, onderzocht Lilly de beloningsniveaus. Toen bleek dat alleen de minst ervaren mensen bij Lilly Ventures enigszins marktconform werden betaald. Desondanks wilde noch het topmanagement noch Personeelszaken de beloning aanpassen. Pas in 2009 werd besloten om de activiteit durfinvesteringen onder te brengen in een aparte organisatie. Om goede mensen te kunnen aantrekken en behouden, moet een bedrijfsfonds voor durfinvesteringen een beloning bieden die overeenkomt met de beloning bij de onafhankelijke durfinvesteerders. De beloning moet echter ook gekoppeld zijn aan de doelen van de moederonderneming en aan de lange-termijnprestatie van de starters waarin wordt geïnvesteerd. Dit aspect is onderzocht door Gary Dushnitsky (London Business School) en Zur Shapira (New York University). Fondsen die de beloning nauw koppelden aan het succes van investeringen – vaak zowel het financiële succes als de strategische winst voor de moederonderneming van het fonds – bleken vaker dan andere fondsen succesvolle investeringen te doen. Ook bleken zij vaker te investeren in de prillere stadia van starters; dit laatste duidt erop dat zij alerter reageerden en agressiever waren.

De meeste stabiele programma's voor durfinvesteringen – zowel wat betreft het managementteam als de missie – worden dan ook gekenmerkt door sterke beloningsprikkels. Een voorbeeld is het durfinvesteringsfonds SR One van GlaxoSmith-Kline. Dit fonds werd van 1985 tot 1999 geleid door een en dezelfde man, Peter Sears. Voor het merendeel van deze periode kregen de investeerders bij SR One vijftien procent uitgekeerd van de winst die het fonds maakte. Bovendien kregen ze ook bonussen gebaseerd op de minder tastbare voordelen van de investeringen voor de onderneming; deze bonussen konden samen oplopen tot het equivalent van wel vijf procent van de vermogensaanwas van het fonds. Dit zorgde ervoor dat de investeerders zowel hun eigen financiële doelen als de strategische belangen van het moederbedrijf scherp in het oog hielden.

4. Creëer een experimenterende mentaliteit die mislukkingen verdraagt

Risicomijding kan een ernstig probleem zijn bij een bedrijfsfonds voor durfinvesteringen. Soms wordt zo'n mentaliteit in de hand gewerkt door de cultuur van de moederonderneming. Als een team voor durfinvesteringen er prat op gaat dat er nog geen enkele investering is mislukt, zou het topmanagement dat kunnen opvatten als een teken van succes. Bedenk echter dat het hier gaat om investeringen in starters. Bedenk bovendien dat de praktijk uitwijst, dat veel starters gesteund door onafhankelijke durfinvesteerders het niet redden. Dan moet de conclusie van zo'n 'foutloze' portefeuille aan durfinvesteringen misschien eerder zijn dat het investeringsteam te veel 'op safe speelt'. Kennelijk is het voorkomen van mislukkingen in zo'n geval een belangrijk motief bij de investeringen die worden gedaan. Goed gestructureerde beloningsprikkels kunnen wat dit betreft uitkomst bieden. Die kunnen ervoor zorgen dat de interne durfinvesteerders vooral streven naar een zo groot mogelijk investeringssucces, hetzij strategisch hetzij in financiële zin. De durfinvesteerders kunnen dan stoppen met een starter of het opgebouwde belang met verlies verkopen zonder zich al te druk te hoeven maken over mogelijke kritiek op dergelijke stappen.

