

4

ORRICK 
LEGALNINJA
SERIES

CORPORATE VENTURE CAPITAL

MOTIVE | ERFOLGSFAKTOREN | ANREIZE | VERTRÄGE
MOTIVES | SUCCESS FACTORS | INCENTIVES | AGREEMENTS

Inhaltsverzeichnis

Table of Contents

A. Corporate Venture Capital in Deutschland.....	6-121
I. Einleitung	6
II. Wozu das Ganze? Die Vorteile des Corporate Venture Capital	38
III. Was sind die möglichen Nachteile und Risiken eines CVC-Investments?	58
IV. Die Organisation der Corporate-Venture-Capital-Aktivitäten	68
V. Die Suche nach geeigneten Investments und der Investmentprozess	104
B. Unsere internationale Plattform für Technologieunternehmen.....	122-125
C. Die Autoren.....	126

A. Corporate Venture Capital in Germany	6-121
I. Introduction.....	7
II. Why Bother? The Benefits of Corporate Venture Capital.....	39
III. What Are the Potential Risks and Downsides of a CVC Investment?	59
IV. How to Organize Corporate Venture Capital Activities	69
V. Sourcing and Making Deals	105
B. Our International Platform for Technology Companies	122-125
C. The Authors	126

ORRICK LEGAL NINJA SERIES



Die Orrick Legal Ninja Series

Mit unseren auf Technologietransaktionen spezialisierten Teams in allen wichtigen globalen Märkten begleiten wir zahlreiche deutsche Tech-Unternehmen auf ihrem Wachstumspfad. Als eine der führenden Tech-Kanzleien weltweit fühlen wir uns darüber hinaus verpflichtet, die Gründerszenen in den USA und Deutschland noch stärker zu vernetzen.

Aus diesem Grund haben wir die Orrick Legal Ninja Series (OLNS) ins Leben gerufen. Mit dieser periodisch erscheinenden Serie wollen wir Überblicke zu aktuellen rechtlichen Entwicklungen geben, aber auch vertieft Themen aufgreifen, die für Start-ups und ihre Investoren besonders wichtig sind.

Hinter OLNS steht ein multidisziplinäres Team aus unseren weltweit mehr als 25 Büros. Dieses hat es sich zur Aufgabe gemacht, unseren internationalen Erfahrungsschatz im Bereich Venture Capital, Corporate Venture Capital und Technologietransaktionen für diejenigen nutzbar zu machen, die in Deutschland Venture und Innovation unternehmerisch nach vorne bringen.

Woher das "Ninja" im Namen kommt? Vielleicht weil einige von uns in den Neunziger Jahren einfach sehr viel Fernsehen geschaut haben... Im Ernst, ein "Ninja" ist gerade im angelsächsischen Sprachraum zum Synonym geworden für "jemand(en), der sich in einer bestimmten Fähigkeit oder Aktivität hervortut". Das ist unser Anspruch, wenn wir junge Technologieunternehmen und ihre Investoren maßgeschneidert beraten. Wir hoffen, dass OLNS Ihnen dabei hilft, "Ninja Entrepreneurs" zu sein.

Wenn Sie Anregungen haben, nehmen Sie bitte Kontakt mit uns auf, Ihre Erfahrungen interessieren uns sehr. Wir wollen uns kontinuierlich weiterentwickeln, um unsere Mandanten bestmöglich begleiten zu können.

Wir hoffen, dass Ihnen die vierte Ausgabe unserer OLNS gefällt.

Im Namen des Orrick-Teams

Sven Greulich

Orrick - Technology Companies Group Deutschland



About the Orrick Legal Ninja Series

In substantially all the major world markets, we have dedicated technology lawyers who support young German technology companies on their growth trajectory through all stages. As one of the top tech law firms in the world, we are particularly committed to bringing the American and German entrepreneurship ecosystems closer together.

For this purpose, we have launched the Orrick Legal Ninja Series (OLNS). With this series, we will provide overviews on current legal trends and take deeper dives on certain legal topics particularly relevant for start-ups and their investors. This series will be co-authored by a multidisciplinary team of lawyers from our national and international offices. It is our goal to tap into the rich reservoir of the venture capital, corporate venture capital and technology know-how of our international platform and make it available to the exciting German entrepreneurship and innovation scene.

Why “Ninja Series”? This title might simply reflect the fact that some of us watched a little too much TV in the 1990s. But seriously, “Ninja” has come to signify “a person who excels in a particular skill or activity.” That’s what the Orrick team strives for when it comes to providing tailored advice to growing tech companies and their investors. We hope that the OLNS also empowers you to be Ninja entrepreneurs.

If you’d like to discuss further, please contact us. We would love to learn about your experiences with these topics, so please share them with us. We constantly strive to evolve and grow to best serve our clients.

We hope you enjoy this fourth edition of our series.

On behalf of the Orrick Team,

Sven Greulich

Orrick – Technology Companies Group Germany

A. Corporate Venture Capital in Deutschland

I. Einleitung

Weltweit verändern die Digitalisierung und der Einsatz moderner Technologien die Wertschöpfungsketten radikal und stellen mitunter sogar ganze Branchen auf den Kopf. Unternehmen auf der ganzen Welt bemühen sich, mit der Entwicklung Schritt zu halten und bereiten sich auf eine zunehmend dynamische und ungewisse Zukunft vor. Glücklicherweise gibt es für Unternehmen eine Vielzahl an Instrumenten, die in solchen Zeiten Innovationen fördern können. Immer wichtigere Elemente sind dabei das sogenannte *Corporate Venturing* und das *Corporate Venture Capital* als Teil des *Corporate Venturing*.

1. CORPORATE VENTURING UND CORPORATE VENTURE CAPITAL

Corporate Venturing ist ein Sammelbegriff, der genutzt wird, um die verschiedenen Arten der Kooperation zwischen etablierten Unternehmen und Start-ups zu beschreiben. Er umfasst einerseits Investitionen, mit denen das Unternehmen eine Kapitalbeteiligung am Start-up erwirbt, andererseits aber auch losere Formen der Zusammenarbeit zwischen Unternehmen und Start-ups ohne Kapitalbeteiligung (z.B. Industriepartnerschaften). Der erste Teilbereich, also im Wesentlichen Eigenkapital- und Mezzanine-Investitionen durch Unternehmen bzw. ihre Investitionsvehikel, wird gemeinhin als *Corporate Venture Capital* (CVC) bezeichnet. Hinter

dieser recht vagen Definition verbergen sich wiederum zahlreiche Ansätze und Modelle, welche Unternehmen entwickelt und an ihre Bedürfnisse angepasst haben. Vor diesem Hintergrund ist es wichtig zu verstehen, welche Rolle CVC und die verschiedenen "Spielarten" spielen können. Auch der Vergleich und die Bewertung der verschiedenen Ansätze sowie, darauf aufbauend, die Entwicklung eines eigenen CVC-Programms sind keine einfachen Aufgaben.

A. Corporate Venture Capital in Germany

I. Introduction

Digitization and the use of disruptive technologies are rapidly reshaping value chains – and at times even entire industries. The world’s business leaders strive to stay ahead of these developments and prepare their companies for an increasingly dynamic and unpredictable future. Fortunately, by fostering innovation, corporations have a wide variety of tools to help here, and one essential tool from the innovation toolbox is *Corporate Venturing* and its sub-category *Corporate Venture Capital*.

1. CORPORATE VENTURING AND CORPORATE VENTURE CAPITAL

Corporate Venturing is a catch-all phrase for a wide variety of forms of equity-based investment by corporate investors into young technology companies, as well as other forms of non-equity-based cooperation between established players and start-ups (e.g. industrial partnerships). Corporate Venture Capital (CVC) is a sub-category of Corporate Venturing – it’s a similarly broad term describing equity and mezzanine investments made by a corporation or its investment entity into a start-up. Beyond this basic definition, the range of models and systems deployed by corporate

investors is very diverse. This makes it crucial to understand what CVC and its various manifestations are and the role it can play, or to compare and evaluate various approaches to CVC to find the right mix for its own organization.

Unternehmergeist und Innovationsbereitschaft sind seit jeher wichtig für Unternehmen, die langfristig erfolgreich sein wollen. Durch die beschleunigten technologischen und geopolitischen Entwicklungen der letzten Jahre – vor allem durch die mit der Digitalisierung und dem Einsatz neuer disruptiver Technologien verbundenen tiefgreifenden Veränderungen – ist dieses Erkenntnis mittlerweile auf so ziemlich jeder Führungsetage angekommen. Es ist also kein Zufall, dass viele Unternehmen ihre Venturing-Aktivitäten in den letzten Jahren ausgebaut haben. Das Spektrum der CVC-Investitionen wurde dadurch auf vielfältige Weise erweitert und die Rolle von CVC als tragende Säule des Corporate Venturing weiter gestärkt. In ihrem Corporate Venture Capital Report von 2018 hat die Boston Consulting Group es folgendermaßen zusammengefasst: "Corporate Venturing is becoming a well-established corporate development activity. Although it has matured significantly, there is still much room for improvement." Wir hoffen, dass unser Guide hierfür Anregungen und Ideen liefern kann.

Sorry, wir haben leider kein Erfolgsrezept

Obwohl dieser Guide auf unseren langjährigen Erfahrungen in der Zusammenarbeit mit CVC-Investoren und ihren Portfoliounternehmen im In- und Ausland aufbaut, haben wir natürlich nicht für alles (oder auch nur annähernd alles) eine Antwort parat. CVC ist so facettenreich und dynamisch, dass es keinen allgemeingültigen Leitfaden für erfolgreiche CVC-Investitionen geben kann: Ziele, Strukturen, Anreizsysteme und Prozesse müssen auf die spezifische Situation, das Geschäftsumfeld, die Traditionen und die Kultur

jedes einzelnen Corporate-Investors zugeschnitten sein. Ebenso wird es nicht funktionieren, das "Silicon-Valley-Modell" für Venture Capital einfach zu kopieren (einmal unterstellt, es gibt ein solch universell gültiges Modell überhaupt). Trotz seines unbestreitbaren Erfolges, kann man die Art, wie das Silicon Valley Venture-Capital-Investitionen tätigt, nicht unbesehen verallgemeinern – das Investmentmodell wurde für bestimmte Branchen und Technologien entwickelt und muss sicher an die spezifischen Innovationsbedürfnisse der einzelnen Unternehmen angepasst werden.

Unsere Studie zeigt die Hauptursache für ein solches Scheitern: Viele Unternehmen haben Schwierigkeiten, die Balance zwischen traditionellem Venture Capital und unternehmensinternen Investitionen zu finden. Diese beiden Investmentansätze unterscheiden sich in wesentlichen Punkten, von der Bewertung und dem Management der Portfolios bis hin zur Vergütung der Entscheidungsträger. Die Kombination dieser Risiken führt zu dem, was wir das "stuck in the middle"-Syndrom nennen. Tendenziell werden eher die Vorteile beider Ansätze geschwächt und nicht ihre Stärken weiter ausgebaut.

(Patrick Flesner / Michael Wade / Nikolaus Obwegeser, Making Corporate Venture Capital Work, MIT Sloan Management Review, 2019 - Hinweis: Übersetzung des englischen Originalzitats durch die Autoren)

Mit diesem Guide wollen wir einen strukturierten Überblick über Corporate Venturing und CVC in den gängigsten Formen geben und einige allgemeine Erkenntnisse aus unserer Berufspraxis teilen. Auf diese Weise wollen wir für

Unternehmen einen gemeinsamen Ausgangspunkt für die Bewertung aktueller Corporate-Venturing- und CVC-Aktivitäten schaffen sowie Verbesserungsmöglichkeiten aufzeigen.

An entrepreneurial mindset and an eye toward innovation have always been important long-term elements of successful companies. However, the accelerated technological and geopolitical developments of recent years – above all, the profound changes in value chains and entire markets associated with digitization and the use of new and disruptive technologies – have now moved this outlook front-and-center in the minds of business leaders. CVC has been the mainstay of Corporate Venturing for some time, but over the last few years companies have expanded their venturing portfolios, thereby broadening the range of CVC investments in many ways. In its 2018 Corporate Venture Capital Report, The Boston Consulting Group summed it up as follows: “Corporate Venturing is becoming a well-established corporate development activity. Although it has matured significantly, there is still much room for improvement”. We hope our guide will provide guidance and ideas here.

Sorry, We Don't Have a Cookie-cutter Formula for You

We based this publication on our experiences from our cooperation with CVC investors and their portfolio companies, both in Germany and internationally, but we don't pretend to have all (or even near all) the answers. CVC is so multifaceted and dynamic that there can be no comprehensive blueprint for successful CVC investments: Targets, structures, incentive schemes and processes

must be tailored to each and every corporate investor's specific situation, business environment, legacy and culture. Likewise, simply copying the “Silicon Valley approach to venture capital” (assuming there even is such a unified approach) won't work: For all its charms, this investment model is not generalizable – it was developed for certain industries and technologies, and thus, needs to be adapted to the specific innovation needs of individual corporates.

Our research illuminates the main reason for such failures: Many corporations struggle to find the balance between traditional venture capital and internal corporate investment. These two investing approaches differ in important ways, from how portfolios are evaluated and managed to how executives are compensated. The combination of these risks leads to what we call the “stuck in the middle” syndrome, which tends to weaken benefits of both approaches rather than reinforce their strengths.

(Patrick Flesner / Michael Wade / Nikolaus Obwegeser, Making Corporate Venture Capital Work, MIT Sloan Management Review, 2019)

With this guide, we aim to provide a structured overview of Corporate Venturing and CVC in some of their most common forms and to share some general lessons learned from our practice, as to provide a mutual

point of departure for a corporate's assessment of its current approach to Corporate Venturing and CVC, as well as areas for improvement.

Die zweifache Stoßrichtung des Corporate Venturing – Learning vs. Earning:

Bevor wir ins Detail einsteigen, müssen wir zunächst etwas klarstellen, was zwar sehr offensichtlich erscheint, aber nach unseren Erfahrungen die Ursache für das Scheitern vieler CVC-Programme sein dürfte. Obwohl CVC und das klassische Venture Capital (VC) durchaus Gemeinsamkeiten aufweisen, sind sie zugleich sehr verschieden. Institutionelle VC-Fonds verfolgen in der Regel nur ein einziges Ziel, nämlich finanzielle Rendite für ihre Investoren. Sie investieren Gelder externer Investoren, sogenannter Limited Partners (LPs), in potentiell wachstumsstarke Start-ups, um eine attraktive Rendite zu erzielen. CVC unterscheidet sich davon in vielerlei Hinsicht. Corporate Venturing und insbesondere CVC werden in der Regel sowohl an strategischen als auch an finanziellen Zielen gemessen. Wohlwissend, dass wir die Sache an dieser Stelle sehr stark vereinfachen, lassen sich die zwei Hauptziele des CVC folgendermaßen beschreiben:

- Da wäre zunächst das "Learning"; das Unternehmen strebt also nach einer Weiterentwicklung seiner strategischen Fähigkeiten sowie dem Zugang zu neuen Märkten und neuen technologischen Entwicklungen.
- Das zweite Ziel kann man als "Earning" zusammenfassen; auch CVCs hoffen nämlich in der Regel auf finanziellen Erfolg. Hier überschneidet sich das Corporate Venturing mit VC-Fonds; das Unterscheidungsmerkmal ist somit das "Learning", weshalb für die Strukturierung des Corporate

Venturing im Einzelfall die Frage zu stellen ist, welchen Stellenwert das "Learning" im Verhältnis zum "Earning" hat.

Angelehnt an eine Analyse vom globalen VC-Investor 500 Startups, lassen sich CVC-Investoren damit in zwei Kategorien einteilen: Die "Jäger", die als finanziell getriebene und unternehmerisch denkende Investoren mit einer "Bottom-up"-Kultur agieren, und die "Entdecker", die strategischer ausgerichtet sind und eine eher institutionelle Unternehmenskultur vertreten.

Auch wenn CVC-Investoren häufig über einen Kamm geschert werden, bilden sie in der Praxis eine sehr heterogene Gruppe. Die unterschiedlichen Motive für CVC-Investitionen sind von weitreichender Bedeutung (wobei erwähnt werden muss, dass die vorgenannte Einteilung von CVC in zwei Stoßrichtungen stark vereinfachend ist und zahlreiche Unterschiede der einzelnen Ansätze ausblendet). So haben beispielsweise die Ausrichtung und Schwerpunktsetzung der CVC-Aktivitäten im Hinblick auf diese zugrundeliegenden Motive Auswirkungen darauf, wie der Corporate-Investor von Start-ups und potenziellen Co-Investoren wahrgenommen wird. Darüber hinaus beeinflussen die Ziele, die ein CVC-Investor verfolgt, die zugrundeliegenden Anreizsysteme, Entscheidungsprozesse, das Portfoliomanagement sowie die Anforderungen an das Investmentteam. Das Problem ist, dass mancher Corporate sich diesen Konsequenzen nicht immer bewusst ist.

Obwohl diese Entscheidung so folgenschwer ist, denken viele Unternehmen sie nicht gründlich zu Ende, bevor sie ihre CVCs aufsetzen. Das Ergebnis: Die Marktwahrnehmung wird verwässert, die Start-ups sehen das Unternehmen nicht als attraktiven Investor, das CVC-Team ist frustriert, weil es ohne klare Orientierung ist und an der Schnittstelle zum Unternehmen immer wieder ausgebremst wird – kurz: Das Potenzial des CVC verpufft.

(Iskender Dirik, A Manual for Corporate Venture Capital – Hinweis: Übersetzung des englischen Originalzitats durch die Autoren)

In diesem Guide werden wir auf die unterschiedlichen Zielsetzungen des CVC wiederholt zurückkommen. Schon an dieser Stelle möchten wir aber betonen, dass wir nicht der Meinung sind, dass strategische und finanzielle Interessen grundsätzlich unvereinbar sind oder sich gegenseitig ausschließen. Allerdings müssen die beiden Ziele bewusst ausbalanciert werden, sodass bei der Entwicklung der CVC-Strategie besondere Sorgfalt geboten ist. Es ist unrealistisch, dass ein Unternehmen eine CVC-Einheit gründet und hohe finanzielle Rendite vergleichbar derjenigen erfolgreicher VC-Fonds erwirtschaftet, während die CVC-Einheit gleichzeitig die Digitalisierung des Kerngeschäfts vorantreiben und überproportionale strategische Beiträge leisten soll.

The Dual Focus of Corporate Venturing – Learning vs. Earning:

First, let's state something that in our experience lies at the root of many failed CVCs. While CVC does have elements of venture capital, it's also different. Private venture capital (VC) is a singular pursuit. VC funds assess and invest in high-growth potential businesses by deploying funds raised from external investors, known as limited partners (LPs). The sole objective of such a fund is financial return for its investors. On the other hand, CVC differs in a number of ways. Corporate Venturing, and CVC in particular, are usually measured on both strategic and financial metrics. At the risk of oversimplification, there are two main objectives to CVC:

- "Learning" – developing the strategic capabilities of the parent corporation as well as gaining access to new markets and technology.
- "Earning" – seeking sources of financial return. With respect to "Earning" as one of the objectives of CVC, there is an overlap of goals with VC funds. The distinction criterium is therefore "Learning" and for determining the appropriate structure of a CVC the importance of the "Learning" aspect should be put in context with the "Earning" aspect.

Global Venture Capital investor 500 Startups analyzes numerous international CVC investors as falling into either of two categories: The "Hunter" CVC Investor who operates as a financially driven and more entrepreneurial investor with a "bottom-up" culture and the "Explorer" who is more strategic-focused and embraces a more institutional corporate culture.

So CVC investors should not be painted with the same brush. They are heterogenous, and the two motives summarized above (which belies the many real-world differences in approaching CVC) have far-reaching effects. For example, the placing of CVC activities under either motive could determine how a start-up and potential co-investors perceive the corporate investor. And like it or not, the perceived objective of a CVC unit and its underlying incentive schemes will influence its investment decision-makers and portfolio management, as well as its internal team makeup and their capabilities – whether intended or not.

Although this decision is so consequential, many corporates don't think it through properly before implementing their CVCs. The result: Market perception is diluted, the startups don't see the CVC as an attractive investor, the CVC team is frustrated because their direction isn't clear and because they get blocked and worn out at the corporate interface time and again – in short: The CVC's potential goes up in smoke.

(Iskender Dirik, A Manual for Corporate Venture Capital)

Throughout this guide, we'll repeatedly revisit this distinction. To be clear, we believe that financial and strategic returns are not necessarily inconsistent or mutually exclusive. But these two objectives need to be balanced, and the CVC's mission should be carefully developed. It's unrealistic for a corporate parent to set up a CVC unit and expect massive financial returns in the vicinity of what successful VC funds achieve while at the same time expecting the CVC unit to drive the digitization of the core business and bring in outsized intangible returns at a strategic level.

2. IM DICKICHT - DER VERSUCH EINES ÜBERBLICKS

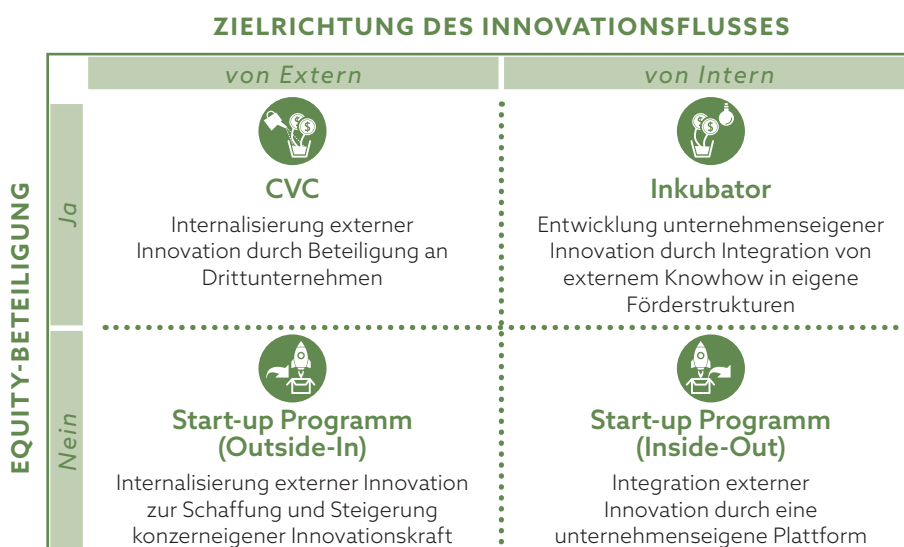
Wie wir sehen werden, ist der Zauberkasten schon gut gefüllt und jedes Jahr kommen neue Ideen, Ansätze und Konzepte hinzu. Diese Auswahl bringt nicht nur eine stetig steigende Komplexität mit sich, sondern kann im Extremfall auch unternehmerisches Handeln lähmen, wenn Unternehmenslenker nicht wissen, wo sie anfangen und auf welches Pferd sie (ihre begrenzten Ressourcen) setzen sollen. Für viele stellt es eine Herausforderung dar, aus dem Dschungel an Begrifflichkeiten, Konzepten und (vermeintlichen) "Best Practices" für das eigene Unternehmen eine sinnvolle, ressourcenadäquate und anreizkonforme Herangehensweise auszuwählen und diese dann im Laufe der Zeit auch konsequent umzusetzen.

2.1 Vier Prototypen des Corporate Venturing

Versucht man, den Dschungel etwas zu lichten, lassen sich die Formen des Corporate Venturing grob gesagt anhand von zwei Kriterien einteilen:

- Zum einen kann nach dem Grad der Einflussnahme unterschieden werden oder, anders gesagt, danach ob das Unternehmen eine Beteiligung am Start-up erwerben soll oder nicht.
- Zum anderen kann man danach unterscheiden, woher die Innovation stammt und wo sie genutzt wird, also ob externes Potential in das eigene Unternehmen integriert wird (Outside-In) oder das Innovationspotential über eine Plattform außerhalb des eigenen Unternehmens erschlossen wird (Inside-Out).

Damit ergeben sich vier Prototypen des Corporate Venturing, die im Folgenden skizziert werden. In der Praxis sind die Übergänge natürlich fließend und es gibt zahlreiche weitere Formen der (indirekten) Zusammenarbeit wie z.B. die Beteiligung an einem VC-Fonds (zu Fonds-Investments als Einstieg in eine bzw. Abrundung von einer CVC-Strategie siehe unten im Kapitel A.1.2.2).



(in Anlehnung an Weiblen/Chesbrough, Engaging with Startups to Enhance Corporate Innovation, California Management Review, 2015)

VENTURE
INCUBA
INNOVATIO
TECH M
IDEA J
HACKAT
START
GARA
INNOVA
HUB CO-
COMPAN
BUILDERA
VENTURE COM
FUNDHA
INVESTN
CORPORATE
CO-WORKING
(CORPORATI

CONTRACTING
 ACCELERATOR
 VENTURE ??
 ON LAB
 CONTRACTING
 INNOVATION
 LAB M&A
 INCUBATOR
 HACKATHON
 ?CVC
 COMPANY BUILDER
 INCUBATOR ??
 INVESTMENTS
 CORPORATE
 ENTREPRENEURSHIP
 IDEA
 JAM
 VENTURE
 CAPITAL
 COMPANY
 STARTUP
 GARAGE
 IDEA
 TECH
 JAM
 M&A
 FUND
 VENTURE
 CAPITAL

2. DROWNING IN A SEA OF CONCEPTS AND BUZZWORDS - ATTEMPT AT AN OVERVIEW

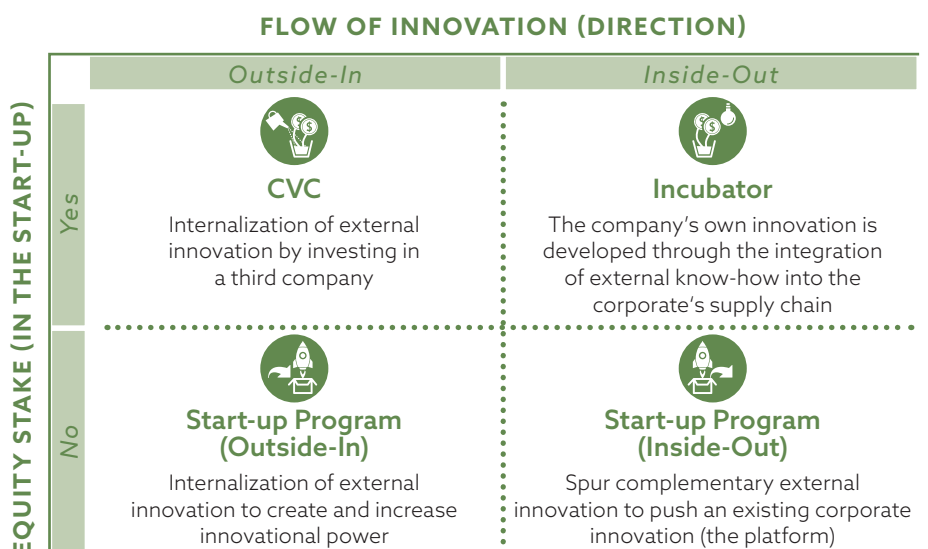
As we'll see, the innovation toolbox is plentiful, and new approaches and concepts come to market every year. However, choice can breed complexity and sometimes even result in paralysis as business leaders don't know where to begin nor which horse to bet their scarce resources on. For many business leaders, it's a challenge to derive a meaningful, resource-adequate and incentive-aligned approach from the jungle of terms, concepts and (supposed) "best practices" for one's own company and then consistently implement it over time.

2.1 Four Prototypical Forms of Corporate Venturing

So let's try to cut through this complexity. To use a broad brush, Corporate Venturing can be classified by the following two criteria:

- The degree of the cooperation and control – Will the company acquire an equity stake in the start-up or not?
- The flow and absorption of innovation – Will external potential be integrated into the corporate structure (Outside-In), or will innovation capacity be developed through an external platform outside the corporate structure (Inside-Out)?

The answers to these questions offer four prototypical structures of Corporate Venturing, outlined below. The transitions overlap, as there are many indirect types of cooperation, including making indirect investments through VC funds (see Chapter A.1.2.2 for more on fund investments as a stepping-stone in a CVC strategy).



(based on Weiblen/Chesbrough, Engaging with Startups to Enhance Corporate Innovation, California Management Review, 2015)



Start-up-Programme (Outside-In)

Neben die eher "klassischen", mit Eigenkapitalbeteiligung einhergehenden Corporate-Venturing-Aktivitäten wie CVC und Inkubatoren (siehe unten) sind in jüngerer Vergangenheit verstärkt losere Kooperationsformen getreten, bei denen Unternehmen auch ohne Eigenkapitalbeteiligung mit einer Vielzahl von Start-ups zusammenarbeiten.

Ein Teil dieser Start-up-Programme folgt einem "Outside-In"-Ansatz. Das Unternehmen bietet dabei (oftmals über standardisierte Prozesse) mehreren Start-ups die Möglichkeit, gemeinsam mit Expertenteams des Unternehmens an Projekten zu arbeiten.

Dabei erfolgt die Zusammenarbeit nicht selten in vom Unternehmen bereitgestellten Co-Working Spaces. Grundlage ist in der Regel ein gemeinsamer Entwicklungsvertrag (Joint Development Agreement), in dem u.a. Schutzrechte (IP), Finanzierungsfragen (z.B. Venture Contracting) und die spätere Verwertung der Projektergebnisse geregelt werden.

Ist das Projekt erfolgreich, wird das Start-up zum Lieferanten des Unternehmens. Programme wie beispielsweise die "BMW Startup Garage" oder das "MundiLab" vom Rückversicherer Munich RE helfen Start-ups auf dem Weg zur Kommerzialisierung der eigenen Technologie bzw. Geschäftsidee und bieten zentrale Anlaufstellen für Start-ups bei global agierenden Konzernen.



Start-up-Programm (Inside-Out)

Bei diesem Modell bietet das Unternehmen unter Verwendung der eigenen Technologie Start-ups eine Plattform außerhalb des Unternehmens zur Entwicklung und/oder Vermarktung ihrer eigenen Produkte und Dienstleistungen.

Solche "Inside-Out"-Programme sollen letztlich den Markt für das Unternehmen erweitern. Die einzelnen Start-ups stärken die gesamte Plattform durch Interaktionen untereinander und mit den Kunden und Lieferanten.

Zwei der berühmtesten Beispiele hierfür sind der iOS "App Store" von Apple und der "Google Play Store" mit Millionen an verfügbaren Apps. Ein anderes Beispiel ist PayPal, das mit seinem "Startup Blueprint"-Programm einer Vielzahl von Start-ups effiziente und standardisierte Prozesse zur Implementierung der PayPal-Technologie in eigene neue Produktentwicklungen angeboten hat. Darüber hinaus hilft auch Amazon Web Services Start-ups im Rahmen des "AWS Activate"-Programms, die AWS-Technologie in eigenen Produkten zu nutzen, und auch Microsoft verfolgt diesen Ansatz mit seinem "Azure Cloud"-Angebot. Der "Inside-Out"-Ansatz ist aber nicht auf die Online-Welt begrenzt. In mehr oder minder vergleichbarer Weise hat auch der Volkswagen-Konzern kürzlich seine Elektromobilitätsplattform (MEB) für Drittanbieter geöffnet. Auf diese Weise wird den Start-ups ermöglicht, eigene E-Mobilitäts-Lösungen auf Grundlage der Volkswagen-Plattform zu entwickeln (der erste Partner, der den MEB nutzt, ist e.GO, ein Pionier der Elektromobilität, gegründet an der RWTH Aachen).



Start-up-Program (Outside-In)

Besides “classic” Corporate Venturing activities such as CVC and incubators, which include equity investments, looser types of cooperation have recently emerged in which the corporate collaborates with several start-ups without taking a stake in them.

Some of these start-up programs follow the Outside-In approach. The corporate offers the start-ups the opportunity to collaborate (often, as part of a structured business development curriculum) on projects with the corporate’s expert teams. This frequently occurs at coworking spaces provided by the corporate. Often, the contract between the parties is in the form of a joint development agreement that establishes provisions regarding property rights (IP), financing (e.g. venture contracting) and the subsequent marketing of the project’s outcomes.

If the project is successful, the start-up becomes a supplier for the corporate. For example, programs like the “BMW Startup Garage” or the “MundiLab” by the reinsurance company Munich RE offer the start-up a path to the commercialization of their own technology or business idea and establish a gateway to globally operating companies.



Start-up-Program (Inside-Out)

In this model, the corporate opens a platform outside of the company using its own technology, so that start-ups can develop and commercialize their products and services. Such Inside-Out programs aim to extend the market for the corporate. Each individual start-up strengthens the entire platform through interactions with other start-up, as well as their clients and suppliers.

Two well-known examples, with millions of apps, are the iOS App Store by Apple and the Google Play Store. Another is PayPal, which offered numerous start-ups efficient and standardized processes through its “Startup Blueprint” program to implement the PayPal technology in the start-up’s own product developments. Amazon Web Services also helps start-up get access to the AWS platform with its “AWS Activate” program, while Microsoft follows a similar approach with its Azure Cloud offering. But the Inside-Out approach isn’t limited to the online world. In a somewhat similar way, the Volkswagen Group recently opened its electric platform (MEB) to third parties, enabling them to develop their own e-mobility solutions using Volkswagen’s platform (the first partner using MEB was e.GO, a pioneer in e-mobility founded at the RWTH Aachen Campus).



Corporate Venture Capital

Bei der klassischen Form des CVC beteiligt sich ein Unternehmen direkt am Eigenkapital eines externen Start-ups. Hierbei gibt es zahlreiche Strukturierungsmöglichkeiten, die wir uns im weiteren Verlauf noch genauer ansehen werden. Obgleich mit höheren Such- und Transaktionskosten verbunden, gewährt die direkte Beteiligung dem Unternehmen unmittelbare Kontroll- und Mitspracherechte. Zudem ist die Rendite bei einem Exit am attraktivsten. Weitere Vorteile und mögliche Risiken von CVC-Investments werden wir uns später in den Kapiteln A.II und A.III ausführlicher ansehen.



Inkubatoren

Die von zahlreichen Unternehmen aufgelegten Inkubator-Programme folgen, anders als CVC-Investments, dem "Inside-Out"-Ansatz. Hier sollen im Unternehmen selbst entwickelte Ideen, die aber (jedenfalls aktuell) nicht zum Kerngeschäft des Unternehmens passen, weiterentwickelt und entweder später für das Unternehmen strategisch nutzbar gemacht oder durch einen Exit monetarisiert werden.

Auch wenn die aus dem Unternehmen selbst stammenden Innovationsansätze dem bestehenden Geschäftsmodell sehr ähnlich sind, kann sich die Entwicklung außerhalb der starren Strukturen der Muttergesellschaft anbieten, um Technologien rascher zu testen und so früh wie möglich Feedback von potentiellen Nutzern zu erhalten. Unternehmerisch denkende Mitarbeiter und die Muttergesellschaft können dann gemeinsam ein Start-up gründen, dem vom Unternehmen ein Budget und Zugang zu den Ressourcen des Stammhauses gewährt werden. Solche Start-ups sind dann nicht selten auf eine spätere Übernahme oder die Reintegration in die Unternehmensgruppe ausgelegt.



Corporate Venture Capital

In its classical meaning, CVC describes direct equity participations by a corporate investor in an external start-up. Such CVCs can be structured in a variety of ways, some of which we'll treat in more detail later in this guide. Although this structure leads to higher search and transaction costs, a direct participation gives the corporate investor immediate shareholder rights and a higher level of control, as well as usually greater involvement in the start-up's development. Additionally, an equity stake offers the largest financial upside in case of an exit. We'll explore the advantages and potential downsides of CVC investments in greater depth in Chapter A.II and Chapter A.III.



Incubators

Unlike CVC investments, numerous incubator programs set up by corporate investors follow the Inside-Out approach. Ideas brought forward by the corporate's employees not suitable for the corporate's current core business model are further developed by the incubator and will either be used strategically by the corporate later on or be monetized through an exit.

Even when innovations are similar to the existing business model, development outside of the rigid structures of the parent company may be helpful to test new technologies faster and to receive feedback from potential users as quickly as possible. Employees with an entrepreneurial mindset may then, jointly with their corporate employer, create a start-up, which receives a budget and access to the company's other resources. Such start-ups are frequently designed for a future takeover or reintegration by the corporate.

	CVC	Corporate Inkubator	Outside-In Programm	Inside-Out Programm
Hauptziel(e)	<ul style="list-style-type: none"> • Finanzielle Erträge • Einblicke und Einflüsse 	<ul style="list-style-type: none"> • Vermarktung von Technologien abseits des eigenen Kerngeschäfts • Finanzielle Erträge 	<ul style="list-style-type: none"> • Produktinnovationen • First-Mover-Vorteile 	<ul style="list-style-type: none"> • Einführung und Stärkung der Plattform • Gewinnung zukünftiger Kunden
Eigenkapitalbeteiligung	immer	typischerweise	i.d.R. nicht	i.d.R. nicht
Anzahl der Start-ups	gering	gering	mittel	hoch
Verflechtung mit dem Kerngeschäft	i.d.R. gering	mittel	hoch	mittel
Nähe zum Kerngeschäft	mittel	mittel	hoch	gering
Umfang der Unterstützung des Start-ups	mittel	hoch	mittel	gering
Wertabschöpfung	Geschäftsbeteiligung	Geschäftsbeteiligung	Produktverkäufe	Gebühr, Provision
Organisation der Einbindung	eigenständige Risikokapitalsparte, Vorstandsebene	eigenständige Entwicklungseinheit	eigenständige Innovationseinheit	eigenständige Geschäftsstelle, Unternehmensentwicklung
Zeitspanne der Beteiligung	langfristig	langfristig	kurzfristig	mittelfristig
Aufnahme neuer Startups	Due Diligence	i.d.R. unternehmenseigene	offen	sehr offen
Beispiele (Gründungsjahr)	<ul style="list-style-type: none"> • Intel Capital (1991) • SAP Venture (Sapphire Ventures, 1996) • Google Ventures (heute GV, 2009) • Siemens next47 (2016) • Allianz X (2016) 	<ul style="list-style-type: none"> • Xerox PARC (1970) • grow – a Bosch Company (2013) 	<ul style="list-style-type: none"> • Deutsche Bank Digitalfabrik (2016) • Bayer CoLaborator (2012) • BMW Startup Garage (2015) 	<ul style="list-style-type: none"> • Microsoft for Startups (2018) • Salesforce Accelerate (2018) • Startup with IBM • Sutor Startup Plattform (2015)

(in Anlehnung an Weiblen/Chesbrough, Engaging with Startups to Enhance Corporate Innovation, California Management Review, 2015)

In diesem Leitfaden werden wir uns vorwiegend auf Eigenkapitalinvestitionen in Start-ups konzentrieren. Nur am Rande werden wir die anderen Formen des Corporate Venturing – etwa Inkubatoren oder Accelerator-Programme – streifen, ohne zu sehr ins Detail zu gehen. Allerdings

sind zahlreiche der in diesem Guide dargelegten Überlegungen zu den Herausforderungen des CVC und seiner erfolgreichen Umsetzung auf diese alternativen und ergänzenden Ansätze übertragbar.

	CVC	Corporate Incubator	Outside-In Program	Inside-Out Program
Main Aim(s)	<ul style="list-style-type: none"> • Financial returns • Immediate control and greater insights and involvement 	<ul style="list-style-type: none"> • Marketing of technology separate from the main company • Financial returns 	<ul style="list-style-type: none"> • Product innovation • First-mover advantages 	<ul style="list-style-type: none"> • Developing and strengthening the platform • Gaining future customers
Equity Participation	always	normally	usually never	usually never
Scope (Number of Start-ups)	low	low	medium	high
Interrelationship with the Main Company	usually low	medium	high	medium
Closeness to the Main Company	medium	medium	high	low
Extent of Support for the Start-up	medium	high	medium	low
Value Added	business partnership	business partnership	product sales	fees, commission
Organization of the Involvement	independent venture capital branch, executive level	independent development unit	independent innovation unit	independent branch office, corporate development
Participation Timeline	long term	long term	short term	medium term
Integration of New Start-ups	due diligence	usually company's own	open	very open
Examples (Founding Year)	<ul style="list-style-type: none"> • Intel Capital (1991) • SAP Venture (Sapphire Ventures, 1996) • Google Ventures (heute GV, 2009) • Siemens next47 (2016) • Allianz X (2016) 	<ul style="list-style-type: none"> • Xerox PARC (1970) • grow – a Bosch Company (2013) 	<ul style="list-style-type: none"> • Deutsche Bank Digitalfabrik (2016) • Bayer CoLaborator (2012) • BMW Startup Garage (2015) 	<ul style="list-style-type: none"> • Microsoft for Startups (2018) • Salesforce Accelerate (2018) • Startup with IBM • Sutor Startup Plattform (2015)

(based on Weiblen/Chesbrough, Engaging with Startups to Enhance Corporate Innovation, California Management Review, 2015)

Throughout this guide, we'll focus primarily on (equity) investments in start-ups. We won't discuss the other forms of Corporate Venturing in detail, and only occasionally touch upon forms such as incubators and accelerators,

though many of the challenges and concepts presented in this publication equally apply to such initiatives.

2.2 Investitionen in VC-Fonds als Teil der Corporate-Venture-Capital-Strategie

Bevor wir uns nun endgültig den CVC-Investments zuwenden, wollen wir noch einen letzten Schlenker machen und uns ein weiteres potentiell Sprungbrett für die Entwicklung eines erfolgreichen CVC-Programms ansehen: ein Investment in einen institutionellen VC-Fonds. Nach Atomicos "State of European Tech 2019"-Bericht (der von Slush und Orrick unterstützt wurde) sind Corporates und öffentliche Geldgeber die zwei größten Investorengruppen in allen VC-Fonds, die zwischen 2014 und 2018 in der DACH-Region an den Start gegangen sind.

Institutionelle VC-Investoren beschaffen sich Kapital von externen Investoren (den LPs), um in ein Portfolio von Start-ups zu investieren. Sie arbeiten dann mit den Start-ups zusammen, um deren Bewertung zu erhöhen und erzielen finanzielle Rendite, indem sie im weiteren Verlauf einen Exit anstreben – entweder in Form eines Börsengangs oder eines sogenannten Trade Sales an einen Dritten. In der Regel sind die LPs passive Investoren, die sich mit regelmäßigen Berichten über die Entwicklung des Fonds und den (hoffentlich erfreulichen) Ausschüttungen der Exit-Erträge zufriedengeben.

Also, wie kann ein Corporate-Investor von solch einem Fonds-Investment profitieren? Zunächst das Offensichtliche: Der Investor kann in der Regel eine dem Risiko angemessene Rendite erzielen. Ein Investment in einen guten VC-Fonds eröffnet

dem Corporate den Zugang zu einem größeren Portfolio an Start-ups; das Investment wird also breiter gestreut. Außerdem wird die Analyse der Investitionsmöglichkeiten und die einzelne Investitionsentscheidung erfahrenen Profis mit klaren finanziellen Motiven überlassen. In finanzieller Hinsicht ist, verglichen mit aktiveren Modellen, nur ein eher moderater Einsatz notwendig. Wenn man bedenkt, dass innerhalb des Unternehmens dennoch parallel wertvolles Know-how aufgebaut wird, ist das eindeutig ein Vorteil. Manche VC-Fonds bieten den eigenen Investoren bisweilen auch die Möglichkeit zu einem Co-Investment an, also direkt mit dem VC-Fonds zusammen in ein Start-up zu investieren. Investitionen in die führenden VC-Fonds oder in ausgewählte Nischen-Fonds können für Unternehmen aber auch direkt strategischen Mehrwert haben. Sie erhalten Einblicke in den Deal Flow des Fonds und können sich die Expertise der Fondsmanager zu Nutze machen, indem sie Know-how in das eigene Unternehmen transferieren. Das kann beispielsweise wie folgt geschehen:

Verpflichtet sich ein Corporate-Investor zu einer ausreichend großen finanziellen Beteiligung als LP, sind auf dem deutschen Markt viele VC-Fonds bereit, sich im Gegenzug ein wenig in die Karten schauen zu lassen und dem Corporate-Investor bestimmte Rechte und Privilegien zuzugestehen, die seinen strategischen Nutzen erhöhen und den Transfer von Know-how des Investmentteams ins eigene Unternehmen erleichtern.

Solche Zugeständnisse werden üblicherweise in einem Side Letter zu der Investment-Dokumentation festgehalten und können zum Beispiel folgendes enthalten (wobei einige dieser Rechte mitunter nur den größten LP-Investoren offenstehen):

- Zugriff auf die Deal-Flow-Datenbank und die Analysen des Fonds im Hinblick auf die Pitch Decks der Start-ups, die Investitionsmöglichkeiten etc.;
- Ad-hoc-Diskussionen mit den Experten des Fonds bei konkreten Investitionsprojekten, die der Corporate-Investor prüft;
- Regelmäßige Treffen oder Telefonkonferenzen, um allgemeine Markttrends zu besprechen oder Veränderungen von Geschäftsmodellen oder Innovationstrends zu bewerten;
- Organisation von maßgeschneiderten Workshops mit Experten aus dem Netzwerk des Fonds und den Portfoliounternehmen, um Themen zu diskutieren, die vom Corporate-Investor als besonders wichtig erachtet werden;
- Secondments von Mitgliedern des eigenen Investmentteams zum Fonds, um das VC-Geschäft "an der Quelle" zu lernen;
- Einladung zu bestimmten Veranstaltungen, die vom Fonds und/oder seinen Portfoliounternehmen organisiert werden; oder
- Kuratierter Zugang zu den Portfoliounternehmen des Fonds, um die Möglichkeiten von geschäftlichen Kooperationen auszuloten.

2.2 Speed Up Your Learning – Investments in VC Funds as a Stepping-stone

Before we dive deeper into CVC investments, however, let us take one last sidestep and look at another potential stepping-stone in a CVC strategy: an investment in an institutional VC fund. According to Atomico's State of European Tech 2019 report (supported by Slush and Orrick) across all VC funds in the DACH region raised between 2014 and 2018, corporate investors together with government agencies made up the two largest investor groups.

Institutional VC investors raise funds from external investors (the LPs) to invest them into a portfolio of start-ups. They then work with the start-ups to increase their valuations and make financial returns by exiting their investments later in the VC fund's lifecycle either through an IPO or trade sale to a third-party acquirer. Usually, the LPs are passive investors satisfied with regular reports on the fund's development and hopefully nice distributions of proceeds from the fund's exits.