5. Blijf betrokken

Zoals gezegd is het belangrijk om te stoppen met projecten die niet levensvatbaar blijken te zijn. Maar het is ook belangrijk om projecten waar wél veel muziek in zit niet te veronachtzamen. Als de

onderneming te zeer op afstand blijft staan van goede projecten, kan dat schadelijk zijn voor zowel het fonds als voor de investeringen die het doet. Eén enkele verandering in het topmanagement kan al leiden tot twijfel over het nut van durfinvesteringen in het algemeen of dat van bepaalde specifieke investeringen. Bij sommige organisaties is het een vast ritueel dat een nieuw aantredende directeur de projecten van zijn voorganger stopzet. Bedenk echter wat er kan gebeuren als de moederonderneming te boek komt te staan als een instabiele investeerder. Dan zullen professionals niet in dienst willen komen bij het betreffende fonds voor durfinvesteringen. Starters zullen zich afvragen of ze wel met dat fonds in zee moeten gaan. De onafhankelijke firma's voor durfkapitaal zullen aarzelen zich aan te sluiten bij een investering van het fonds in een bepaalde starter. Dan komt het fonds in een fatale neerwaartse spiraal terecht.

Om externe investeerders van kaliber aan te trekken, moet een onderneming het voorbeeld volgen van de onafhankelijke durfinvesteerders. Dat betekent: zolang een starter gezond is, is de aangegane relatie bindend. Ook een investeerder met een minderheidsbelang die bij het sluiten van de transactie slechts een klein deel van de totale toegezegde investering stort, wordt geacht de toezegging vroeg of laat volledig gestand te doen. Zelfs op het dieptepunt van de financiële crisis onttrokken durfinvesteerders zich zelden aan dit soort verplichtingen.

6. Vergaar waardevolle informatie

Kennis stroomt niet automatisch van een starter naar een grote organisatie die er geld in steekt – in ieder geval niet snel genoeg. Er kunnen allerlei obstakels zijn die kennisoverdracht belemmeren. De durfinvesteerders en de teams voor business development werken misschien op grote afstand van de belangrijkste bedrijfsprocessen. Mensen worden in beslag genomen door hun dagelijkse werk. De cultuur bij het durfinvesteringsfonds, met zijn vele jonge MBA'ers, kan sterk afwijken van de cultuur in het topmanagement van de moederonderneming. Wellicht is ook niet meteen duidelijk hoe de investerende onderneming de nieuwe technologieën van de starters in de investeringsportefeuille kan toepassen. Toch moet de investeerder de kennis van de starters in handen kunnen krijgen. Zo niet, dan vervalt een belangrijk motief voor dergelijke investeringen: nieuwe kennis en informatie vergaren.

Kennisuitwisseling kan niet aan het toeval worden overgelaten. Enkel een zware manager uit de eigen

organisatie als commissaris neerzetten bij een starter leidt ook niet tot kennisoverdracht. Dit laatste is wat onder andere GE deed. Een manager die leiding geeft aan een koelkastenfabriek met tweeduizend man personeel heeft echter al veel aan zijn hoofd. Die heeft vermoedelijk niet de tijd om ook nog eens serieus aandacht te besteden aan een starter met tien man waar wordt gewerkt aan oplossingen waarvan de relevantie voor de onderneming misschien niet evident is.

Een van de succesvolste methoden die ik ken om kennis over te dragen van een starter naar een investeerder is om er een speciale afdeling voor op te zetten. Dit is wat het durfinvesteringsfonds van de Amerikaanse inlichtingendienst CIA deed. Dit fonds, In-Q-Tel, werd in 1999 in het leven geroepen om nieuwe technologieën te verwerven. Het fonds nam hoofdzakelijk belangen in jonge bedrijven. Vele daarvan hadden producten ontwikkeld voor de particuliere markt, bijvoorbeeld technologie waarmee een casino kan signaleren of er zich 'card counters'² bevinden onder de gasten. Een starter die zo'n technologie heeft ontwikkeld, weet vermoedelijk niet meteen hoe de eventuele interesse ervoor bij een inlichtingendienst kan worden gepolst. Omgekeerd zal een geheime dienst niet meteen kunnen inschatten in hoeverre technologie ontwikkeld voor de consumentenmarkt ook relevant is voor inlichtingenwerk. Hoe weet je nu of software waarmee Caesars Palace in de gaten houdt of er misschien een student van MIT is aangeschoven aan een van de blackjack-tafels³ ook kan worden gebruikt om leden van Al Qaeda op te sporen? Een bijkomend probleem was dat de communicatiemogelijkheden tussen de starters en de eigen productontwikkelaars van de CIA sterk werden beperkt door geheimhoudingsverplichtingen.