So, how can a corporate investor benefit from such a fund investment? The first way is obvious: the investor hopes for an adequate risk-adjusted return on its investment. Investing in a good VC fund will provide a firm with access to a large(r) portfolio of companies for investment and a greater diversification of its investments, while leaving the analysis of

and decision on investment opportunities to seasoned professionals with a clear financial motivation. Financially, the level of commitment is limited compared with the other more active models – a clear advantage while building up valuable internal know-how and developing internal capabilities. Some VC funds occasionally also offer co-investment opportunities to their LPs, allowing them potentially lucrative direct investments into start-ups. But investments in leading VC funds or select niche funds can also hold strategic value for corporate LPs as they gain insights into the funds' deal flow and can tap into the fund managers' expertise and transfer know-how to the corporate organization. Here's how:

In return for a reasonably sized LP funding commitment from the corporate investor, many VC funds in the German market are willing to open their playbook on venture investment and grant the corporate investor certain rights and benefits to increase the strategic gains for the investor and to facilitate know-how transfer from the fund's investment team to the corporate investor. Such provisions are usually stipulated in a side letter to the fund investment documentation

and can for example include the following (N.B., certain benefits might be available only for the largest LP investors):

- Access to the deal flow database and the fund's evaluation of the start-up's pitch decks and investment opportunities, etc.;
- Ad-hoc advice by the fund's professionals on a certain deal opportunity considered by the corporate investor;
- Regular meetings or conference calls to discuss general trends in certain markets and evaluate changes in business models and innovation trends;
- Organization of tailored workshops with experts from the fund's network and its portfolio companies to discuss certain topics identified by the corporate investor as particularly relevant;
- Opportunity to second a member of the corporate investor's investment team to the fund to learn the ropes of VC business in-house;
- Access to certain events organized by the fund and/or its portfolio companies; or
- Curated access to the fund's portfolio companies to explore business cooperation opportunities for the corporate investor.

Corporate-Investoren in deutschen VC-Fonds

Die untenstehende Tabelle zeigt einige aktuellere deutsche VC-Fonds und ausgewählte Unternehmen, die in diese Fonds investiert haben.

Ein solches "strategisch aufgewertetes" Investment in einen VC-Fonds ist jedoch nicht nur für Neulinge im CVC-Geschäft eine gute Option. Auch etablierte CVC-Investoren können ihr Programm durch Investitionen in spezialisierte Fonds, z.B. für bestimmte Branchen, Regionen und Ökosysteme, ergänzen. So investierten die multinationalen Unternehmen AXA Investment, BNP Pariba Fortis, Philips und Henkel Anfang 2019 in den neuen Circularity European Growth Fund, einen von Circularity Capital verwalteten Impact-Fonds, der europäische Start-ups aus dem Bereich Kreislaufwirtschaft in der Wachstumsphase unterstützen soll. "Wir treiben den Fortschritt in Richtung einer nachhaltigen Zukunft entschlossen voran. Durch unsere Beteiligung an dem von Circularity Capital verwalteten Fonds ergänzen wir unseren bestehenden Deal Flow und werden fortschreitend Einblicke in die neuesten Technologien für den Aufbau einer Kreislaufwirtschaft erhalten", kommentierte Paolo Bavaj, Head of Corporate Venturing bei Henkel Adhesive Technologies. „Der Fonds gewährt Zugang zu wachstumsstarken Unternehmen mit einer starken Expertise in Feldern, die für uns von hoher Relevanz sind: von Kreislaufverpackungen, Materialien und Produkten über Geschäftsmodelle bis hin zu unterstützenden Datenlösungen und Recycling-Technologien.“

Name	Registered
Capnamic Ventures (Capnamic Ventures Fund II GmbH & Co. KG)	2016
e.ventures (e.ventures europe VI GmbH & Co. KG)	2019
High-Tech Gründerfonds (High-Tech Gründerfonds III GmbH & Co. KG)	2016
Project A (Project A Ventures III GmbH & Co. KG)	2018
UnternehmerTUM Venture Capital (Unternehmertum VC Fonds III GmbH & Co. KG)	2019

Einige der weltweit wohl kompetentesten CVC-Investoren beteiligen sich zusätzlich zu ihren Direktinvestitionen in großem Umfang an VC-Fonds mit einer breiten sektoralen und geografischen Abdeckung. So hat Cisco beispielsweise in Dutzende von VC-Fonds auf der ganzen Welt investiert, um frühzeitig Markt- und Technologietrends zu entdecken und zu verfolgen.

Corporate Investors in German VC Funds

The table below lists recent German VC funds and selected corporates that have invested in these funds.

Corporate Investors (Selection)

- | | |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <ul style="list-style-type: none"> • AXA Krankenversicherung AG, Cologne • Euroweb Beteiligung GmbH, Düsseldorf • MGO Digital Ventures GmbH, Bamberg • NWZ Digital Beteiligungsgesellschaft mbH, Oldenburg | <ul style="list-style-type: none"> • Rheinisch-Bergische Verlagsgesellschaft mbH, Düsseldorf • Gauselmann AG, Espelkamp • Cisco Investments B.V., Amsterdam • defacto x GmbH, Erlangen |
| <ul style="list-style-type: none"> • Bitburger Ventures GmbH, Bitburg • Deichmann-Schuhe Service-GmbH, Essen • Erste Oetker Beteiligungs-GmbH, Bielefeld • Haniel Finance Deutschland GmbH, Duisburg | <ul style="list-style-type: none"> • Kärcher New Venture GmbH, Stuttgart • Porsche Digital GmbH, Stuttgart • Dr. Rehfeld Fashion AG, Hamburg |
| <ul style="list-style-type: none"> • ALTANA Chemie GmbH, Wesel • BASF Venture Capital GmbH, Ludwigshafen am Rhein • B. Braun Melsungen AG, Melsungen • Boehringer Ingelheim Venture Fund GmbH, Ingelheim • Bayer AG, Leverkusen • CEWE Stiftung & Co. KGaA, Oldenburg • Deutsche Post DHL Research und Innovation GmbH, Bonn • Drägerwerk AG & Co. KGaA, Lübeck • EWE AG, Oldenburg • Evonik Venture Capital GmbH, Hanau • Fraunhofer-Gesellschaft zur Förderung der angewandten Forschung e.V., München • Gebr. Knauf KG, Iphofen | <ul style="list-style-type: none"> • Haniel Finance Deutschland GmbH, Duisburg • Lanxess Deutschland GmbH, Leverkusen • Mobile Ventures GmbH, Maintal • PHOENIX CONTACT Innovation Ventures GmbH, Blomberg • QIAGEN Deutschland Holding GmbH, Düsseldorf • RWE Generation SE, Essen • Robert Bosch GmbH, Stuttgart • SAP SE, Walldorf • SCHUFA Holding AG, Wiesbaden • STIHL Digital GmbH, Waiblingen • Thüga Aktiengesellschaft, München • Wacker Chemie AG, München |
| <ul style="list-style-type: none"> • Otto Group, Hamburg • Axel Springer, Berlin • Haniel Stiftung, Duisburg | |
| <ul style="list-style-type: none"> • Böttinger GmbH, Osnabrück • Diehl VC GmbH, Nürnberg • FluxUnit GmbH, Munich (Osram) • Gebr. Knauf KG, Iphofen • Kärcher New Venture GmbH, Stuttgart | <ul style="list-style-type: none"> • LVV GmbH, Ansbach • TRUMPF Venture GmbH, Stuttgart • co-pace GmbH, Hannover (Continental) • LEONIE CORP DVB GmbH, Stuttgart (Daimler AG) |

However, taking a “strategically enhanced” LP position in a VC fund is not only a viable tool for newcomers to the CVC market. Established CVC investors can supplement their approach with LP investments in specialized funds, e.g. for specific domains, geographies and ecosystems. For example, in early 2019 multinationals AXA Investment, BNP Pariba Fortis, Philips and Henkel invested in the new Circularity European Growth Fund, an impact fund managed by Circularity Capital dedicated to support growth-stage European

start-ups in the circular economy. “We are committed to further drive progress towards a sustainable future. By joining the fund managed by Circularity Capital, we are complementing our current deal-flow and will gain further insights into the latest technologies that enable a circular economy,” said Paolo Bavaj, Head of Corporate Venturing at Henkel Adhesive Technologies. “The fund offers access to high growth companies with strong expertise in fields which are highly relevant for us: from circular packaging, business models, materials and products

to enabling data solutions and recycling technologies.”

Some of the arguably most sophisticated CVC investors worldwide also invest heavily in many VC funds with sector and geographical coverage in addition to their direct investments. For example, Cisco has invested in literally dozens of VC funds around the world as a way to detect and follow market and technology trends.

3. ERGEBNISSE DES CORPORATE VENTURING – EIN GEMISCHTES BILD

Zwar geht es uns in diesem Guide nicht darum, die empirischen Befunde zu Corporate Venturing und insbesondere zu CVC detailliert auszuwerten, trotzdem merken wir aber immer wieder, dass es mitunter schwierig ist, die Ergebnisse und Erfolge solcher Initiativen präzise zu benennen oder zu quantifizieren. Gründe dafür sind nicht nur konzeptionelle Unklarheiten und die Schwierigkeit, festzustellen, was Corporate Venturing überhaupt genau ist. Vielmehr spielt auch die schwierige Messbarkeit von grundlegenden strategischen Zielen wie der "Stärkung der Innovationskraft" oder einer "verbesserten Innovationskultur" eine wichtige Rolle.

Eine Sache steht – trotz allem – fest. Obwohl CVC in der Theorie für Unternehmen wie für Start-ups sehr überzeugend daherkommt, scheinen viele dieser Initiativen eher durchwachsene Ergebnisse

zu erzielen. Nach einer Phase anfänglicher Euphorie kommen viele CVC-Einheiten ins Straucheln oder werden ganz aufgegeben, da sie nicht die gewünschten finanziellen und/oder strategischen Ergebnisse liefern. In einer aktuellen Studie haben Forscher der IESE Business School mehr als 120 Chief Innovation Officer (oder Personen mit vergleichbarer Rolle) in den USA, Asien und Europa befragt und festgestellt, dass etwa drei Viertel der Innovationsvorhaben von Unternehmen nicht die erhofften Ergebnisse erzielen konnten.

Ähnliche ernüchternde Ergebnisse sehen wir, wenn wir uns die Beziehung von Start-ups und Investoren anschauen. Nach einem Bericht der Boston Consulting Group, der im Sommer 2019 veröffentlicht wurde, sind 45 % der Unternehmen und 55 % der Start-ups in Europa "sehr unzufrieden"

oder "etwas unzufrieden" mit ihren jeweiligen Kooperationen. Wohnt jedem Anfang noch ein Zauber inne, scheint es so, als würde sich nach den "Flitterwochen" schnell Frustration einstellen, wenn einer oder beide Partner aufwachen und erkennen, dass sich in der Realität wohl nicht alle ihre Hoffnungen und Erwartungen erfüllen. Wir werden auf die Gründe für diese eher ernüchternden Zahlen noch zurückkommen und erörtern, was beide Seiten dagegen tun können.

3. THE MIXED RESULTS OF CORPORATE VENTURING

While we don't attempt to examine in detail the empirical findings on the outcomes of Corporate Venturing and CVC in particular, we note that it's often difficult to achieve a precise quantification of these initiatives' benefits, due not only to the conceptual ambiguities and difficulties in defining what "Corporate Venturing" is, but also to the inherent difficulty of measuring success with initiatives aimed at qualitative goals like "innovative strength" and "innovation culture."

However, one thing is clear. Although the theoretical case for CVC seems compelling, both for the corporate investor and the start-up alike (see Chapter A.II for a detailed discussion), across the board many initiatives seem to have yielded only mixed results so far. After a period of initial

enthusiasm, many CVC units falter or close, failing to achieve either financial and/or strategic returns. For example, in a recent study, researchers from the IESE Business School interviewed more than 120 chief innovation officers and others in similar roles in the U.S., Asia and Europe, and found that about three-quarters of corporate innovation initiatives fail to deliver desired outcomes.

Similar patterns reveal themselves in the investor/start-up relationship. According to a research report done by The Boston Consulting Group in Europe and published in the summer of 2019, 45 % of corporates and 55 % of start-ups are "very dissatisfied" or

"somewhat dissatisfied" with their partnerships. While every beginning holds its own magic, once the honeymoon is over, it looks like frustration can easily set in as one or both partners wake up to the reality that they are not achieving all their hopes and expectations. We'll return to the reasons for these disappointing figures and what corporate investors and start-ups can do when evaluating a potential partnership and making it mutually beneficial.

4. AKTUELLE SITUATION UND TRENDS IM CORPORATE VENTURE CAPITAL

4.1 Historische Entwicklung

Zusammenfassung

CVC ist bei Weitem kein neues Phänomen. Seit den 1960er Jahren gab es immer wieder Phasen, in denen CVC bei großen Unternehmen besonders beliebt war. Ausgehend von den USA wurde CVC eine zunehmend globale Erscheinung. Mit Blick auf die Geschichte lässt sich Folgendes feststellen:

- *CVC-Investoren sind meistens spät dran:* CVC-Investoren folgten den privaten VC-Investoren und entdeckten so den Markt erst vergleichsweise spät. Seitdem hinken sie ihren institutionellen VC-Kollegen oft um einige Quartale hinterher, auch wenn der Investmentzyklus der Corporate-Investoren im Großen und Ganzen mit dem der VC-Investoren vergleichbar ist.
- *CVC-Investoren mögen gutes Wetter:* CVC-Investoren verhalten sich in der Regel prozyklisch; hohe Liquiditätsreserven der Unternehmen führen zu einer Ausweitung der CVC-Aktivitäten.
- *Oftmals leben Unternehmen und ihre CVC-Einheiten aber in unterschiedlichen Welten:* Die CVC-Aktivitäten passten in der Vergangenheit nur selten wirklich zur Unternehmenskultur der Muttergesellschaft. Dies führte zu unvermeidlichen Spannungen zwischen den Unternehmensbereichen und oft zu nur kurzlebigen CVC-Programmen. Dies wiederum hatte einen Verlust von Erfahrung und unternehmenseigenem Wissen zur Folge, hinderte

das Unternehmen daran, die Vorteile der nachfolgenden Marktaufschwünge zu nutzen und trug dazu bei, dass viele Corporate-Investoren den VC-Investitionszyklen nur hinterherlaufen konnten.

Vor diesem Hintergrund können wir in der Geschichte des CVC vier Wellen unterscheiden:

Die erste Welle

Die erste Welle der CVC-Aktivitäten begann Ende der 1950er Jahre und erreichte ihren Höhepunkt Ende der 1960er Jahre, etwa 20 Jahre nachdem die ersten institutionellen VC-Fonds auf die Bühne getreten waren.

General Motors – Das erste CVC-Investment?

Wenn Sie zu einem Cocktailempfang auf einem hippen Innovations-Kongress eingeladen werden (wir Anwälte werden in der Regel eher selten eingeladen und können uns daher nur ausmalen, wie vergnüglich diese Veranstaltungen sein müssen), kann man vielleicht ins Gespräch einfließen lassen, dass einige Innovationshistoriker glauben, die Investition des Chemiekonzerns DuPont in den (damals) sechs Jahre alten Automobilhersteller General Motors im Jahre 1914 sei der erste CVC-Deal des modernen Industriezeitalters gewesen (vielleicht gibt es einen Grund, warum Anwälte so selten eingeladen werden...).



Vor dem Hintergrund der ersten Erfolge institutioneller VC-Fonds beteiligten sich auch zahlreiche Unternehmen am "Venturing Game", um ebenfalls überdurchschnittliche Renditen zu erzielen. Dem damals vorherrschenden Management-Glauben folgend vertrauten diese Unternehmen auf eine breite Diversifikation und versuchten, die hohen Liquiditätsreserven – eine Folge des jahrelangen robusten

Wirtschaftsaufschwungs – breit anzulegen. Bereits in diesen frühen Tagen war der Fokus der CVC-Investitionen ein doppelter. Unternehmen investierten einerseits in mitarbeiterbezogene interne Projekte, andererseits aber auch in externe Start-ups. Dabei forcierten sie teilweise sogar Ideen, die weit über ihr eigentliches Kerngeschäft hinausgingen.

Die erste Welle fand in den frühen 1970er Jahren ein jähes Ende. Unter anderem wegen der ersten Ölkrise erlebte Amerika eine Rezession. An den Kapitalmärkten brachen die Kurse ein und viele Unternehmen fuhren ihre CVC-Aktivitäten rasch zurück.

Die zweite Welle

In den frühen 1980er Jahren wurde CVC wieder populär. Die zweite Welle wurde hauptsächlich durch regulatorische Änderungen auf der einen und durch technologische Innovationen wie den PC auf der anderen Seite getrieben. Viele Unternehmen konzentrierten ihre Investitionen auf Bereiche wie Biotech und High-Tech und gingen disziplinierter als bisher zu Werke. CVC wurde erneut zu einer Alternative zu teuren und riskanten M&A-Deals. Damals begannen auch Unternehmen außerhalb Amerikas, CVC-Programme ins Leben zu rufen, um sich Zugang zu den neuen amerikanischen Technologien zu verschaffen. Allerdings sind europäische und asiatische Unternehmen erst während der dritten Welle, die im Folgenden beschrieben wird, so richtig ins CVC-Geschäft eingestiegen. In Deutschland wird Siemens oft zugeschrieben, die erste CVC-Einheit gegründet zu haben (1983).

4. CORPORATE VENTURE CAPITAL - CURRENT LANDSCAPE AND TRENDS

4.1 Historic Development

Development Characteristics

CVC is by no means new. Since the 1960s it has enjoyed several phases of popularity among large corporations, starting in the U.S. and increasingly becoming a global phenomenon.¹ A historic analysis of CVC shows the following characteristics:

- *CVC investors are usually late to the party:* Corporates followed private VC and were comparatively late to the market and, while generally following the VC investment cycle, corporate investors often trail their institutional peers by a couple of quarters.
- *CVC investors like to party when times are good:* CVC was frequently driven by excess capital on corporate balance sheets. The need to deploy excess cash pointed up the procyclical nature of the investments.
- *But often, CVC investors and the corporate mother dance to different tunes:* CVC activities frequently bore little relation to the culture or attitudes of the parent corporation. This created an inevitable tension between the organization's two parts and resulted in often short-lived CVC programs. This in turn resulted in a loss of experience and organizational learning, preventing the organization from taking advantage of subsequent market upturns and further contributing to many corporate investors trailing the VC investment cycles.

Against this background, we can distinguish four waves of CVC activities.

The First Wave

The CVC first wave began in the late 1950s and peaked in the late 1960s, roughly 20 years after the first institutional VC funds had been established.

General Motors – The First CVC Investment?



If you're invited to a cocktail reception at a hip congress about innovation (lawyers usually don't get invited and can thus only imagine how fun these events must be), you might want to let slip that some innovation historians believe the 1914 investment of the chemicals company DuPont in the (back then) six-year-old car manufacturer General Motors was the first CVC deal of the modern industrial era (maybe there's a reason lawyers don't get invited to this kind of event ...).

Recognizing private VC funds' first successes, many corporations entered the venturing game to generate above-average financial returns. Following the predominant management faith of the time, these companies believed in the value of broad diversification and sought to deploy large amounts of cash resulting from years of robust corporate profits. Already in these early days, the focus of CVC units was twofold. Companies invested in employee-based internal ventures as well as external start-ups, and sometimes even pushed ideas far beyond their core businesses.

The first wave came to an end in the early 1970s. America experienced a recession – *inter alia* because of the first oil crises – which led to a collapse of the IPO market and made companies

ultimately scale back most of their CVC activities.

The Second Wave

CVC began to increase again in the early 1980s, mainly driven by regulatory changes on the one side and by the introduction of technological innovations like the personal computer on the other. Many companies focused their activities on such areas as biotech and high tech and, at the same time, acted more disciplined than before. CVC once again became an alternative to expensive and risky outright M&A transactions. At that time, non-U.S. companies also began to launch CVC programs to catch up with and gain access to new American technology, though European and Asian players entered the CVC arena in force only during the third wave described below. In Germany, Siemens is often credited to be the first to set up a dedicated CVC unit (1983).

In 1987, however, the stock market crashed once again. Consequently, the market for new public offerings deflated and CVC activities were scaled back dramatically.

The Third Wave

Many large companies launched new, or revived old, CVC units in the mid- to late-1990s. With the dot-com boom, many corporates once again followed the successful private VC investors. Telecommunications- and internet-related start-ups were highly successful, and return on venture capital investments increased. In sync, the total value of CVC investments skyrocketed.

1. The following is, *inter alia*, based on research by CB Insights, available at: <https://www.cbinsights.com/research/report/corporate-venture-capital-history/>.

Im Jahre 1987 kam es erneut zu einem Börsencrash. Börsengänge wurden seltener und viele CVC-Aktivitäten wurden erneut dramatisch zurückgefahren.

Die dritte Welle

Viele große Unternehmen haben dann Mitte bis Ende der 1990er Jahre neue CVC-Einheiten gegründet oder alte wiederbelebt. Der "Dotcom Boom" hatte begonnen. Institutionelle VC-Investoren fuhren hohe Renditen mit Start-ups in den Bereichen Telekommunikation und Internet ein. CVC erlebte sowohl, was die Anzahl an Investoren als auch die investierten Volumina anging, neue Rekorde.

Allerdings waren die Unternehmen zu dieser Zeit nicht nur geblendet von den Erfolgsgeschichten über die Börsengänge von Start-ups und die Rendite von VC-Fonds: Viele Unternehmen experimentierten auch mit neuen Wegen, um ihre Forschungs- und Entwicklungsaktivitäten zu organisieren. In Start-ups zu investieren schien eine vielversprechende und innovative Alternative zu den zentralisierten Entwicklungslaboren vieler großer Unternehmen.

Als die Tech-Blase im Jahr 2000 platzte, nahm auch die dritte CVC-Welle durch die massiven Kurseinbrüche an den Börsen ein jähes Ende. Corporate-Investoren mussten Verluste in Milliardenhöhe hinnehmen und das Interesse am CVC-Geschäft nahm für einige Jahre erheblich ab. Nach manchen Schätzungen hatten beispielsweise ein Drittel der US-Unternehmen, die noch im September 2000 aktiv in Start-ups investierten, zwölf Monate später bereits gänzlich

damit aufgehört. In demselben Zeitraum fiel die Summe der CVC-Investitionen um etwa 80 %. Dieser plötzliche Einbruch hat viele Portfoliounternehmen und VC-Co-Investoren kalt erwischt und sicherlich zu dem noch heute teilweise anzutreffenden schlechten Ruf von CVC-Investoren in manchen Kreisen geführt.

Die vierte Welle

Der CVC-Markt erholte sich nur teilweise, bis die globale Finanzkrise einige Unternehmen zwang, ihre Venture-Aktivitäten in den Jahren 2008-2009 erneut zurückzufahren. Wenige Jahre später begann das Silicon Valley jedoch wieder zu boomen und das Niveau der CVC-Investitionen stieg eindrucksvoll auf ein beispielloses Allzeithoch. Zwei der Haupttreiber für diese Entwicklung waren der Aufstieg von Social Media und der Siegeszug des Smartphones. Außerdem verfügen viele Unternehmen nach wie vor über reichlich liquide Mittel, während die globalen Zinssätze weiterhin auf einem außergewöhnlich niedrigen Niveau verharren.

In jüngster Zeit sehen wir immer mehr Unternehmen außerhalb der Technologie- und Pharmaziebranche – den traditionellen Hochburgen des CVC-Geschäfts – in Start-ups und innovative Geschäftsideen investieren. Unternehmen in vielen anderen Branchen wie etwa der Lebensmittelindustrie stehen neuen Trends und Herausforderungen in einer sich verändernden Gesellschaft gegenüber. Diese Unternehmen entdeckten CVC ebenfalls als Alternative zur internen Entwicklung innovativer und wettbewerbsfähiger Produkte.

Ein weiterer Trend der vierten Welle ist, dass CVC-Investoren vielfach von Anfang an dabei sind, d.h. auch in frühen Finanzierungsrunden investieren, während sie historisch gesehen sonst eher spät einstiegen. Zudem führen CVC-Investoren immer häufiger Finanzierungsrunden als Lead Investor an, was wir in der Vergangenheit eher selten gesehen haben. Interessanterweise scheinen CVC-Investoren aber die sog. Unicorns zu verpassen, also private Unternehmen mit einer Bewertung von einer Milliarde Dollar oder mehr. Daten von CB Insights für 2018 zeigen, dass nur drei CVCs bereits in der Series B oder früher in Unicorns investiert haben. Alle drei CVCs waren dabei Tochtergesellschaften großer Technologieunternehmen.

Die Frage ist, ob der CVC-Markt seinen Höhenflug fortsetzen oder sich im Einklang mit den gesamtwirtschaftlichen Aussichten eher wieder abkühlen wird – schließlich sind ja CVC-Programme in der Vergangenheit schon oft im Abschwung schnell dem Rotstift zum Opfer gefallen. In Kapitel A.4.4 wollen wir einen Blick in die Kristallkugel wagen.

But corporates weren't attracted only by the success stories of start-up IPOs and VC fund returns: Many companies also experimented with new ways to organize their research and development activities, and investing in start-ups seemed a promising and innovative alternative to the centralized R&D labs of many large companies.

When the tech bubble went bust in 2000, it brought that CVC wave to a stop, with corporate investors losing billions. Interest in CVC fell off substantially for a couple of years. According to some estimates, in the U.S. nearly a third of companies actively investing corporate funds in start-ups in September 2000 had stopped only 12 months later, and during the same period the amount of corporate money invested in start-ups fell by 80 %. This sudden onset of the CVC winter caught many of the CVC's portfolio companies and VC co-investors off guard and stained CVC's reputation.

The Fourth Wave

The CVC market recovered only in parts until the global financial crises forced some companies to scale back their venture activities again in the years 2008-2009. However, a few years later, Silicon Valley began to boom again, and CVC investments increased impressively, in fact to an unprecedented all-time high. The two main drivers were the rise of social media and the outstanding success of the smartphone. Besides, many companies now have large amounts of cash available while global interest rates remain at exceptionally low levels. Recently, we see increasingly more corporates outside the traditional

CVC strongholds of technology and pharmaceuticals investing in start-ups and innovative business ideas. Companies in many other sectors such as the food industry are facing new trends and challenges in a changing society. These companies also discovered CVC as an alternative to the internal development of innovative and competitive products.

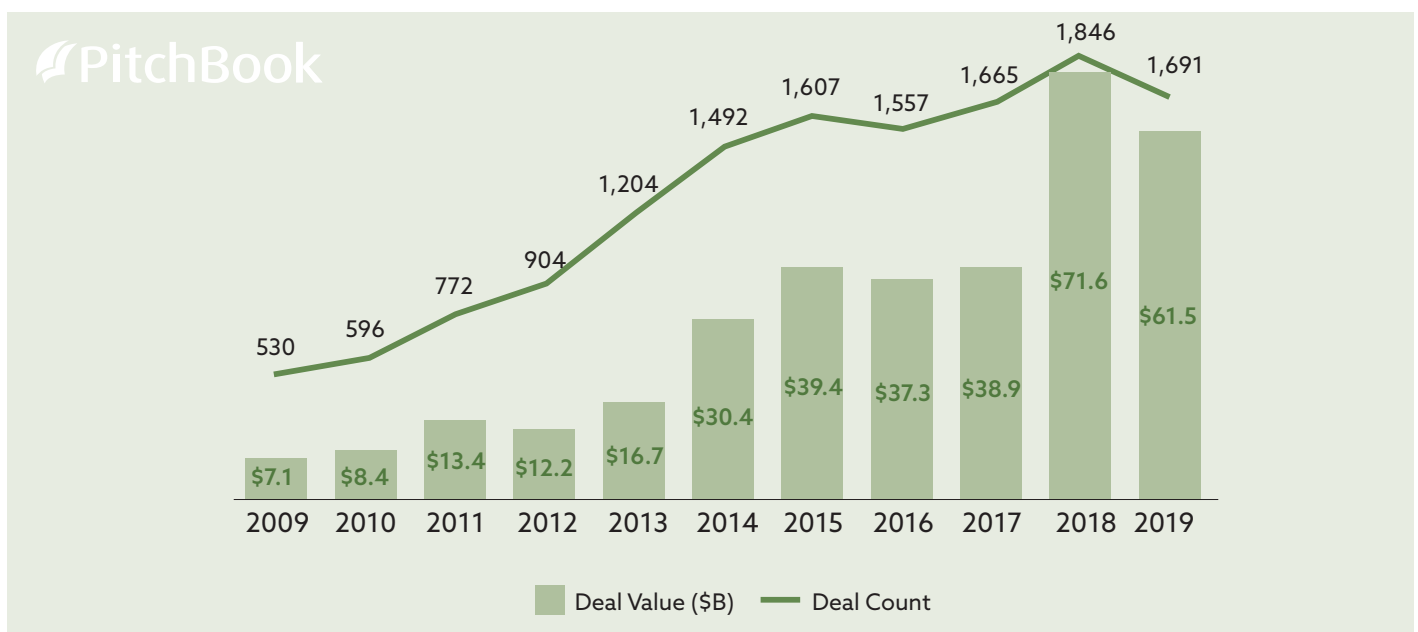
Another fourth-wave trend is that CVC investors are getting in on the ground floor, *i.e.* entering deals at earlier stages of the funding cycle and increasingly also leading financing rounds, which was pretty rare in the past. Interestingly, CVC investors seem to be missing out on the unicorns, private companies valued at \$1 billion or more. Data from CB Insights for 2018 shows that only three CVCs have backed unicorns at the Series B stage or earlier, and all three of those CVCs are subsidiaries of large tech companies.

The question is whether CVC investments will continue its upward swing or cool down in sync with the overall economic outlook, when historically many CVC programs have fallen victim to parent retrenchment. In Chapter A.4.4 we'll attempt (and likely fail) at predicting the road ahead.

4.2 Deal-Statistiken

Verlässliche nationale und internationale Deal-Statistiken sind speziell für CVC-Investitionen nicht ganz einfach zu finden. Die Ergebnisse unterscheiden sich von Anbieter zu Anbieter, was unter anderem auf unterschiedliche Definitionen des Begriffs des "CVC-Investors" zurückzuführen ist, aber auch auf eine sich verändernde Einstellung von CVC-Investoren zum Reporting ihrer Investments. Während wir uns im Folgenden primär auf die vom Marktinformationsanbieter PitchBook veröffentlichten Zahlen konzentrieren werden, lässt sich feststellen, dass von anderen Quellen wie GCV Analytics oder CB Insights veröffentlichte und im Folgenden teilweise ebenfalls zitierte Zahlen insgesamt ähnliche Muster zeigen.

US VC deal activity with CVC Participation 2009-2019



Source: PitchBook – NVCA Venture Monitor 2019

Die CVC-Investitionen sind in den letzten Jahren nicht nur in den USA, sondern auch in Europa und speziell Deutschland recht stark gestiegen. Die Deal-Zahlen und Deal-Aktivitäten erreichten 2019 historische Höchststände (obwohl die Zahlen zum Deal-Volumen in den letzten Jahren aufgrund von Megarunden wie der 13-Milliarden-USD-Investition des Tabakherstellers Altria in JUUL etwas verzerrt wurden). Das Wachstum der CVC-Investitionen geht natürlich einerseits mit einer allgemeinen Zunahme an Venture-Capital-Aktivitäten einher. Dennoch sind CVC-Deals relativ gesehen oftmals sogar noch stärker gestiegen.

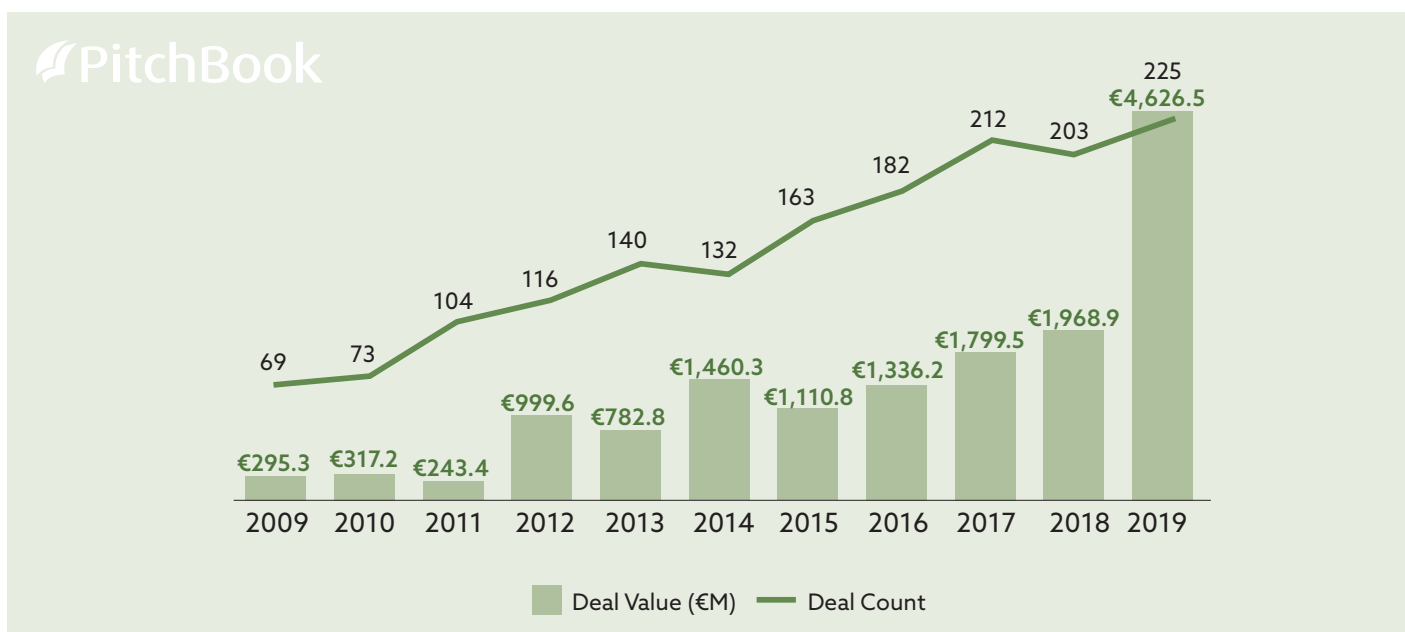
Diese Trends wurden jüngst durch Atomicos jährlichen "State of European Tech"-Bericht bestätigt. Danach ist der Anteil von CVC-Investitionen bei Start-up-Finanzierungen in den letzten Jahren weiter gestiegen und hat mittlerweile einen Wert von gut 20 % erreicht. Das heißt, an einem Fünftel aller Finanzierungsrunden ist mindestens ein Corporate-Investor beteiligt.

Darüber hinaus verändern sich die Charakteristika eines typischen Deals mit CVC-Beteiligung. Nach den neuesten Daten von PitchBook hat sich die CVC-Beteiligung bei Finanzierungsrunden von europäischen Start-ups mit einem Volumen von über 25 Millionen Euro in den letzten zehn Jahren stetig erhöht. Auch der Gesamtumfang von Transaktionen dieser Größenordnung mit CVC-Beteiligung ist seit 2014 jährlich gestiegen und erreichte 2019 den höchsten Stand in der vergangenen Dekade. Zuletzt waren an vielen der europäischen Megarunden CVCs beteiligt, darunter bei den deutschen Scale-ups N26 und FlixBus sowie bei Klarna aus Schweden.

4.2 Deal Statistics

Reliable figures on national and international deal statistics for CVC investments are somewhat hard to come by. Results differ from publisher to publisher which, *inter alia*, is due to different criteria for what constitutes a “CVC investor” as well as changing attitude to deal reporting. While going forward we’ll primarily focus on figures published by the market intelligence provider PitchBook, we note that across the board the figures published by other sources such as GCV Analytics or CB Insights show similar patterns; and we’ll present some additional figures along the way.

VC deal activity in the DACH region with CVC Participation 2009-2019



Source: PitchBook – Venture Ecosystem FactBook: DACH 2019

CVC investments have increased quite substantially over the last few years, not only in the U.S. but also in Europe and particularly Germany, with deal numbers and deal activity reaching historic highs in 2019 (though deal volume numbers of recent years are a bit skewed due to a number of outsized mega rounds such as tobacco maker Altria’s USD 13 billion investment in JUUL). To an extent, the growth in CVC investments comes in the wake of a general increase in venture capital activity. Even so, the increase in CVC deal-making has been noticeably faster than the broader rate of growth in investing.

These trends have most recently been confirmed by Atomico’s State of European Tech 2019 report. According to Atomico’s findings, the ratio of CVC investments against all financings has continued to increase over the last few years and has now reached approx. 20 %, i.e. in one-fifth of all financing rounds, at least one corporate investor participates.

In addition, the characteristics of a typical corporate-backed deal are changing. According to PitchBook, the volume of EUR 25+ million rounds in European start-ups containing a portion of CVC has gradually increased year-by-year over the last decade. The total value of deals that size with corporate backing has also risen year-by-year since 2014, reaching a decade high in 2019. Most recently, many of the European mega-rounds had CVC participation, including German scaleups N26, FlixBus and Klarna from Sweden.

4.3 Player auf dem deutschen Markt

Die deutsche Corporate-Investor-Szene ist groß, facettenreich und sehr dynamisch. Die Statistiken zu CVC-Investments in Deutschland zeigen, dass es in den letzten Jahren eine Vielzahl neuer Player auf dem Markt gab – und zwar aus den unterschiedlichsten Branchen. In der folgenden Grafik sind einige deutsche Unternehmen dargestellt, die in der einen oder anderen Form im CVC-Geschäft aktiv sind. Da manche Unternehmen in dieser Hinsicht eher diskret sind und ständig neue Unternehmen in den Markt eintreten, während sich andere zurückziehen, ist unsere Liste sicherlich nicht vollständig. Sie sollte allerdings trotzdem einen einigermaßen repräsentativen Überblick über die deutsche CVC-Landschaft geben. Auch wird klar, dass Corporate Venturing und CVC nicht auf den IT- oder High-Tech-Sektor beschränkt sind und dass an diesem "Spiel" nicht nur große Unternehmen teilnehmen können.

Interessanterweise stammten mit Next47 (Siemens), M Ventures (Merck) und Robert Bosch Venture Capital jüngst drei der zehn global aktivsten CVC-Investoren aus Deutschland (LTM Daten, Stand Q3/2019 nach dealroom.co).

4.3 Players in the German Market

The corporate investor landscape in Germany is rich, multifaceted and very dynamic. In line with the deal statistics for CVC investments in Germany described above, recent years saw a significant number of new market participants from various sectors. The graphic below shows a selection of German companies actively engaged in CVC in one form or another. The list is certainly not comprehensive – some companies prefer secrecy, and there is a constant flow of new market entrants while other companies scale back. However, it should give a representative overview of the current lay of the land. It should also become clear that Corporate Venturing and CVC is neither limited to the IT or high tech sector nor a game for only the largest companies.

Interestingly, most recently with Next47 (Siemens), M Ventures (Merck) and Robert Bosch Venture Capital three of the top 10 most active CVC investors were German investors (LTM data as of Q3/2019 according to dealroom.co).

DAIMLER

AESULAP

axel springer
digital ventures

THE LINDE GROUP

Deutsche Bank

EVONIK
POWER TO CREATE

BASF
We create chemistry

BDMI
Bertelsmann
Digital Media
Investments

INNOGY
VENTURES



K-INVEST



Boehringer
Ingelheim

BOSCH

BILFINGER

pd ventures

Continental



DB
Digital Ventures

DIEHL

e-on

GREENFOOD



FRESENIUS



COMMERZ VENTURES
Commerzbank Group



Hubert Burda Media



Munich RE

Miele

M. VENTURES

KÄRCHER

Next47

SAP

RWE

SevenVentures
ProSieben

thyssenkrupp

VOGEL |
Ventures

VONOVIA



DEUTSCHE BÖRSE
GROUP

Tivola

FLUXUNIT
OSRAM Ventures

Lufthansa

PHENIX
CONTACT



Statkraft

VORWERK

SIXT
VENTURES

4.4 Der Ausblick – Wachsende Unsicherheit bei gleichzeitig zunehmendem Innovationsdruck

Robuste Venture-Capital-Märkte, steigende Bewertungen für Start-ups, eine Anzahl an Unicorns, die das einst seltene Fabelwesen zu einem verbreiteten Herdentier werden lässt (um genau zu sein, umfasste die Herde nach Daten von CB Insights Ende 2019 bereits mehr als 430 Mitglieder) und ein generell starkes M&A-Umfeld: In den letzten Jahren stand der Wind für CVC-Investments zweifelsohne recht günstig. Es bleibt jedoch die Frage: Was liegt vor uns? Bleibt das CVC-Geschäft auf Kurs oder zieht bald ein Sturm auf?

Um diese Frage zu beantworten, möchten wir mit den generellen Aussichten für das VC-Geschäft beginnen. Wie bereits erwähnt, folgten die CVC-Aktivitäten in der Vergangenheit oft den allgemeinen Entwicklungen im Venture-Capital-Umfeld.

Ausgehend von der derzeitigen Lage und wissend, dass die Zahlen für 2019 noch nicht alle vorliegen, scheint es so, als seien die VC-Investitionstrends generell (noch) intakt. Das Tempo von 2018 hat sich aber etwas verlangsamt und eine Abschwächung des Marktes könnte sich bereits am Horizont abzeichnen. Nach dem jüngsten Q3/2019-Bericht von Crunchbase, wird die Anzahl von Venture Deals weltweit – angetrieben von einem Anstieg der Seed-Stage-Aktivität – voraussichtlich neue Post-Dotcom-Höhen erreichen. Das Investitionsvolumen, das zuletzt besonders von einer Reihe sog. Mega Rounds (großvolumige Finanzierungen in späten Phasen)

befeuert wurde, scheint in den letzten Quartalen hingegen eher stagniert zu haben. Einige der besonders kapitalintensiven Unicorns haben auch den Sprung auf das Börsenparkett geschafft. Im Jahresvergleich ist sogar ein leichter Rückgang zu verzeichnen. In Asien ist der Appetit auf chinesische VC-Investitionen gesunken und in den USA haben die Kapitalmarkt-Debüts einiger der bekanntesten Technologieunternehmen im Jahr 2019 nur gemischte Ergebnisse gezeigt (ganz zu schweigen von dem Nicht-Debüt von WeWork). Marktbeobachter berichten von einer zunehmend kritischen Selbstreflexion bei vielen Investoren, die bei der Bewertung von Technologieunternehmen wieder vorsichtiger werden.

Aus diesem Grund ist die Zunahme der Seed-Stage-Investitionen letztlich ermutigend. Ob diese Gründer und ihre Investoren sich genau zu dem Zeitpunkt auf die Reise wagen, während der Boden unter der globalen politischen und wirtschaftlichen Ordnung wegzubrechen droht, bleibt abzuwarten. Aber wenn man unterstellt, dass die wirtschaftliche Katastrophe ausbleibt, brennen sich die Exzesse des letzten Quartals hoffentlich doch im kollektiven Marktgedächtnis ein.

(Crunchbase, The Q3 2019 Global Venture Capital Report – Hinweis: Übersetzung des englischen Originalzitats durch die Autoren)

Nur die Geschichte wird zeigen, ob der schleppende Börsengang von Uber und WeWorks abgesagter Börsengang das (Anfang vom) Ende des jüngsten VC-Aufschwungs markieren, der mit dem Börsengang von Facebook im Jahr 2012 begann. Neben einer wahrscheinlichen Abkühlung des IPO-Markts und den Problemen von Softbank (dem Investor, der in den letzten Jahren an vielen Mega Rounds beteiligt war) mit einigen seiner Portfoliounternehmen, wird die VC-Branche in Zukunft wohl auch mit Gegenwind in anderen Bereichen zu kämpfen haben. Zu nennen wären hier unter anderem makroökonomische und geopolitische Herausforderungen wie das Risiko der kartellrechtlichen Zerschlagung von Großkonzernen im Technologiesektor, Sicherheitsrisiken und die schwelenden internationalen Handelsstreitigkeiten.

Man sollte ja immer skeptisch sein, wenn jemand behauptet, dass dieses Mal alles anders sei (Spoiler-Alarm: üblicherweise ist es gar nicht anders...), zumal diese modernen Wirtschaftspropheten ja auch eigene Interessen verfolgen (Anwälte verdienen mit CVC-Deals Geld...). Allerdings gibt es in der Tat einige Gründe, die den CVC-Markt stützen dürften, auch wenn sich dieser natürlich dem allgemeinen Wirtschaftszyklus nicht vollständig entziehen können wird.

4.4 The Road Ahead – Increasing Uncertainty and a Continuous Imperative to Innovate

Given strong venture capital markets, soaring valuations for start-ups – with a number of unicorns today which makes that once rare fairy-tale creature an increasingly common species (to be precise, the herd comprised more than 430 members as of end of 2019 according to data from CB Insights) – as well as a generally strong M&A environment, the wind has been at the back of CVC investments over the last couple of years. The question is: what lies ahead, and will the party continue?

To answer this question, let's start with the general outlook for the VC investment ecosystem. As noted above, in the past, CVC deal activities closely trailed general VC deal making.

From a cruising altitude with 2019 figures still coming in, it looks like the overall VC investment trends seem generally (still) intact, but that 2018's pace has abated somewhat and a market softening may loom on the horizon. According to the most recently available Q3/2019 report from Crunchbase, spurred by a spurt of seed-stage activity, worldwide venture deal volume is projected to reach new post-dot-com heights. However, venture dollar volume, primarily driven by very large, very late-stage rounds, appears to have flattened out over the past several quarters as the most cash-hungry unicorns graduate to public markets. Most recently, it has been slightly down on an annual basis. In Asia, there is less appetite for Chinese VC investments, and

in the U.S., capital market debuts of best-known tech companies in 2019 have shown mixed results (not to mention the non-debut of WeWork). Market observers note introspection by many investors who are increasingly cautious with tech company valuations.

It's for this reason that the spike in seed-stage venture is, ultimately, heartening. Whether these founders and their backers are taking a leap into new ventures just as the bottom threatens to fall out from under global political and economic order remains to be seen. But assuming we dodge economic calamity, hopefully the excesses revealed by last quarter leave a mark in the market's collective memory.