Om dit probleem te ondervangen koos In-Q-Tel voor een tweeledige structuur. Vanuit Silicon Valley opereert een team voor durfkapitaal als alle andere: de firmanten en hun medewerkers speuren naar mogelijke transacties, voeren 'due diligence'-onderzoeken uit, stellen de voorwaarden op en begeleiden de starters die zij in portefeuille hebben. Tegelijkertijd buigt een tweede team, gevestigd in Arlington (Virginia), zich over nieuwe technolo-

gieën. Dit team onderzoekt in hoeverre de bedrijven in de durfportefeuille van het team in Silicon Valley interessant zijn voor de CIA. Het team in Arlington onderhoudt ook het contact met de inlichtingendienst. Het team voor durfinvesteringen in Silicon Valley bestaat vooral uit voormalige entrepreneurs en pas afgestudeerde MBA'ers. In het technologie-team in Arlington zitten vooral door de wol geverfde managers met ervaring in inlichtingenwerk. De twee teams wisselen onderling zodanig informatie uit dat In-Q-Tel de vinger aan de pols kan houden in Silicon Valley zonder gevoelige informatie te hoeven delen met de bedrijven waar in het investeert.

De aanpak van In-Q-Tel onderstreept een uiterst belangrijke les: om als onderneming een eigen fonds voor durfinvesteringen tot een succes te kunnen maken, moet er evenzeer worden geïnvesteerd in het vergaren van kennis bij de starters als in de totstandkoming van deelnemingen in starters en het toezicht daarop.

—

Durfinvesteringen door het reguliere bedrijfsleven: het lijken twee onverenigbare werelden – bestuurlijke complexiteit versus grootse ideeën voor een knaller op de beurs. Dat verklaart vermoedelijk ook mede een gebrek aan respect onder zelfstandige durfkapitalisten voor de collega's van de bedrijfsfondsen. Robert Ackerman van Allegis Capital noemde hen eens 'loonslaven met het bedrijfslogo op hun voorhoofd'. Voor Ackerman c.s. zijn de collega's in loondienst de naïevelingen van de beroepsgroep, de loopjongens van de 'oude garde' waar starters en durfinvesteerders nu juist hun pijlen op richten. De naakte cijfers geven echter een ander beeld te zien. Goed geleide bedrijfsfondsen voor durfinvesteringen kunnen zich alleszins meten met de zelfstandige firma's. Ze kunnen zelfs betere resultaten behalen. Dit biedt perspectief voor ondernemingen waar de eigen R&D er maar niet in slaagt om waardevolle inzichten te vergaren over de technologie of marktontwikkeling van morgen. Eigen durfinvesteringen zouden wel eens kunnen bieden waar het topmanagement altijd zo reikhalzend naar uitkijkt: doorbraakideeën waarmee alles anders wordt. ■

2. 'Card counting': speltechniek bij eenentwintigen ('black jack') om de winstkansen te vergroten door bij te houden welke kaarten al in het spel zijn gebracht; noot v. vert.
3. Een verwijzing naar de diverse 'card-counting'-teams van studenten van o.a. MIT en Harvard die de techniek van het kaarten tellen bij eenentwintigen jarenlang toepasten in casino's, een gegeven waar onder andere de speelfilm *21* uit 2008 op is gebaseerd (bronnen: cardcounters.net/index.htm, http://en.wikipedia.org/wiki/MIT_Blackjack_Team); noot v. vert.

Translated and reprinted by permission of Harvard Business Review. This article was originally published under the English title 'Corporate Venturing', by Josh Lerner, in the October 2013 issue of the Harvard Business Review, vol. 91, issue 10, pp. 87-94. © 2013 Harvard Business School Publishing Corp. (Distributed by The New York Times Syndicate); all rights reserved. This translation, © 2013 Harvard Business School Publishing Corp. (Distributed by The New York Times Syndicate). Vertaling: Raymond Gijsen.