(Crunchbase, The Q3 2019 Global Venture Capital Report)

Only history will show if the humdrum IPO of Uber and WeWork's non-debut will mark the (beginning of the) end of the run in the box set of VC's annals that began with Facebook's IPO in 2012. Moving forward, in

addition to a likely IPO cooling and Softbank's (the investor that has been involved in many of the mega financing rounds over the last years) troubles with some of its portfolio companies, the VC industry will arguably also have to deal with stronger headwinds from macroeconomic and geopolitical challenges such as antitrust breakups, security concerns and higher trade barriers.

While one should always be cautious when people (usually with vested interests such as lawyers advising on CVC deals ...) claim that "this time it's different" (spoiler alert: many times it's not), there are a couple of reasons to believe that CVC is actually here to stay, though it will certainly not fully escape the general economic boom-and-bust cycle.

- **Steigender Innovationsdruck**

In einem Geschäftsumfeld, in dem Innovation über Gedeih und Verderb eines Unternehmens entscheidet, in dem Innovationszyklen kürzer und dynamischer denn je sind und in dem herkömmliche F&E-Aktivitäten oft nicht die gewünschten Erfolge zeigen, werden Venture-Investitionen ein wichtiges Instrument im Innovationsportfolio bleiben. In diesem Zusammenhang markierte 2009 vielleicht einen Wendepunkt, als die CVC-Investitionen zum ersten Mal (wieder) stiegen, während die Gesamtwirtschaft rückläufig war – möglicherweise ein Zeichen für die gestiegene strategische Bedeutung von CVC.

- **Reife**

Corporate Venturing und insbesondere CVC sind, wie vorstehend beschrieben, in der vierten Welle erwachsen geworden. Sie sind in vielen Branchen fest verwurzelt und sicherlich keine Randerscheinungen mehr. Vielmehr sind sie auf Augenhöhe mit F&E, M&A und Joint Ventures und damit im Mainstream des Innovationsmanagements und der Unternehmensentwicklung angekommen. Interessanterweise zeigen Studien, dass selbst in der Finanzkrise 2008 und 2009 das Investitionsverhalten im Bereich F&E in vielen Branchen weitgehend unverändert blieb. Vor dem Hintergrund des hohen Innovationsdrucks und der gestiegenen strategischen Bedeutung von CVC als Ergänzung der internen F&E gibt es Grund zur Annahme, dass engagierte Unternehmen auch in einem konjunkturellen Abschwung den Kurs beibehalten werden.

- **Höheres Niveau und etablierte Strukturen**

Viele Unternehmen haben sich als langfristig orientierte CVC-Investoren am Markt positioniert, indem sie qualifizierte Teams aufgebaut und separate Unternehmensstrukturen geschaffen haben. Vor diesem Hintergrund ist zu erwarten, dass Unternehmen aufgrund des Phänomens der unternehmerischen Trägheit und der sog. "Sunk Cost Fallacy" ihre CVC-Aktivitäten nicht ohne weiteres aufgeben werden und letztlich hoffentlich mehr Durchhaltevermögen beweisen als in früheren Phasen.

„Aber es [das Corporate Venturing – Anmerkung der Autoren] ist inzwischen gut etabliert und hat in den letzten fünf Jahren beeindruckende Investmentrenditen erzielt. Darüber hinaus leistet es einen wichtigen Beitrag, um solche innovativen Denkweisen zu erschließen, die notwendig sind, um mit den schnellen Marktveränderungen Schritt zu halten, dies gilt insbesondere mit Blick auf die digitale Transformation. CVC-Einheiten müssen beginnen, ihre geschäftliche Relevanz zu beweisen, indem sie enger mit Start-ups zusammenarbeiten, um sie schneller zu skalieren, und die Herangehensweise bei der Identifizierung von M&A-Zielen verbessern. Für CVC-Einheiten ist es von entscheidender Bedeutung, den geschäftlichen Nutzen von Corporate Venturing überzeugend und erfolgreich darzulegen. Die Zukunft wird denen gehören, die Corporate Venturing in einen breiten Innovationsansatz integrieren, um das Wachstum und die digitale Transformation voranzutreiben.“

(The Boston Consulting Group, How the Best Corporate Ventures Keep Getting Better, 2018 – Hinweis: Übersetzung des englischen Originalzitats durch die Autoren)

- **Increasing Innovation Pressure**

In a business environment where innovation spells the difference between success and failure, where innovation cycles are shorter and more dynamic than ever, and where conventional R&D efforts often fail to yield desired returns, venture investing will continue to be an important tool in the innovation portfolio. In this context, maybe 2009 marked a turning point when, for the first time, CVC investments were rising (again) while the overall economy was in a decline, arguably signaling the increased strategic importance of CVC.

- **Maturity**

Corporate Venturing, and CVC in particular, have come of age and matured significantly in the fourth wave described above. They have taken root across many industries and are certainly no longer fringe activities, but are closer to mainstream innovation and corporate-development activities on par with R&D, M&A and joint ventures. Interestingly, research shows that even in the financial crisis of 2008 and 2009, R&D spending patterns across many industries were largely unchanged. Against the background of the innovation impetus and the increased strategic importance of CVC as an augmentation of internal R&D, there is reason to believe that dedicated corporates will stay the course even in an economic downturn.

- **Sophistication and More Established Structures**

Many corporates have established a significant presence in the Corporate Venturing field, building skilled teams and separate legal organizations. Against this background, we can expect that, due to corporate inertia and the sunk cost fallacy, corporates will not easily abandon their CVC activities and may ultimately show more staying power than in earlier waves.

But it [the Corporate Venturing – note by the authors] is now well established, generating impressive investment returns over the past five years. Moreover, it's proving a critical way to tap into that kind of innovative thinking necessary to keep up with the rapid changes in the marketplace, particularly those associated with digital transformation. CVC units need to begin to prove their business relevance by partnering more closely with start-ups to scale them faster and by improving the way they identify M&A targets. It's critical for CVC units to make the business case for Corporate Venturing forcefully and successfully. The future will belong to those who integrate Corporate Venturing into a broad innovation approach to drive growth and digital transformation.

(The Boston Consulting Group, How the Best Corporate Ventures Keep Getting Better, 2018)

II. Wozu das Ganze? Die Vorteile des Corporate Venture Capital

1. DIE SICHT DES CORPORATE-INVESTORS

Wenn Sie diesen Leitfaden bereits quergelesen haben, zweifeln Sie vielleicht an unserem CVC-Enthusiasmus (doch, den haben wir!), da wir sehr ausführlich über all die Herausforderungen und Probleme sprechen werden, die Corporate Venturing und CVC plagen. Lassen Sie uns also etwas tun, was von Anwälten üblicherweise nicht erwartet wird. Lassen Sie uns mit den positiven Aspekten beginnen und die Frage beantworten: Wozu das Ganze?

Beginnen wir auf Seiten des Investors. Um es kurz zu machen, es gibt eine Vielzahl von Gründen, warum sich Corporate-Investoren für CVC interessieren. Unter anderem:

- Erzielung überdurchschnittlicher finanzieller Renditen aus der Wertsteigerung ihrer Start-up-Investitionen;
- Verbesserung und Erweiterung der traditionellen F&E-Aktivitäten;
- Unterstützung einer Innovationskultur und Zugang zu Talenten;
- Aufbau von Märkten, einschließlich Kundengewinnung und Kontakt zu potenziellen Geschäftspartnern;
- Strategische Absicherung für das Unternehmen durch Erschließung der Märkte von morgen;
- Aufbau eines Netzwerks und Positionierung des Unternehmens in der Start-up-Szene; und
- Aufrechterhaltung der eigenen M&A-Kompetenzen.

Es versteht sich von selbst, dass diese Liste nicht abschließend ist und dass sich einige dieser Gründe und Motivationen überschneiden oder gegenseitig bestärken. Zu beachten ist allerdings, dass strategische Ziele und eine vordergründig finanzielle Motivation in manchen Situationen durchaus auch in Konflikt geraten können.

Rendite

Die Idee hinter Venture-Investitionen ist es, frühzeitig zu investieren, wenn das Risiko noch hoch (oder höher) ist, aber die Rendite aufgrund geringerer Bewertungen und hoher Wachstumschancen enorm sein kann. Für klassische VC-Investoren ist dies die letztlich allein maßgebliche Motivation. CVC-Investoren können ebenfalls finanzielle Ziele verfolgen und versuchen teilweise, ebenso gut zu sein wie VC-Investoren. Mitunter sind sie sogar erfolgreicher, da sie mit guten Kenntnissen über Märkte und Technologien ausgestattet sind, tiefe(re) Taschen haben und geduldiger agieren können, sind sie doch (in der Theorie) nicht durch die übliche maximale Lebensdauer eines VC-Fonds von 10+1+1 Jahren limitiert.

Wenn man sich jedoch die Website vieler CVC-Investoren ansieht, kann man durchaus zu dem Schluss kommen, dass finanzielle Ziele allenfalls eine untergeordnete Bedeutung haben und attraktive Renditen nicht mehr als eine willkommene Begleiterscheinung sind. Die Betonung wird in der Regel eher auf die Suche nach "Empowering Entrepreneurs" und "Innovation Culture" gelegt. "Bring the start-up agility and spirit to the corporate mothership" – Ziele wie diese schreiben sich Unternehmen gern auf die Fahne. Wie aber sieht es in der Praxis tatsächlich aus? Wir kommen später noch auf die teilweise eklatanten Widersprüche zwischen den Zielen zu sprechen, die Unternehmen für ihr CVC-Programm nennen (nämlich überwiegend solche strategischer Natur) und dem, was sie tatsächlich belohnen, wenn man die Bewertungs- und Vergütungsstrukturen der Investmentteams betrachtet (nämlich überwiegend finanzielle Ergebnisse) (siehe Kapitel A.IV.5).

II. Why Bother? The Benefits of Corporate Venture Capital

1. THE CORPORATE INVESTOR'S PERSPECTIVE

If you've skimmed through this guide already, you might not believe we are actually CVC enthusiasts (we are!), as we will talk at great length about all the challenges and problems that trouble Corporate Venturing and CVC. So let's do something you wouldn't expect from lawyers. Let's start on a positive note and try to answer the question: Why do it?

Beginning with the investor's side – in a nutshell, corporate investors engage in CVC for a variety of reasons, including:

- Earning above-average financial returns from the increase in value of their start-up investments;
- Learning and augmenting traditional R&D activities;
- Supporting a culture of innovation and getting access to talent;
- Building markets, including customer acquisition and enabling potential business partners;
- Finding tomorrow's markets and creating a strategic hedge for the corporate parent;
- Building an ecosystem and positioning the corporate in an entrepreneurial network; and
- Maintaining the corporate investor's M&A capabilities.

It goes without saying this list is not comprehensive and some of these motivations might overlap and/or mutually reinforce each other, with the notable exception that in certain situations conflicts can occur between the strategically motivated goals and the primary financial objectives.

Earning

The underlying business rationale for venture investments is to invest at an early stage when the risk is still high(er) but, due to lower valuation and growth opportunities, the equity upside can be huge. For private VC investors, this is the only motivation that ultimately matters. CVC investors can pursue financial objectives as well, seeking to do as well as or even better than private VC investors, due to what they see as their superior knowledge of markets and technologies, their strong balance sheet, and their ability to be a patient investor not limited by the usual 10+1+1 years maximum lifetime of a VC fund.

However, when looking at many CVC investors' websites, one could come to the conclusion that earning an above-average financial return is at best a subordinate goal or welcomed by-product for them, given how much emphasis is usually put on "empowering entrepreneurs," an "innovation culture" and "bringing the start-up agility and spirit to the corporate mothership." But, is that in fact the case? We'll come back to the sometimes stark inconsistencies between what the company says its CVC mission is (*i.e.*, predominantly strategically driven) and what it actually rewards when one examines the evaluation and remuneration structures for their investment team (*i.e.* primarily financial results) (see Chapter A.IV.5).

Der Einfachheit halber lassen wir die CVC-Investitionen in sogenannte Impact- und Sustainability-Initiativen mal beiseite. Wenn wir von "klassischen" CVC-Investitionen sprechen, stellen wir fest, dass Unternehmen verschiedene Ziele in einer hierarchischen Reihenfolge verfolgen können. Wir sind aber auch der Meinung, dass man für die völlige Außerachtlassung finanzieller Aspekte – Vorsicht, Anwaltshumor – mitunter einen hohen Preis bezahlt. Ein Grund liegt auf der Hand: Ohne greifbare Ergebnisse – und leider sind die finanziellen Ergebnisse nun einmal am einfachsten zu messen und zu erfassen – wird es die Unternehmensleitung viel Zeit und Mühe kosten, die CVC-Initiative langfristig aufrechtzuerhalten. Ein weiterer Grund ist aber auch, dass es Start-ups und potenzielle Co-Investoren gleichermaßen irritieren und abschrecken kann, wenn ein Unternehmen den Ruf hat, die finanzielle Performance der eigenen Start-up-Investitionen völlig außer Acht zu lassen.

„**Finanzielle Zielvorgaben sind für die Aufrechterhaltung eines disziplinierten Investitionsansatzes unerlässlich. Mit der Zeit können erfahrenere Unternehmen den Schwenk zu rein finanziell motivierten CVC-Programmen in Betracht ziehen, wobei dies in der Regel erst der Fall ist, wenn ein strategisch motiviertes CVC-Programm seine organisatorischen Erfahrungen weitergegeben hat.**

(British Venture Capital Association – BVCA, Guide to Corporate Venture Capital, 2013 – Hinweis: Übersetzung des englischen Originalzitats durch die Autoren)

Verbesserung und Ergänzung der traditionellen F&E-Aktivitäten:

Erfolgreiche Corporate-Investoren setzen die ihnen zur Verfügung stehenden Corporate-Venturing-Werkzeuge keineswegs ein, um interne F&E zu ersetzen, sondern um sie zu ergänzen und zu fördern. Zu Beginn bietet die CVC-Einheit Zugang zu Fähigkeiten, die im eigenen Unternehmen (noch) fehlen. Zu einem späteren Zeitpunkt können dann die Fähigkeiten der internen Forschung und Entwicklung durch den Wissenstransfer erweitert werden. Die BVCA stellt in diesem Zusammenhang fest: "Dieser Zyklus bekommt eine eigene Aufwärtsdynamik: Wenn sich die internen Fähigkeiten verbessern, lässt CVC externe Innovationen weiter in neue Bereiche vorstoßen." Die richtige CVC-Strategie wird ein Unternehmen dazu veranlassen,

sich stärker mit der VC- und Start-up-Community auseinanderzusetzen, und damit sowohl Einblicke als auch Zugang zu neuen Technologien und Talenten bieten. Solche Kooperationen können etablierten Unternehmen helfen, Innovationen schneller zu integrieren und dem steigenden Time-to-Market-Druck standzuhalten. Wenn der Corporate-Investor nicht nur in Bereiche investiert, die direkt in seinem Kerngeschäft liegen, sondern auch in mehr oder weniger angrenzende Sektoren, können die Investitionen auch wichtige Erkenntnisse über Marktentwicklungen für das Kerngeschäft liefern.

Der Idealverlauf sieht ungefähr so aus: Die Corporate-Investoren leiten einen Teil ihrer freien Liquidität in ein agiles Gründerteam, das an der Spitze von Trends und Technologien steht. Sie sichern sich ein gewisses Maß an (strategischer) Kontrolle, um so die Wendigkeit, den Einfallsreichtum und die Effizienz des Start-ups zu nutzen und um überzeugende Innovationen und neue Geschäftsimpulse in ihr (bestehendes) Unternehmen zu leiten. Durch diese Art des Scoutings und Lernens können sich zukünftige Wachstumsfelder eröffnen, die sonst vielleicht nicht oder jedenfalls erst später erschlossen worden wären. Wenn der Corporate-Investor entscheidet, welche Sektoren strategisch sinnvoll sind, sollte er sich unter anderem folgende Fragen stellen:

- Welche allgemeinen Trends gibt es in den verschiedenen Industrien?
- Wo entwickeln sich Sektoren, wo konvergieren sie?
- Welche neuen Geschäfts- und Umsatzmodelle werden erprobt und welche Konzepte und Produkte werden von den Kunden angenommen?

Wer bestimmt die Strategie?

Wenngleich viele CVC-Investoren vorgeben, primär strategische Ziele zu verfolgen, können sich diese Ziele doch grundlegend unterscheiden, wenn man näher untersucht, was damit gemeint ist und insbesondere wer die Strategie festlegt. Die Strategieentscheidung bestimmt unter anderem die Suchfelder der CVC-Einheit, ihre Ziele und den bevorzugten Ansatz zur Wertschöpfung. Wenn beispielsweise die CVC-Strategie nicht von der jeweiligen Geschäftseinheit, sondern von dem übergeordneten Konzern festgelegt wird, tendiert die CVC-Einheit zu Investitionen in Unternehmen, die an die bestehenden Geschäfte des Konzerns anknüpfen oder sogar neue Bereiche erschließen könnten. Wird der CVC-Ansatz von den jeweiligen Geschäftseinheiten selbst definiert, wird hingegen tendenziell viel näher an den Kernaktivitäten investiert, um Business-Plan-Ziele zu erreichen. CVC-Einheiten, die von den Geschäftseinheiten selbst geführt werden, bieten in der Regel auch eine bessere operative Unterstützung ihrer Portfoliounternehmen.



For the sake of simplicity, let's leave corporate investments in so-called impact and sustainability initiatives aside here. About "classical" CVC investments, we acknowledge that corporates may pursue various objectives in a hierarchical order. However, we also think that completely ignoring financial aspects comes – caution, wordplay by lawyers – at great cost. One reason is obvious. Without tangible results – and unfortunately financial results are the easiest to measure and grasp – it will take a lot of grit and stomach for the corporate parents' executives to maintain the CVC initiative long-term. Another reason is that a reputation of total ignorance of financial performance can irritate and deter start-ups and potential co-investors alike.

“Financial imperatives become vital for maintaining a disciplined approach to investment. Over time, more experienced corporations may consider purely financially-based CVC, though usually this occurs once a strategic CVC program has passed on its organizational learnings.”
(British Venture Capital Association – BVCA, Guide to Corporate Venture Capital, 2013)

Learning and Add-ons to Traditional R&D:

Successful corporate investors deploy the Corporate Venturing tools at their disposal not to supplant internal R&D but to complement and encourage it. CVC acts to extend such internal capabilities. Initially it brings capabilities internal R&D are unable to match, before eventually extending the capability of internal R&D via knowledge transfer. As the BVCA puts it: "This cycle becomes virtuous: as internal capabilities improve, CVC allows external innovation to push further into new areas." A CVC strategy will force a company to engage more with the VC and start-up community, delivering both insight and access to emerging technologies and new talent. Such collaborations can help established companies increase the speed of integrating innovations and cope with rising time-to-market pressure. If the corporate investor doesn't only invest in areas directly related to its core business, but also in more or less adjacent sectors, such investments may yield important learnings about market developments for the core business unit.

The ideal goes something like this: The corporate investors direct a sum of their surplus cash to an agile founder team riding at the forefront of trends and technology, over which they maintain some level of (strategic) control, thereby leveraging the nimble, resourceful and efficient nature of start-ups to inject compelling innovations and new business impulses into their existing businesses. Areas of future growth that otherwise might not have been visible can open up with this kind of scouting and learning. In this regard, questions to be addressed by the CVC investor when deciding about its strategic sectors may include:

- What are general trends in the industries?
- Where do sectors evolve or converge?
- Which new business and revenue models are tried out and which concepts and products fly with customers?

Who Defines the Strategy?

While CVC investors might claim to pursue primarily strategic objectives, they might differ fundamentally upon deeper probing, in particular over who defines the *strategy*. The strategy decision determines, *inter alia*, the CVC unit's search fields, its objectives and preferred approach to value creation. For example, if the CVC strategy is defined by the parent organization rather than the respective business unit, the CVC unit tends to investments in companies that might be adjacent to existing businesses of the group, or even to complete new fields, while a CVC approach led by the respective business units tends to invest much closer to its core activities to support its business plan objectives. Business unit-led approaches usually also offer more operational support to their portfolio companies.



Innovationskultur und Zugang zu Talenten

Viele Unternehmen betreten die CVC-Arena mit den mehr oder weniger klar definierten Zielen der Revitalisierung und des kulturellen Wandels, um in der digitalen Revolution eine Führungsrolle einnehmen zu können. Es wird erwartet, dass Investitionen in Start-ups die Start-up-DNA und deren Denkweise irgendwie in das Stammhaus übertragen. Positive Eigenschaften, die oft mit Start-ups verbunden werden, sind Risikobereitschaft, Agilität und Anpassungsfähigkeit. Die Übernahme solcher Eigenschaften, so das Argument, wird dem Unternehmen zugutekommen, da es so innovativer, dynamischer und fehler-toleranter wird.

Aber egal, wie stark der Wille eines Unternehmens zu einer ausgeprägten Innovationskultur auch sein mag, letztlich sind es die Mitarbeiter des Unternehmens, die diese Kultur leben und in überlegene Produkt- und Dienstleistungsangebote umsetzen müssen. Eine langfristige und effektiv umgesetzte CVC-Strategie kann dazu beitragen, das Unternehmen als Innovationstreiber zu positionieren, und durch die Zusammenarbeit mit erfolgreichen jungen Technologieunternehmen und anderen Pionieren einen positiven Beitrag zum sog. Employer Branding leisten. Dies wiederum kann das Unternehmen als Arbeitgeber für digitale Talente attraktiver machen. Darüber hinaus kann ein großes CVC-Portfolio frühzeitig Aufschluss darüber geben, welche Fähigkeiten und Fertigkeiten bald wichtig und welche Teams in Zukunft gebraucht werden.

Insgesamt können diese Beiträge zu einer innovativen Kultur, der Zugang zu relevanten Fachkräften und das Know-how, das etablierte Unternehmen aus ihrer Zusammenarbeit mit Start-ups gewinnen können, den digitalen Wandel der Muttergesellschaft beschleunigen. Und dieser ist immerhin eine der wichtigsten Herausforderungen, vor denen viele Unternehmen heutzutage stehen.

Corporate Venturing im Familienunternehmen – Der Einstieg in die Nachfolge



Jüngst hat eine gemeinsam mit der Unternehmensberatung Andersch veröffentlichte Studie des Institute of Family Business der WHU darauf hingewiesen, dass gerade für familiengeführte Mittelständler ein systematisches Corporate Venturing auch einen wichtigen Baustein in der Unternehmensnachfolge darstellen kann. Corporate Venturing dient zum einen als Lernplattform und Entwicklungskatalysator für die nächste Unternehmernachfolge. Zum anderen können hier Initiativen getestet werden, um die Geschäftsfelder der nächsten Unternehmernachfolge zu identifizieren und so den Übergang des bisher erfolgreichen Mittelständlers in das digitale Zeitalter zu unterstützen. An verantwortlicher Stelle im Corporate-Venturing-Team arbeitet die Nachfolgeneration schließlich nahe an der Unternehmensleitung, erarbeitet implizit Wissen über die Organisation und gewinnt Glaubwürdigkeit und Legitimität innerhalb der Unternehmensleitung.

Markterschließung

Etablierte CVC-Einheiten haben oft einen signifikanten Deal Flow von Start-ups, die neue Technologien und innovative Geschäftsmodelle nutzen, die bestehende Produkte oder Dienstleistungen des Corporate-Investors monetarisieren können. Ebenso kann der Corporate-Investor manchmal in der Lage sein, die Produkte und Dienstleistungen des Start-ups über seine Vertriebskanäle an bestehende oder neue Kunden zu verkaufen und so zusätzliche Einnahmen zu generieren.

Eine damit verbundene potenzielle CVC-Strategie ist die Unterstützung von Start-ups, die Angebote entwickeln, welche Dienstleistungen und Produkte des Unternehmens ergänzen und damit wiederum die Nachfrage nach selbigen erhöhen. *Henry Chesbrough*, ein Pionier des Open-Innovation-Konzepts und Professor an der Haas School of Business an der UCLA Berkeley, stellte in diesem Zusammenhang fest: "Bereits in den frühen 90er Jahren, lange bevor Corporate Venture Capital in Mode kam, erkannte Intel, dass es von der Förderung von Start-ups profitieren könnte, die ergänzende Produkte herstellen: Die Nachfrage nach ihnen könnte zu einer erhöhten Nachfrage nach Intels eigenen Mikroprozessorprodukten führen. So investierte Intel (Capital) in Hunderte von Unternehmen, deren Produkte wie Video-, Audio- und Grafikhard- und -software immer leistungsfähigere Mikroprozessoren in den Computern benötigten, auf denen sie liefen, was wiederum den Verkauf von Intel Pentium-Chips stimulierte".

Innovation Culture and Access to Talent

Many corporates enter the CVC arena with a somewhat defined goal of revitalization and cultural change towards the digital revolution. Investments in start-ups are expected to somehow transfer the start-up DNA and the entrepreneurial mindset into the core organization. Positive attributes associated with the start-up method are a willingness to take risk, agility and adaptability. Adopting such learnings, the argument goes, will benefit the corporate by making it more innovative, dynamic and failure-tolerant.

But however strong the innovation culture of a company, ultimately, it's the company's people who need to bring that culture to bear and translate it into superior product and service offerings. A long-term and effectively implemented CVC strategy can help position the corporate parent as a driver of innovation, and beneficially contribute to the corporate's branding by association with successful young tech companies and leaders in change. This in turn can make the corporate more attractive as an employer of digital talent. In addition, a large portfolio of CVC investments can yield early insights as to which skills and capabilities will soon be important and which teams are up-and-coming.

Overall, such contributions to an innovative culture, access to relevant talent and the know-how that established corporates can glean from their cooperation with start-ups can help accelerate the parent company's digital transformation – one of the most crucial challenges many corporations face these days.

Market Building

Established CVC units often have a significant deal flow from start-ups that apply new technologies and innovative business models that can monetize the corporate investor's existing products or services. Likewise, the corporate investor may sometimes be able to sell the start-up's products and services through its sales channels to its existing or new customers, thereby generating additional revenues for the corporate investor.

Corporate Venturing in a Family Business – The First Step in the Succession Process



Recently, a study published by the Institute of Family Business at WHU business school in cooperation with the consulting firm Andersch pointed out that systematic Corporate Venturing can also be an important building block in company succession cases, especially in family-run SMEs. On the one hand, Corporate Venturing serves as a learning platform and development catalyst for the next generation of entrepreneurs. In addition, initiatives can be tested here to identify the business fields that will constitute the core business of the company once the next family generation has taken over, and can often support the transition of the previously successful business model into the digital age. At a responsible position in the Corporate Venturing team, the next generation also works close to the company's top management / family senior leadership, learns implicit knowledge of the organization and gains credibility and legitimacy within the company's leadership circles.

A related potential advantage of CVC is its support of start-ups that develop offerings complementary to the corporate parent's services and products, thereby raising demand for its products and services. For example, as *Henry Chesbrough*, a pioneer of the open innovation concept and a professor at the Haas School of Business at UCLA Berkeley, notes: "Back in the early 1990s, long before Corporate Venture Capital was fashionable, Intel realized it could benefit from nurturing start-ups making complementary products: Demand for them could spur increased demand for Intel's own microprocessor products. So Intel (Capital) invested in hundreds of companies whose products such as video, audio, and graphics hardware and software required increasingly powerful microprocessors inside the computers they ran on, thereby stimulating sales of Intel Pentium chips."²

2. See: *Henry Chesbrough*, HBR 2002, p.7.

Strategische Absicherung

Einige Unternehmen nutzen CVC zur strategischen Risikoabsicherung in einem sich ständig verändernden Geschäftsumfeld. Wie bereits erwähnt, bewegen sich alle CVC-Programme auf einem Kontinuum zwischen strategischen und finanziellen Zielen. Wenn es jedoch darum geht, ein CVC-Programm von Grund auf neu aufzubauen, kann es sich lohnen, zunächst mehr Gewicht auf strategische Ziele zu legen. Corporate Venturing gibt einem Unternehmen die Möglichkeit, eine große Anzahl von Start-ups und neuen Geschäftsideen kennenzulernen, viele davon mit potenzieller Relevanz für ihre bestehenden Geschäftsfelder und einige außerhalb der traditionellen Kernmärkte.

Wir sehen jedoch, dass Einheiten mit einem "50/50 Ansatz" [also Einheiten, die strategische und finanzielle Ziele gleichermaßen verfolgen – Anmerkung der Autoren] dazu neigen, Schwierigkeiten dabei zu haben, sich zu etablieren, ein Team aufzubauen, auf das Team abgestimmte Anreizsysteme zu bieten und die Ergebnisse gegenüber der Muttergesellschaft zu rechtfertigen. Viele "50/50"-Einheiten strukturieren sich in einer letztlich selbstzerstörerischen Weise, um sowohl strategische als auch finanzielle Zielvorgaben zu erreichen. Aber nach unserer Erfahrung gelingt es ihnen oft nicht, in beiden Bereichen gleichermaßen erfolgreich zu sein. Wir glauben, dass die "Checkbox-Strategie" einen besseren Ansatz bietet. CVC-Einheiten legen fest, welche Ergebnisse in einem der beiden Bereiche "ausreichend" sind und maximieren die Ergebnisse im anderen. Zum Beispiel wird eine finanziell motivierte CVC-Einheit versuchen, die finanziellen Renditen zu maximieren und mit vorab ausgewählten "Ja oder Nein"-Kriterien nur fragen, "Ist das Investment für uns strategisch relevant genug oder nicht?"

(500 Startups, Unlocking Corporate Venture Capital, 2019 – Hinweis: Übersetzung des englischen Originalzitats durch die Autoren)

Dies kann einen wichtigen Rahmen bieten, um Markt- und Technologietrends zu verstehen, potenzielle neue Wettbewerber zu identifizieren und mögliche disruptive Bedrohungen frühzeitig zu adressieren. Beteiligungen an und Investitionen in ausgewählte Start-ups können nicht nur Kompetenzlücken in bestehenden Geschäftsmodellen schließen, sondern bieten etablierten Unternehmen auch die Möglichkeit, neue und aufstrebende Märkte zu

erschließen, die bei einer Beschränkung auf interne F&E möglicherweise übersehen worden wären. Hier investieren Unternehmen nicht nur in Start-ups, die in angrenzenden Märkten zu ihrem Kerngeschäft tätig sind, sondern versuchen, strategische "Whitespaces" zu erkunden. Ein Portfolio von aufstrebenden Technologieunternehmen kann dabei helfen, die wichtigsten Trends, Technologien und Geschäftsmodelle außerhalb des "Elfenbeinturms" des eigenen Unternehmens zu identifizieren. Dieser Ansatz wird manchmal als "window strategy" oder "options strategy" bezeichnet. Das mag theoretisch überzeugend klingen, allerdings werden wir auf die praktischen Herausforderungen, die für Großunternehmen entstehen, wenn die vom CVC-Team identifizierten Zukunftsperspektiven im Stammhaus umgesetzt werden sollen, noch zurückkommen müssen.

Nehmen wir Uber, das mehrere große Autohersteller nicht als Frühinvestoren gewinnen konnte, weil es bei seiner Gründung im Jahr 2009 in erster Linie eine App war, um Limousinen zu rufen. Die Autohersteller hatten wenig Interesse, da sie diesen Service als weit von ihrem Kerngeschäft entfernt empfanden. Aber Uber war die Geburtsstunde eines radikal neuen Geschäftsmodells, das die gesamte Autoindustrie umzukrempeln droht. Und die Autohersteller geben heute Millionen aus, um ihre eigenen Ride-Hailing-Dienste aufzubauen oder mit etablierten Partnern zusammenzuarbeiten.

(Bain & Company, Five Things Companies Get Wrong about Corporate Venture Capital, 2019 – Hinweis: Übersetzung des englischen Originalzitats durch die Autoren)

Strategic Hedge

Some corporates apply a CVC strategy as a hedge against future uncertainty in an ever-changing business environment. As already mentioned above, all CVC programs sit on a continuum between strategic and financial imperatives. However, when considering building a CVC program from scratch, it may pay to initially put more emphasis on strategic objectives. Corporate Venturing gives a company the opportunity to examine many start-ups and new business ideas, many with potential relevance for their existing business domains and some outside traditional core markets.

“ However, we observed that “50/50 mix” strategy units [i.e. pursuing strategic and financial returns equally – note by the authors] tend to struggle to establish themselves, structure a team, offer incentives aligned with the team, or justify that their returns to the parent are enough. Many 50/50 mix strategy units may structure in a self-defeating manner to try and capitalize on both strategic and financial returns. But in our experience, they often fail to succeed in either regard. We believe a better strategy is the checkbox strategy. Units determine what returns are “enough” in a single area and maximize the other area. For example, a financial CVC unit will try to maximize financial returns and only ask “is it strategic enough?” with pre-selected “yes or no” criteria on what enough is or isn’t.

(500 Startups, Unlocking Corporate Venture Capital, 2019)

Here, corporates go beyond investing in start-ups operating in markets adjacent to their core business and seek to explore strategic whitespaces. A portfolio of equity investments in emerging technology companies may help identify the forefront of trends, technologies and business models outside the walls of its own organization. This approach has been dubbed a window or options strategy. While this might sound convincing in theory, we’ll come back to what the practical challenges are for a large corporation to make something out of the glimpses of the future perhaps gleaned by its investment teams.

“ Consider Uber, which failed to attract several large automakers as early investors because, when it was founded in 2009, it was primarily an app for hailing town cars. Automakers had little interest, seeing this service as far from their core business. But Uber was the birth of a radically new business model, which is poised to disrupt the entire auto industry. And automakers today spend millions building their own ride-hailing services or partnering with established ones.

(Bain & Company, Five Things Companies Get Wrong about Corporate Venture Capital, 2019)

This can provide a crucial framework to understand market and technology trends, identify potential new competitors and dispel potential disruptive threats. Participations with and investments in selected start-ups can not only close competency gaps in existing business models, but also afford incumbents an opportunity to participate in new and emerging markets that a limitation to internal R&D might miss.

Verschiedene Strategien im Mediensektor



Die Medienbranche nutzt CVC und M&A in besonderem Maße zur strategischen Absicherung und zur Umsetzung einer Diversifikationsstrategie. Dabei verfolgen die aktivsten Medienhäuser laut einer Studie von EY differenzierte, wenn auch teilweise überlappende Ansätze:

- **Axel Springer** wird als "innovationsorientiert" beschrieben und betreibt unter anderem einen eigenen Accelerator zur frühzeitigen Erkennung von Trends. Das Unternehmen investiert in ein breites Portfolio von Start-ups mit innovativen Geschäftsmodellen, zuletzt mit Fokus auf E-Commerce und digitale Plattformen in den Bereichen Mobilität, Immobilien und Karriere/Jobs.
- **ProSiebenSat.1** setzt auf einen "Themen-Cluster". Das Unternehmen hat einige Cluster identifiziert, auf die es seine Investitionen und operative Unterstützung fokussiert, darunter Online-Dating und E-Commerce. In diesen Bereichen unterstützt P7S1 auch sehr junge Start-ups durch sein Accelerator-Programm. In letzter Zeit scheint es einen besonderen Fokus auf die Realisierung von Synergien zwischen dem Commerce-Portfolio und dem Entertainment-Bereich zu geben, während andere, weniger synergetische Aktivitäten zurückgefahren werden.
- **Ströers** Ansatz wird als "Diversifikation und Digitalisierung rund um das eigene Produktportfolio" zusammengefasst. Mit seinen Start-up-Aktivitäten möchte sich Ströer zu einem ganzheitlichen Anbieter für Konsumentenkommunikation entwickeln. Dementsprechend sind viele der Investitionstätigkeiten relativ nah am Kerngeschäft.
- **Holtzbrinck** hat sich als "Finanzinvestor" positioniert, der weniger an der Realisierung von Synergien mit dem Kerngeschäft interessiert ist, sondern vielmehr eine finanzgetriebene Investitionsstrategie über mehrere Branchen hinweg verfolgt (darunter Software, Mobilität sowie KI und Digitallösungen).
- **Burda** verfolgt schließlich einen "Kategorie-Fokus". Das Unternehmen will in bestimmten Segmenten und Nischen (beschrieben als Special Interest & Communities) eine marktführende Position einnehmen. Im Vergleich zu anderen deutschen Medienhäusern ist Burda mit Beteiligungen in Kenia, Großbritannien und den USA besonders im internationalen Markt aktiv.

Einige dieser Medienhäuser bieten den Start-ups auch "Media for Equity". Anstelle von Barmitteln stellen die Investoren Werbevolumen für das Start-up zur Verfügung (z.B. im TV, durch Special Ads, Online Video und Addressable TV oder Influencer-Kampagnen).

Aufbau eines Netzwerks/Ökosystems

CVC kann zudem die Kundenakquise unterstützen. Beispielsweise haben einige Verlage eine lange Tradition darin, in Start-ups zu investieren, um sie als Kunden zu gewinnen und sie als Multiplikatoren für die eigenen Mediendienstleistungen und -produkte zu nutzen. Ebenso relevant in dem sich schnell verändernden aktuellen Umfeld kann der strategische Einsatz von CVC sein, um das Unternehmen als Zentrum eines ständig wachsenden Netzwerks rund um die eigenen Dienstleistungen und Produkte zu positionieren. Denkbar ist sogar die Unterstützung bei der Transformation der eigenen Angebote hin zu einer breiten Plattform-Technologie. Nach einer aktuellen Studie des VC-Investors 500 Startups ändert sich für eine ganze Reihe von strategisch motivierten CVC-Einheiten der Fokus der Investitionen im Laufe der

Zeit. In den ersten zwei Jahren messen CVC-Einheiten der "Absicherung gegen konkurrierende, disruptive Technologien, Geschäftsmodelle und Start-ups" eine hohe Bedeutung bei. In den nächsten zwei Jahren verändert sich jedoch die Einstellung vieler CVC-Investoren und das Ziel der „Absicherung“ verliert an Bedeutung. "Ökosysteme um bestehende Plattformen und Produkte herum aufbauen" wird dann zunehmend zur Motivation für weitere Investitionen.

Ein Beispiel für einen CVC-Investor, der sich auf den Aufbau eines ganzen Ökosystems konzentriert, ist Slack – ein Entwickler von Collaboration-Tools – mit seinem Slack Fund. Der Slack Fund ist ein Investmentfonds im Venture-Capital-Stil, der in Partnerschaft mit einer Reihe renommierter VC-Investoren ins Leben gerufen wurde, darunter Accel, Index Ventures, KPCB, Social Capital, Andreessen Horowitz und Spark Capital. Der Slack Fund investiert in ausgewählte Start-ups, um ihnen zu helfen, auf Slack aufsetzende Produkte und Dienstleistungen zu skalieren und so das Wachstum rund um die Slack-Plattform zu unterstützen. Ein weiteres Beispiel ist der Alexa Fund von Amazon, ein spezieller CVC-Fonds mit einem Kapital von USD 200 Millionen, der in Start-ups investiert, die Sprachtechnologie entwickeln und auf der Alexa-Plattform aufbauen.

Im M&A-Geschäft am Ball bleiben

Manchmal wird unterschätzt, welchen Mehrwert die richtige CVC-Strategie auch für die M&A-Fähigkeiten eines Unternehmens haben kann. Vorteile in diesem Bereich sind insbesondere:

- Deal Sourcing; und
- Stärkung der unternehmenseigenen Due-Diligence-Fähigkeiten.

Die CVC-Einheit sieht einen konstanten Deal Flow von potenziellen Investitionszielen. Während diese Start-ups zunächst in der Regel zu jung sind, um vom Corporate-Investor als M&A-Ziel in Betracht gezogen zu werden, können sie in Zukunft durchaus eines werden. Dies gilt nicht nur für die Start-ups, in die das Unternehmen investiert, sondern auch – dann freilich ohne das aus einer Unternehmensbeteiligung folgende Insider-Wissen – für Investitionsmöglichkeiten, die das Unternehmen zunächst nicht verfolgt, die es aber dennoch auf seinem Radarschirm behält. Das ist einer der vielen Gründe, warum es sinnvoll ist, den Deal Flow

Different Strategies in the Media Sector



The media sector is one of the industries in the German economy that broadly applies CVC and digital M&A to provide strategic hedges and implement a diversification strategy. In this pursuit, according to a recent survey by EY, the most active media houses follow differentiated, though to some extent overlapping, approaches:

- **Axel Springer** is described as following an “innovation oriented” approach. This includes accelerator programs to identify trends early on and investments in a broad portfolio of start-ups with innovative business models, recently with a focus on e-commerce and digital platforms in the mobility, real estate and HR/placement.
- **ProSiebenSat.1** bets on a “topic cluster” approach. It has identified a couple of clusters where it focuses its investment and operative support activities, including online dating and e-commerce. In these sectors, P7S1 also supports very early start-ups through its accelerator program following several consumer trends. Recently, a particular focus seems to fall on realizing synergies between the commerce and entertainment activities, while other, less synergetic, activities have been deemphasized.
- **Ströer’s** approach is summarized as “diversification and digitization around the own product portfolio.” With its start-up activities, Ströer aims to develop itself toward an integrated service provider for consumer communication. Accordingly, many of its investment activities are close to its core business.
- **Holtzbrinck** has positioned itself as a “finance investor” less interested in realizing synergies with the mothership but rather pursuing a financially driven investment strategy across multiple sectors including software, mobility, AI and digital solutions.
- Finally, **Burda** pursues a “category focus” approach. The company wants to win a market-leader position in certain segments and niches (described as Special Interest & Communities). Compared with other German media houses, Burda is particularly active in the international market with investments in Kenya, the UK and the U.S.

Some of these media houses also provide media for equity. Instead of cash, the investors provide advertising volume for the start-up (e.g. TV, special ads, online video and addressable TV or influencer campaigns).

One example of CVC investors with a focus on ecosystem building is Slack, a developer of collaboration tools, with its Slack Fund. The Slack Fund is a venture capital-style investment fund established in partnership with a number of high-profile VC investors, including Accel, Index Ventures, KPCB, Social Capital, Andreessen Horowitz and Spark Capital. Slack created the Slack Fund. The Slack Fund invests in selected start-ups to help them scale with products and services on top of Slack, thereby supporting growth around its Slack platform. Another example is Amazon’s Alexa Fund, a dedicated USD 200 million CVC fund to invest in companies that develop voice technology and build on top of the Alexa platform.

Staying on Top of the M&A Game

Sometimes a CVC strategy brings underestimated value-adds to the corporate’s M&A capabilities, including in particular:

- Deal sourcing; and
- Strengthening in-house due diligence capabilities.

The CVC unit sees a constant deal flow of potential investment opportunities. While initially these start-ups are usually too early-stage to be considered an M&A target for the corporate investor, they might well become one in the future. This holds true not only for the start-ups in which the corporate makes an investment, but also – though obviously without the insider’s benefit – for investment opportunities on which the corporate took a pass but which it nevertheless kept on its radar screen. This is one of the many reasons it makes sense to systematically collect and analyze the deal flow and track a subset of the investment opportunities the corporate did (initially) decide not to invest in. The CVC activities can reveal M&A opportunities before they become obvious exit prospects or are even snatched up by competitors.

Ecosystem Building

CVC can be used for sourcing customers, e.g. as described above, some publishing houses have a long tradition of investing in start-ups to win them as customers, and utilizing them as multipliers for the corporate investor’s media services and products. Equally relevant in today’s fast-changing environment may be the strategic use of CVC to position the corporate as an important center of an ever-increasing network around its own services and products, or even helping to transform its own offerings into a broad platform technology. According to a recent study by the VC 500 Startups, for a number of strategically motivated CVCs, the investments’ focus changes over time. In the CVC units’ first two years, they highly rank the importance to “hedge against rival, disruptive technology, business models and start-ups.” However, in the next two years, CVC units urge to hedge begins to dissipate. “Building ecosystems around existing platforms and products” jumps as the important motivator to continue investing activity.

systematisch zu erfassen und zu analysieren und einen Teil der Start-ups weiter im Blick zu behalten, in die das Unternehmen (zunächst) nicht investiert hat. Die CVC-Aktivitäten können mögliche M&A-Ziele aufdecken, bevor sie zu offensichtlichen Exit-Kandidaten heranreifen oder Wettbewerber zuschlagen.

Mit seinem reichen Erfahrungsschatz aus der Evaluation von Start-ups und Geschäftsmodellen kann das CVC-Team dem Unternehmen auch bei M&A-Investitionen zur Seite stehen. Dies schließt zum Beispiel Unterstützung bei der Due-Diligence-Prüfung potenzieller Zielgesellschaften und ihrer Geschäftsmodelle, ihrer Dienstleistungen und Produkte sowie ihrer Teams und Kompetenzen ein. *Iskender Dirik*, Managing Director bei Samsung Next in Berlin, fasst diesen Aspekt wie folgt zusammen: "Die Marktkenntnisse von CVCs im Start-up-Bereich können auch dazu beitragen, teure M&A-Fehler zu vermeiden, z.B. wenn das Unternehmen überlegt, ein anderes führendes Unternehmen zu übernehmen, dessen Geschäft aber wohlmöglich durch ein neues Start-up auf dem Markt verdrängt wird. M&A-Einheiten haben in der Regel weniger Überblick über kleine, junge

Unternehmen, sodass die CVC-Einheit als zweites Augenpaar fungieren und zur besseren Bewertung von Akquisitionszielen beitragen kann."

Umgekehrt kann die M&A-Abteilung der CVC-Einheit dabei helfen, das Exit-Potential eines Start-ups zu analysieren, in das der CVC-Arm investieren möchte. Wenn beispielsweise die Muttergesellschaft schon eine Reihe von fortgeschrittenen Unternehmen in ähnlichen Märkten übernommen hat, profitiert die CVC-Einheit von einem guten internen Informationsfluss, durch den geschäfts- und finanzbezogene Erkenntnisse aus den bisherigen Due-Diligence-Prüfungen geteilt werden. In ähnlicher Weise können operative Geschäftseinheiten, die die Dynamik ihrer eigenen Branche verstehen, bei einer guten internen Koordination die CVC-Einheiten auf kleinere potenzielle Investitionsmöglichkeiten aufmerksam machen, die sonst nicht auf dem Radar der CVC-Einheit gelandet wären. Letzteres gilt insbesondere für Start-ups mit Geschäftsmodellen, die sich nur schwer für ein klassisches VC-Investment eignen oder die sich außerhalb der Tech-Hochburgen in den Großstädten entwickelt haben.

2. DIE SICHT DES START-UPS

Klassische VC-Investoren behaupten, "Smart Money" zu investieren, indem sie ihre Finanzierung mit Beratung, Know-how und Zugang zu Netzwerken kombinieren. Im heutigen Finanzierungsumfeld mag die Finanzierung für zahlreiche Start-ups noch eine Herausforderung sein, aber sie ist oft nicht das größte Hindernis auf dem Weg nach oben. Für viele Jungunternehmer ist die größte Herausforderung vielmehr, das Unternehmen schnell zu skalieren. Darum behaupten CVC-Investoren häufig, dass sie "Smart and Strategic Money" bieten, indem sie Leistungen bereitstellen, die dem Portfoliounternehmen bei der Wertschöpfung helfen sollen. Dabei kann sich ein für die Skalierung relevanter Mehrwert zum Beispiel wie folgt darstellen:

- Finanzielle Unterstützung und eine langfristige(re) Perspektive im Vergleich zu VC-Investoren;
- Fachliche Expertise sowie strategische und taktische Beratung, insbesondere zu branchen- und geschäftsspezifischen Themen des Start-ups;
- Operative Unterstützung;

- Zugang zu den Ressourcen des Corporate-Investors, insbesondere zu der F&E-Abteilung;
- Zugang zum Vertriebsnetz des Corporate-Investors und Unterstützung der Internationalisierungsstrategie des Start-ups;
- Überwindung der "Liability of Newness", Glaubwürdigkeitstransfer und Validierung in den Augen der relevanten (Markt-)Öffentlichkeit; und
- Möglicher Exit-Kanal.

Bevor wir diese potenziellen Vorteile für die Start-ups näher betrachten, wollen wir kurz auf die Frage eingehen, wie der Corporate-Investor sein konkretes Portfolio an Unterstützungsleistungen, das er den Start-ups anbieten möchte, gestalten sollte.

Für CVC-Einheiten ist es wichtig, Zugang zu einem guten Deal Flow zu bekommen. Wie wir noch sehen werden, betrachten einige institutionelle VC-Investoren die Kollegen aus dem CVC-Bereich – um es vorsichtig auszudrücken – nicht gerade als ideale Partner. Darüber

Based on its experiences with evaluating a constant deal flow of start-ups and business models, the CVC team can also provide experience and expertise to the corporate parent when it comes to M&A investments, including due diligence of potential targets and their business model, their services and products, and their team and human resources. *Iskender Dirik*, Managing Director of Samsung Next in Berlin, summarizes this aspect as follows: "CVC's start-up market knowledge can also help avoid expensive M&A mistakes, for example when the corporate is thinking of bidding for a leading company whose business is about to be disrupted by a new start-up appearing on the market. M&A units tend to have less overview over small, recent firms, so that the CVC can function as a second set of eyes and help to better evaluate M&A targets by providing a second opinion."

Vice versa, the M&A team can help the CVC unit analyze the (exit) potential of a start-up in which the CVC arm considers an investment. For example, when the corporate parent has already acquired a couple of mature companies in similar markets, its CVC arm will benefit from good internal information flows, making the commercial and financial due diligence findings from such later-stage investments available. In similar fashion, if there's a good internal coordination, operational business units with strong command of their own industry's dynamics can alert CVC units to smaller potential investment opportunities that might otherwise have evaded the CVC unit's radar screen. The latter holds particularly true for start-ups with business models that don't easily lend themselves to a classical VC investment hypothesis, or that have developed outside the tech hotbeds in the major cities.

2. THE START-UP'S PERSPECTIVE

Classical VC investors claim to invest "smart money" by combining their financial investment with advice, know-how and access to networks. In today's funding environment, for numerous start-ups getting financed might still be a challenge, but it's often not their most relevant obstacle on the growth trajectory. Their biggest challenge is to scale the business fast. Here, CVC investors frequently claim that they bring "smart and strategic money" to the table by offering services designed to help the portfolio company create and/or capture value. In this respect, potential benefits for the start-up resulting from a CVC investment may include the following:

- Financial support and a long(er)-term perspective compared to VC investors;
- Domain expertise and strategic and tactical advice, especially in the start-up's industry and business;
- Operating support;
- Access to the corporate investor's assets, particularly R&D capabilities;

- Access to the corporate investor's sales and distribution network and support of the start-up's internationalization strategy;
- Overcoming the "liability of newness," credibility transfer and validation in the eyes of the public; and
- Providing a potential exit path.

Before we take a closer look at these potential benefits for the start-ups, let's briefly address the question of how the corporate investor should design its portfolio of support services offered to its portfolio companies.

For CVC units, it's important to get access to a good deal flow. As we will see, some institutional VC investors do not consider CVC units as ideal co-investors (to put it mildly). In addition, in recent years funding has become much more available for start-ups, particularly those with serial entrepreneur founders. Thus, it's important for a corporate investor to position itself towards co-investors and start-ups alike. Here, (actually) delivering value to start-ups based on the resources and capabilities of the parent organization

hinaus haben sich die Finanzierungsmöglichkeiten von Start-ups, insbesondere von solchen hinter denen "Seriengründer" stehen, in den letzten Jahren deutlich verbessert. Daher ist es für einen Corporate-Investor wichtig, sich gegenüber Co-Investoren und Start-ups gleichermaßen zu positionieren. Der (tatsächliche) Mehrwert für Start-ups liegt vor allem in dem Angebot von wertsteigernden Leistungen, die die Unternehmen auf Grundlage ihrer Ressourcen und Fähigkeiten bieten können. Diese sollten einen wesentlichen Wettbewerbsvorteil und ein wesentliches Unterscheidungsmerkmal des CVC-Investors sein. Darüber hinaus sollten diese Position und das angebotene Leistungsportfolio im Idealfall natürlich auch eine direkte Ausprägung der strategischen Ziele sein, die das Unternehmen mit seiner Corporate-Venturing-Strategie verfolgt.

- Wenn die Ziele in erster Linie finanzieller Natur sind, sollte das Unternehmen versuchen, die Wahrscheinlichkeit einer hohen Rendite zu maximieren, indem es geeignete Portfoliounternehmen auswählt und ihnen hilft, ihre Unternehmensbewertung durch die Realisierung von Wertpotentialen zu steigern, z.B. indem es sie unterstützt, nachhaltige Geschäftsmodelle zu entwickeln, Produkte und Dienstleistungen auf den Markt zu bringen oder die "Liability of Newness" durch Übertragung von Reputation und Glaubwürdigkeit zu überwinden.
- Wenn es Kernaufgabe der CVC-Einheit ist, Innovation und Transformation innerhalb des Unternehmens zu fördern, sollte sie eher eine "Enabler"-Rolle übernehmen. Durch die Konzentration auf wertschöpfende Dienstleistungen unterstützt das Unternehmen seine Start-ups bei der Entwicklung von Technologien und Produkten oder Dienstleistungen, die eng mit dem eigenen Unternehmen verbunden sind. Darüber hinaus kann die CVC-Einheit Lieferantenbeziehungen zwischen dem Unternehmen und den Start-ups aufbauen, durch die deren Technologie in das eigene Produktportfolio integriert oder deren Produkte der eigenen Kundenbasis angeboten werden können. Auf diese Weise können Synergien geschaffen werden.

Finanzielle Unterstützung und langfristige(re) Perspektive

Der erste Vorteil eines CVC-Investors liegt aus der Sicht des Start-ups auf der Hand: Er bringt Geld in die Kassen! Unternehmen, die aus ihrer Bilanz investieren und nicht den Anlagebeschränkungen unterliegen, mit denen sich viele institutionelle VC-Investoren konfrontiert sehen (z.B. regelmäßig nicht mehr als 15 % des zugesagten Fondskapitals in ein einziges Unternehmen zu investieren, um ein ausgewogenes Portfolio zu erhalten), können u.U. besonders große Summen zur Verfügung stellen. Von VC-Investoren hört man außerdem manchmal, dass die CVC-Kollegen oft bereit sind, eine höhere (um nicht zu sagen bisweilen zu hohe) Pre-Money-Bewertung zu akzeptieren. Uns sind jedoch keine empirischen Untersuchungen bekannt, die diese Behauptung stützen.

Für andere Start-ups in sehr frühen Phasen sind Corporate-Investoren – neben staatlichen Zuschüssen – manchmal die einzige Geldquelle, die im sogenannten "Valley of Death", also der Zeit zwischen der ersten Konzeption und der Entwicklung eines Geschäftsmodells, zur Verfügung steht. Einige Technologien und Geschäftsmodelle sind für rein finanziell orientierte VC-Investoren zudem einfach nicht interessant. Gründe dafür sind zum Beispiel:

- Aufgrund ihrer Fondsstruktur (die übliche Laufzeit von VC-Fonds beträgt zehn Jahre mit einer zweimaligen Möglichkeit zur Verlängerung um jeweils ein Jahr, also 10+1+1) müssen institutionelle VC-Investoren in der Regel mit einem eher begrenzten Anlagehorizont (oft von fünf bis sechs Jahren) arbeiten. Dies kann beispielsweise für ein Hardware-Tech-Start-up unpassend sein, wenn es nicht nur ein Geschäftsmodell, sondern zunächst einmal die Technologie selbst noch validieren muss.
- Andere Geschäftsmodelle versprechen einfach nicht das exponentielle Wachstum und eine besondere Skalierbarkeit in einem ausreichend großen Markt, die VC-Investoren zumeist suchen. VC-Fonds folgen einer bestimmten, vielfach "Long Tail Investments" genannten Logik: Einige Investitionen werden scheitern und müssen vollständig abgeschrieben werden. Die Mehrheit wird sich ganz okay machen, aber kaum ausreichen, um die Ziele zu erreichen. Deshalb braucht es einige Ausreißer nach oben, damit der Fonds die gewünschte Rendite erzielt. Beim Venture Capital geht es also um Home Runs und nicht um Durchschnittlichkeit. Fehlgeschlagene Investitionen sind (weitgehend) egal, aber jede

by offering a distinct set of services that help portfolio companies to create and/or capture value should be one of the key advantages and differentiators of a CVC investor. Ideally, such a position and the offered portfolio of services should be a direct outflow of the strategic goals the parent organization pursues with its Corporate Venturing strategy.

- If the goals are primarily financially oriented, the corporation should seek to increase the likelihood of a positive return on investment by choosing suitable portfolio companies and helping them increase their equity value through selected value-capturing services, e.g. helping them develop a sustainable business model, bring products and services to the market, or overcome the liability of newness by extending reputation and legitimacy.
- If it's the CVC unit's mission to facilitate innovation and transformation within the corporation, it should adopt more of an enabler role. By focusing on value-creation services, the corporation helps its start-ups develop technology and products or services closely aligned with the corporation. In addition, the CVC unit may establish supplier relationships between the parent organization and the portfolio companies, integrating the start-ups' technology into the corporation's own product portfolio, or offer the start-ups' products to its customer base to create synergies.

Financial Support and Long(er)-Term Perspective

From a start-up's perspective, the first advantage of CVC is obvious – CVC brings cash into the start-up's coffers. Corporates that invest out of their balance sheet and are not subject to the investment restrictions many institutional VC investors face (e.g. not allocating more than usually 15 % of the fund's committed capital into a single portfolio company to preserve a balanced portfolio) can sometimes write particularly big checks. From anecdotal evidence we also know that VC investors note (dare we say "complain") that when competing with CVC investors for deals, their corporate peers are often willing to accept a higher pre-money valuation. However, we aren't aware of any empirical research supporting this claim.

For other very early-stage start-ups, apart from government grants, corporate investors are sometimes the only viable source of financing that can help a start-up bridge the gap between discovery and commercialization – often known as the "valley of death." Some technologies and business models are simply not interesting for purely financially oriented venture capital investors. Reasons include:

- Due to their fund structure (customarily a ten-year term for a VC fund plus the option to extend the term twice by one year each, i.e. 10+1+1), institutional VC investors need to operate within a rather constrained investment horizon (often five to six years) which might, for example, be a bad fit for a hardware tech start-up that needs to validate not only a business model but also the technology itself.
- Other business models simply don't promise an exponential growth and massive scalability within the sufficiently huge market that VC investors usually strive for. Keep in mind, basic VC fund economics assumes a power law logic: Some investments will flop and have to be written off completely; the majority will do okayish but won't move the needle. Rather, it will take a few outliers to "return the fund." In other words, venture capital is a game of home runs, not averages. Failed investments don't matter (that much), but every investment needs to have the potential to be a home run. *Benedict Evans*, former partner at the VC firm Andreessen Horowitz, observes: "The best VC funds don't just have more failures and more big wins – they have bigger big wins." Against this background, it's clear that certain start-ups are simply not a suitable target for VC funds, but will have to look elsewhere for funding from investors not restricted by such fund portfolio logics.

In addition, many CVC investors promise a longer time horizon to founders they invest with. The argument usually goes something like this: Institutional investors will, due to the limited term of their fund, have only about five years to make investments, and then in the second half of a fund's lifecycle only a certain predefined period of time to reap the rewards – read push the start-ups to an exit, either by a trade sale or an IPO. This might mean bad luck for founders and co-investors who would rather postpone an exit, e.g. because valuations may be low in the wake of a prolonged economic downturn. Contrary to this, a

Investition muss das Potenzial haben, ein Home Run zu sein. *Benedict Evans*, vormals Partner bei dem VC-Investor *Andreessen Horowitz*, beobachtet: "The best VC funds don't just have more failures and more big wins – they have bigger big wins." Vor diesem Hintergrund wird deutlich, dass bestimmte Start-ups einfach kein geeignetes Investment für VC-Fonds sind, sondern sich anderweitig um eine Finanzierung durch solche Investoren bemühen müssen, die nicht durch die vorstehend skizzierte Fonds-Portfolio-Logik eingeschränkt sind.

Darüber hinaus versprechen viele CVC-Investoren den Gründern, dass sie für einen längeren Zeitraum investieren. Ihr Argument lautet normalerweise in etwa so: Institutionelle Investoren haben aufgrund der begrenzten Laufzeit ihres Fonds nur etwa fünf Jahre Zeit, um Investitionen zu tätigen. In der zweiten Hälfte des Lebenszyklus eines Fonds bleibt ihnen dann nur eine begrenzte Zeitspanne, um Erträge zu generieren. Daher müssen sie die Start-ups in dieser Zeit zu einem Exit drängen – entweder durch eine Übernahme oder einen IPO. Für Gründer und Co-Investoren kann dies natürlich zu Problemen führen, wenn sie mit dem Exit lieber noch warten würden, z.B. weil die Unternehmensbewertungen nach einem anhaltenden Konjunkturabschwung gerade auf einem niedrigen Niveau sind. Im Gegensatz dazu hat ein Corporate-Investor (theoretisch) keine derartigen Einschränkungen und könnte somit ein langfristig verlässlicherer Partner sein. Als *Buzzfeed* zum Beispiel ein 200-Millionen-USD-Investment vom CVC-Investor *NBCGlobal* akzeptierte, sagte *Buzzfeed*-Gründer *Jonah Peretti*, dass die Finanzierung es seinem Unternehmen ermöglichen würde, "zu wachsen und zu investieren ohne dabei kurzfristige Einnahmen erzielen oder einen Börsengang überstürzen zu müssen".

Start-ups sollten diesen Anspruch jedoch kritisch prüfen. Wir sind auf mehrere CVC-Programme gestoßen, die eine Laufzeit von nicht mehr als fünf Jahren und manchmal deutlich weniger hatten. Das Argument der Unternehmen, besonders langfristig denkende Investoren zu sein, verliert dann natürlich an Überzeugungskraft. Wenn das Management der CVC-Einheit innerhalb von fünf Jahren greifbare Erfolge vorweisen muss, ist die Zeit, in der das zur Verfügung stehende Kapital eingesetzt und Ergebnisse (seien sie finanzieller oder strategischer Natur) erzielt werden müssen, tatsächlich sogar knapper bemessen als bei einem klassischen VC-Fonds.

Fachliche Kompetenz

Manchmal suchen Start-ups auch proaktiv nach CVC-Investoren, weil diese Investoren über eine Expertise verfügen, die den Start-ups hilft, ihren Business Plan und das Geschäftsmodell zu validieren. Über ihre Mutterorganisation können viele CVCs die umfassenden Kenntnisse der internen Experten einbringen und den Gründern z.B. mit Einblicken in das Tagesgeschäft und einer fundierten fachlichen Beratung in einzelnen Bereichen taktische Unterstützung bieten. Fachleute aus dem Unternehmen können im Beirat eines Start-ups wertvoll sein – insbesondere bei der Strategieentwicklung, dem Zugang zu Kunden mit komplexen Einkaufsstrukturen oder der internationalen Skalierung.

Besserer Deal Flow durch fachliche Expertise



Wie wir sehen werden, kann sich der Zugang zu einem guten Deal Flow (sowohl in Bezug auf die Qualität als auch auf die Quantität der Investitionsmöglichkeiten) für viele CVC-Investoren, insbesondere für Neueinsteiger ohne relevanten Track Record, als sehr schwierig erweisen. Eine Strategie erfolgreicher CVC-Neueinsteiger besteht dann darin, sich durch eine gute Content-Marketing-Strategie als DIE fachlichen Experten für eine bestimmte Technologie oder Branche mit einzigartigen Netzwerken in diesen Bereichen zu etablieren. Auch hier können sich CVCs wieder ein Beispiel an den VCs nehmen.

So gilt z.B. der Berliner VC-Fonds *Point Nine Capital* als einer der deutschen "Go-To-Investoren" für SaaS-Start-ups. *Point Nine* hat sich erfolgreich als glaubwürdiger SaaS-Scaling-Experte etabliert, indem sie u.a. ihr Know-how und ihre Erfahrungen durch ständiges Bloggen und beliebte Newsletter mit einer breiten Community teilen. Ein weiteres gutes Beispiel ist der berühmte Accelerator *Y Combinator* (oder kurz "YC"). *YC* war sehr erfolgreich mit seiner Videovorlesungsreihe "How to Start a Startup", die zunächst an der *Stanford University* gehalten wurde. *Sam Altmans* und *Dustin Moskovitz'* erste Vorlesung aus dieser Serie wurde 2014 veröffentlicht und wurde mehr als eine Million Mal auf YouTube aufgerufen. Sicher, niedliche Katzen-Videos bekommen viel mehr Traffic, aber es gilt zu bedenken, dass *YC* eine beträchtliche Aufmerksamkeit innerhalb einer begrenzten Zuschauergruppe erhält, die für sie sehr relevant ist. In ähnlicher Weise haben *digital kompakt* und *Christian Leyboldt* vom VC-Fonds *e.ventures* in Deutschland die Podcast-Reihe "Inside VC" ins Leben gerufen. Ihr Ziel ist es, Waffengleichheit zwischen Gründern und Investoren herzustellen, den Gründern zu helfen, häufige Fehler zu vermeiden, und *e.ventures* als gründerfreundlichen Investor zu positionieren.

Ein CVC-Team sollte sich also überlegen, was für die Art von Gründern und Co-Investoren, die die CVC-Einheit ansprechen will, einen Mehrwert schafft, und über was kein anderer CVC-Investor schreiben kann oder schreiben will. Dabei sind wir uns natürlich bewusst, dass die "kostenlose" Weitergabe von wertvollen Inhalten der in vielen Unternehmen verankerten Kultur, das eigene Know-how zu schützen und zu bewahren, widerspricht. Dass diese Strategie trotzdem ein gangbarer Weg ist, zeigt der Blog von *SevenVentures* (www.therestillscmo.com), auf dem sich reichlich Content über die Medienbranche finden lässt.

Ein weiterer interessanter Aspekt für das Content Marketing der etwas etablierteren CVC-Einheiten ist es auch, über Trends zu schreiben, die sie bei der Analyse ihres Deal Flows entdecken. Während VC-Fonds oft einen allgemeineren Sektor-Ansatz haben, fokussieren sich viele CVC-Investoren stärker und sollten daher mehr Start-ups innerhalb eines bestimmten Sektors sehen. Diese einzigartige Perspektive können sie nutzen, um einen Mehrwert für andere relevante Akteure in ihrem Ökosystem zu schaffen. Einer unserer Mandanten hat beispielsweise seine Erkenntnisse über die von *Newcomern* getesteten Preis- und Markteinführungsstrategien in einem bestimmten Industrie-segment niedergeschrieben, sie veröffentlicht und damit anderen Start-ups in diesem Sektor geholfen.

corporate investor has (in principle) no such (structural) limitations and might thus long-term be a more stable partner. For example, when BuzzFeed accepted a USD 200 million investment from CVC investor NBCGlobal, BuzzFeed founder *Jonah Peretti* was quoted as saying that the funding would allow the company “to grow and invest without pressure to chase short-term revenue or rush an IPO.”

However, start-ups should critically assess this claim on a case-by-case basis. We have come across several CVC programs with a mandate of no more than five years and sometimes significantly less. That is problematic, as it turns the argument of the corporate as a proclaimed long-term investor on its head. If the head of the CVC unit needs to show tangible results within five years, she actually has less time to deploy the capital at her disposal and reap the rewards (may they be financial or strategic) than her peers in a private VC fund.

Domain Expertise

One of the reasons start-ups sometimes proactively seek CVC investors is that these investors have a domain expertise where start-ups can validate their business plan and test assumptions. Through their parent organization, many CVCs can bring the global depth and reach of in-house experts to the table, offering founders tactical assistance with day-to-day operating insights and deep domain guidance. Corporate domain experts on a start-up’s board can be valuable, specifically with strategy development, navigating complex sales opportunities and helping start-ups scale internationally.

Improve Your Deal Flow by Becoming the Domain Expert Investor



As we’ll see, getting access to a good deal flow (both with respect to the quality and quantity of investment opportunities) can prove very challenging for many CVC investors, in particular newcomers without a proven track record. One strategy applied by successful CVC market entrants is to establish themselves as THE domain experts for a certain technology or business sector with unique networks in these areas, by implementing a well-crafted content marketing strategy. Here again, CVCs can take a leaf from the VC’s playbook.

For example, the Berlin-based VC fund Point Nine Capital is widely regarded as one of the “go-to investors” in Germany for SaaS business ideas. Point Nine successfully established itself as a credible SaaS scaling expert by, among other means, freely sharing their know-how and learnings with the wider community through constant blogging and widely read newsletters. Another good example is the famous accelerator Y Combinator (or short “YC”). YC was very successful with its “How to Start a Startup” series of video lectures presented initially at Stanford University. *Sam Altman’s* and *Dustin Moskovitz’s* first lecture from this series was published in 2014 and got more than a million views on YouTube – we know videos of cute cats get way more traffic, but keep in mind that YC is getting a significant attention within a narrow audience group that is highly relevant for them. In similar fashion, in Germany, digital kompakt and *Christian Leyboldt* from the VC e.ventures launched the “Inside VC” podcast series with the goal to level the playing field between founders and investors and to help founders avoid common mistakes.

So a CVC team should consider what it can write about that no other CVC investor can or will do, and what adds value to the kind of founders and co-investors the CVC unit wants to attract. We are, of course, aware that giving valuable content away “for free” runs counter to the entrenched culture at many corporations of fiercely guarding and protecting its know-how. But take a look at the blog from SevenVentures (www.therestlesscmo.com) that provides a ton of content on the media industry.

Another interesting angle for content marketing from CVC units a bit more established is to write about trends they see from screening their deal flow. While VC funds often have a more general sector approach, many CVC investors have a narrower focus and should see more start-ups within a certain sector, which can give them unique perspectives that can add value to other relevant players in their ecosystems. For example, one of our clients wrote up and published its lessons learned from evaluating a larger number of start-ups in a certain industrial segment with respect to pricing and go-to-market strategies these newcomers had tested, thereby helping other start-ups in the sector.

Unterstützung beim operativen Geschäft

CVCs können die Start-ups auch bei der Organisation ihrer Supply Chain und des operativen Geschäfts unterstützen. Diese Art der Unterstützung kann auf unterschiedliche Weise erfolgen, z.B. kann der Corporate-Investor dem Start-up Zugang zu seiner Logistik und seinen Lagern geben, was dem Start-up hilft, Versand- und Verpackungszeiten sowie -kosten zu reduzieren. Andere Start-ups können möglicherweise zunächst die Fertigungsanlagen des Unternehmens nutzen, um ihre Produkte in einer ersten Serie zu produzieren, und erst allmählich ihre eigenen Anlagen aufbauen. Dabei könne sie dann die operative Kompetenz des Unternehmens nutzen und kostspielige Fehler vermeiden.

Zugang zu Ressourcen und Know-how

Große Unternehmen haben oft den Zugang zu Ressourcen und Know-how, der den Start-ups fehlt. Die Nutzung dieser Ressourcen kann die Entwicklung der Produkte und Dienstleistungen eines Start-ups fördern und die Zeit bis zur Markteinführung verkürzen. So profitieren beispielsweise Start-ups mit Herausforderungen im Hardware-Bereich von einem Zugang zum Ingenieurteam des Corporate und dessen Kapazitäten, von einem Zugang zu Testeinrichtungen oder von Unterstützung bei der schnellen Fertigung eines Prototyps für ihre Produkte. Im Softwarebereich können etablierte Unternehmen ihren Start-ups helfen, indem sie ihnen Zugang zu ihrer Software und Datenplattform gewähren oder sie bei der Entwicklung von Datenverarbeitungsalgorithmen unterstützen. Darüber hinaus können sie Entwicklern die Infrastruktur zur Verfügung stellen, die sie benötigen, um ihren Code zu testen oder ihnen erlauben, auf umfangreiche Datenbestände zuzugreifen, um KI-Engines zu trainieren. In stark regulierten Märkten kann der Corporate-Investor dem noch jungen Start-up helfen, regulatorische Herausforderungen zu meistern, z.B. indem er hilft, die komplexen Genehmigungsprozesse in der Lebensmittel- oder Life Science-Branche zu bewältigen.

Zugang zum Vertriebsnetz

Während Start-ups zwar über innovative Dienstleistungen und Produkte verfügen, fehlt

ihnen häufig der Zugang zu relevanten Kunden. Dies gilt insbesondere im B2B-Bereich, wo Kaufzyklen besonders lang sein können, und es für Neueinsteiger oft schwierig ist, bei potenziellen Kunden einen Fuß in die Tür zu bekommen und mit den zuständigen Führungskräften in Kontakt zu treten. Hier kann ein Start-up sehr davon profitieren, Zugang zum Verkaufsteam und Vertriebsnetz des Corporate-Investors zu bekommen. Dieser Vorteil ist besonders für Start-ups, die über die Seed-Phase hinaus sind, relevant, da für sie die Anschlussfinanzierung eine geringere Herausforderung darstellen kann, als den Umsatz hochzutreiben und in die Zone des exponentiellen Wachstums zu gelangen, das höhere Unternehmensbewertungen rechtfertigt.

Überwindung der Liability of Newness

Start-ups verfügen mitunter über eine bahnbrechende Technologie und ein Team aus den "Rockstars" der Szene – und trotzdem scheitern sie. Eine der wichtigsten Herausforderungen, vor denen sie stehen, ist das, was Organisationspsychologen als "Liability of Newness" bezeichnen. Dieser Begriff wurde Mitte der 1960er Jahre geprägt und beschreibt die verschiedenen Phasen der Unternehmensmortalität. Danach heißt es, dass zum Zeitpunkt der Gründung einer Organisation ihr "Sterberisiko" am größten ist und es mit zunehmendem Alter der Organisation abnimmt. Zahlreiche empirische Studien stützen diese Hypothese. Um dem entgegenzuwirken, kann ein CVC-Investor durch ein öffentlich kommuniziertes Investment und flankierende Maßnahmen quasi seine Glaubwürdigkeit und Reputation auf ein Start-up übertragen. Beispielsweise kann er das Portfoliounternehmen wichtigen Marktteilnehmern vorstellen und damit Zugang zu potenziellen Kunden und Partnern eröffnen. Eine solche Unterstützung ermöglicht es Start-ups, eine stärkere Marke und Reputation in der Branche aufzubauen. So kann beispielsweise die Reputation des CVC-Investors im Verhandlungspoker mit Kunden und Partnern ein echter Vorteil sein oder die Verbindung zu einem renommierten Corporate-Investor zusätzliche Glaubwürdigkeit und Legitimität in der Kommunikation mit Dritten schaffen.

Operating Support

CVCs can bridge partnerships for start-ups through their supply chain and operations organization. This support can come in a variety of forms. The corporate organization can give the start-up access to its logistics and warehouses, helping the start-up reduce shipping and packing times and costs. Other start-ups might initially leverage the corporate's production lines to mass produce their products, and then gradually shift to ramping up their own production line, leveraging the operational excellence of the corporate and avoiding costly mistakes.

Access to Assets and Know-how

Big corporations often have assets and know-how that start-ups lack. Tapping into these resources can booster the development of a start-up's products and services and shorten the time it takes to get a product to the market. For example, start-ups with a hardware challenge might need access to engineering teams and facilities and help with access to workshops or support to rapidly prototype early versions of their products. In the software sector, established players can help their portfolio companies by giving them access to their software and data platform, helping them with data processing algorithms, and give developers the infrastructure they need to run their code or access to their vast data troves to train AI engines. In heavily regulated markets, the corporate parent's organization can help the fledgling start-up to overcome regulatory challenges, e.g. by helping it navigate the complex approval process in industries such as food or life sciences.

Access to Sales and Distribution Networks

While start-ups might have innovative services and products, they frequently lack access to customers, in particular in the B2B arena where buying cycles might prove particularly long and it is often challenging for newcomers to get a foot in the customer's door, never mind before the relevant executives. Here, a start-up can greatly benefit from getting access to the sales force of its CVC investor's parent organization and its distribution network. This benefit is particularly relevant for start-ups beyond the seed phase, as for them follow-up funding might be less of a challenge than

boosting sales to meaningful numbers and showing the exponential growth pattern that will justify higher company valuations.

Overcoming the Liability of Newness

Start-ups might have breakthrough technologies and rock-star teams, yet they fail many times. One of the most relevant challenges they face is what organizational psychologists call the "liability of newness." Minted in the mid-1960s, that term describes the different stages of organizational mortality. It states that the risk of dying is highest at an organization's founding, and decreases with its increasing age. Many empirical studies lend support to this insight. Here, a CVC investor can transfer credibility and legitimacy to a start-up by making an investment, and support this transfer by further reputational activities, e.g. introducing the portfolio start-up to important players in the market, thereby giving it access to potential customers and partners. Such reputational support enables ventures to build a stronger brand and reputation in the industry. Strong CVC investors can contribute by allowing ventures to leverage the corporate brand and reputation to strengthen their own positions. For example, the corporation's reputation may strengthen the start-up's hand in negotiations with customers and partners, and the link to a renowned corporate investor may provide additional credibility and legitimacy in the young company's communication with external stakeholders.

Potential Exit Path

While an exit is not (or better, should not be) a goal per se, it should certainly be on founders' and existing investors' agenda when considering whether or not to accept CVC money. While being acquired by a third party is not the only exit option, it is by far the most likely one, and here corporate acquirers dominate the scene, for European start-ups comprising more than 75 % of 2019's total exit count through Q3/2019 (PitchBook). Further below, we'll get back to the fear that a CVC investor in the cap table might diminish exit prospects (see Chapter A.III.4), but let's start with the question, can a CVC investor indeed be a promising exit path?

Potenzielle Exit-Option

Ein Exit ist zwar kein Ziel an sich (oder sollte es zumindest nicht sein), er sollte aber sicherlich auf der Agenda der Gründer und bestehenden Investoren stehen, wenn es darum geht, ob man CVC-Investitionen akzeptiert oder nicht. Obwohl der Verkauf des Start-ups an einen Dritten nicht die einzige Exit-Option ist, ist es bei weitem die wahrscheinlichste und hier stellen Corporates die wichtigste Käufergruppe. Sie sind im Jahr 2019 bis zum dritten Quartal für mehr als 75 % der gesamten Exits europäischer Start-ups verantwortlich gewesen (PitchBook). Später werden wir noch auf die Befürchtung zurückkommen, dass ein CVC-Investor im Cap Table die Exit-Aussichten zu schmälern droht (siehe Kapitel A.III.4), aber zunächst möchten wir mit der Frage beginnen, ob der eigene CVC-Investor tatsächlich auch ein vielversprechender Exit-Kanal sein kann.

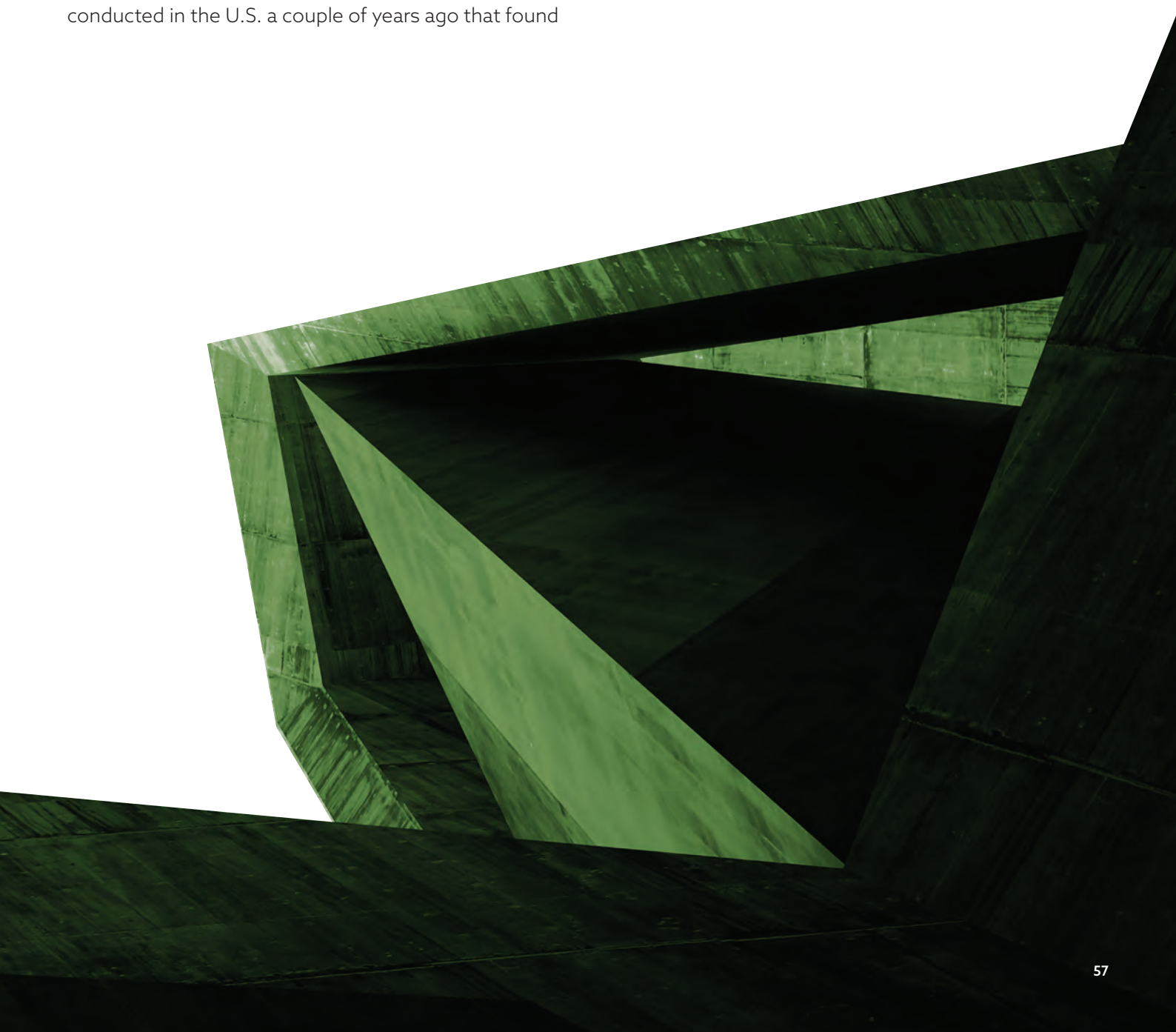
Für einen Corporate-Investor kann ein CVC-Investment durchaus ein erster Schritt sein, wenn es ihm langfristig darum geht, ein Start-up zu erwerben und in die eigene Organisation zu integrieren oder als neue und unabhängige Geschäftseinheit zu führen. Das CVC-Investment gibt dem Unternehmen Zeit, das Gründerteam kennenzulernen, sich über die Technologie des Start-ups zu informieren und zu beobachten, ob sich im Laufe der Zeit tatsächlich erwartete Marktchancen realisieren oder nicht. All das kann das Risiko unliebsamer Überraschungen nach einer Akquisition erheblich reduzieren.

Nach unseren Erfahrungen sind viele CVC-Investoren jedoch sehr zurückhaltend bei der Akquisition von Portfoliounternehmen und behaupten häufig, dass die Suche nach M&A-Zielen nicht zu ihren Aufgaben gehört. Dem liegt die Sorge zu Grunde, Gründer könnten sich gegen einen CVC-Investor entscheiden, der die eigenen Exit-Chancen mindert und bei dem Probleme mit Co-Investoren aus der VC-Welt vorprogrammiert scheinen. Dies entspricht auch den Ergebnissen empirischer Studien, die vor einigen Jahren in den USA durchgeführt wurden. Sie zeigen, dass nur ein Bruchteil der Start-ups von Unternehmen erworben wird, deren CVC-Einheiten zu einem früheren Zeitpunkt eine Investition in das Start-up getätigt haben (nach diesen Studien werden nur etwa 5 % der Start-ups mit CVC-Investoren später von der Muttergesellschaft eines CVC-Investors gekauft). Außerdem sei diese Zahl in jüngerer Zeit sogar rückläufig. Nur gelegentlich stoßen wir auf Investoren, die regelmäßige Übernahmen ihrer Portfoliounternehmen erwarten. Zu finden sind sie z.B. in stark regulierten Branchen mit einem tendenziell kleinen Pool an möglichen Käufern, in denen Corporate-Investoren ein CVC-Investment in einer späten Finanzierungsrunde als Sprungbrett für eine anschließende Übernahme des Start-ups nutzen.

For a corporate investor, making an initial CVC investment can indeed be a stepping-stone in a long-term vision of acquiring the start-up and integrating it into the core organization or operating it as a new and independent business unit. The CVC investment gives the corporation time to get to know the founder team, learn about the start-up's technology and observe whether an anticipated market will actually evolve over time. This can all greatly reduce the risk of unpleasant surprises after an acquisition is made.

However, according to our experiences, many CVC investors are often reluctant to acquire portfolio companies, frequently stating that finding M&A targets isn't part of their mission – arguably to overcome founders' reluctance to accept their investment and to avoid potential conflicts of interest with co-investors from the VC world. This aligns with empirical studies conducted in the U.S. a couple of years ago that found

only a fraction of start-ups are acquired by corporations whose VC firms made an earlier investment in the start-up (such research usually states that only about 5 % of the start-ups with CVC financing exit via acquisitions are bought by the parent company of the CVC investor), and indicated that such number is even in decline more recently. Only occasionally do we come across investors who state they expect to make frequent acquisitions of their portfolio companies. We find such cases, for example, in regulated industries where corporate investors make later-stage investments as a stepping-stone to a subsequent acquisition.



III. Was sind die möglichen Nachteile und Risiken eines CVC-Investments?

Die nächsten Kapitel sind vor allem den vielen Herausforderungen gewidmet, vor denen Corporate-Investoren bei der Umsetzung ihrer CVC-Strategie stehen, und sollen mögliche Lösungsansätze aufzeigen. Zuvor möchten wir in diesem Kapitel aber einen Moment innehalten und einen Blick auf einige der potenziellen Risiken und Nachteile werfen, die Start-ups berücksichtigen sollten, bevor sie CVC-Gelder annehmen.

Aus Sicht des Start-ups sind vor einem CVC-Investment insbesondere die folgenden potenziellen Risiken und Nachteile zu berücksichtigen:

- Inkongruente Ziele und Anreize;
- Langsame Entscheidungsprozesse und Unternehmensbürokratie;
- Negative Signalwirkung; und
- Verminderte Exit-Optionen.

1. ZIELE UND ANREIZSTRUKTUREN STIMMEN NICHT ÜBEREIN

Wir sind fest davon überzeugt, dass der Hauptgrund dafür, dass viele Partnerschaften von Start-ups und CVC-Investoren langfristig weder finanzielle noch strategische Ergebnisse liefern, nicht übereinstimmende Ziele und falsch konzipierte Anreizsysteme sind. Beide Parteien sollten sich genau überlegen, was sie kurz-, mittel- und langfristig von ihrer Partnerschaft erwarten und was von beiden Seiten nötig ist, damit dies funktioniert.

Vor allem, wenn die CVC-Einheit primär strategische Ziele verfolgt, bewegen sich die Parteien auf schwierigem Terrain und es kann leicht zu Konflikten kommen. Wird das strategische Mandat von der CVC-Einheit so interpretiert, dass es darum geht, einen möglichst hohen Wert aus dem Start-

up zu extrahieren, führt dies wohl unweigerlich zu einer auf die Interessen des Corporate zentrierten Denkweise. Das Leitprinzip wird lauten: "Was kann das Start-up für uns und unsere Geschäftsbereiche tun?" Die anderen Interessengruppen, insbesondere Gründer und bestehende Investoren, werden freilich anderer Meinung sein. Sie werden mitunter befürchten, dass eine zu starke Konzentration auf den strategischen Mehrwert des Corporate-Investors bestenfalls die Gründer ablenken und im schlimmstenfalls den Wert ihrer Beteiligung beeinträchtigen könnte.

III. What Are the Potential Risks and Downsides of a CVC Investment?

While the next chapters are devoted to the many challenges corporate investors face when implementing their CVC strategy and how best to tackle them, in this chapter we want to pause for a moment to take a look at some of the potential risks and downsides start-ups need to consider before taking CVC money.

From the start-up's perspective, the potential risks and downsides of a CVC investment include particularly the following:

- Mismatched goals and misaligned incentives;
- Slow decision processes and corporate bureaucracy;
- Negative signaling; and
- Diminished exit prospects.

1. MISMATCHED GOALS AND MISALIGNED INCENTIVES

We strongly believe that the main reason many CVC/start-up relationships don't yield long-term financial or strategic results are mismatched goals and misaligned incentives. Both parties should take a hard look at what they expect short, medium and long term from their relationship and what it will take on both sides to make this work.

Specifically, if the CVC unit has been given a primarily strategic mandate, there can be a slippery slope leading easily to misalignment. If the strategic mandate is interpreted by the CVC

unit in extracting strategic value from the start-up, this will lead to a corporation-centric mindset, and "what can the start-up do for us and our business units" becomes the guiding principle. However, the other stakeholders, notably founders and existing investors, might beg to differ as they fear that too much focusing on the strategic value for the investor might at best distract founders and at worst harm the value of their shareholding.

10 Dinge, die ein Start-up einen potenziellen Corporate-Investor fragen sollte



#1:

Was ist das primäre Ziel des CVC-Programms – finanzielle Rendite oder ein strategischer Mehrwert? Welches der beiden Ziele überwiegt?

#2:

Wann würden Sie die Investition in mein Unternehmen als Erfolg bezeichnen und warum?

#3:

Was bringen Sie abgesehen vom Geld noch mit?

#4:

Wie wird Ihr Unternehmen den Mehrwert, den Sie versprechen, tatsächlich liefern und wie ist Ihr Track Record bei der Bereitstellung von Leistungen, die nicht finanzieller Natur sind? Besteht die Möglichkeit mit einigen Portfoliounternehmen über deren Erfahrungen zu sprechen?

#5:

Würden Sie Ihr Investment öffentlich bekanntgeben?

#6:

Würden Sie darauf bestehen, einen Sitz im Beirat zu übernehmen, und erwarten Sie eine bevorzugte Behandlung bei zukünftigen Finanzierungsrunden und/oder M&A-Transaktionen?

#7:

Wer trifft die Investitionsentscheidungen in Ihrem Unternehmen und wer entscheidet über Folgefinanzierungen? Wie sieht Ihre bisherige Bilanz im Hinblick auf Folgefinanzierungen Ihrer Portfoliounternehmen aus?

#8:

Wie ist Ihre CVC-Einheit organisiert – als integrierte Geschäftseinheit oder als juristisch eigenständige Einheit?

#9:

Wer sind die relevanten Mitarbeiter in Ihrer CVC-Einheit; welche Expertise haben sie bei der Skalierung eines Unternehmens und welche Verbindung haben sie zu den anderen Geschäftsbereichen?

#10:

Wie sieht die finanzielle und nicht-finanzielle Anreiz- und Vergütungsstruktur für das Investmentteam aus?

Darüber hinaus kann es auch auf Seiten des Investors zu einer Schieflage der Interessen kommen. Die gegebenen Versprechen einzuhalten und mehr als bloß Geld bereitzustellen, ist oft leichter gesagt als getan. So scheint es zum Beispiel im Vorfeld der Investition naheliegend und überzeugend, dem Start-up Zugang zu den Vertriebskanälen des Unternehmens und der eigenen Kundenbasis anzubieten. In der Praxis fehlt den Mitarbeitern im Mutterkonzern, die dieses Versprechen einlösen könnten, dann möglicherweise aber der Anreiz zur Umsetzung. Diese Mitarbeiter haben vielmehr oft ihren eigenen Verantwortungsbereich, ihre eigenen Prioritäten und ihre eigene Agenda. Hier ist es für das Mutterunternehmen entscheidend, Anreizsysteme zu implementieren und die – ja, wir wissen, dass das ein großes Wort ist – richtige Kultur für die relevanten Mitarbeiter zu schaffen, um die Ressourcen des Unternehmens zugunsten der Start-ups auch tatsächlich nutzbar zu machen.

10 Things a Start-up Should Ask a Potential CVC Investor



#1:

What is the mission of your CVC program – financial revenue or strategic impact? Which priority tops the other?

#2:

When would you consider an investment in my company a “success” and why?

#3:

What do you bring to the table beside the money?

#4:

How is your company going to deliver the value you promise and what is your track record for delivering such non-financial benefits? Can we discuss with some of your portfolio companies their experiences?

#5:

Are you willing to announce your investment to the public?

#6:

Would you insist on taking a board seat and do you expect any preferential treatment in future financing rounds and/or M&A transactions?

#7:

Who is making the investment decisions in your organization and who decides on follow-on financings? What is your track record on participating in follow-on financings?

#8:

How is your CVC unit organized – as an integrated business unit or as a separate legal entity?

#9:

Who are the people in your CVC unit and what is their expertise in scaling a business, and what interfaces do they have with other business units?

#10:

What does the financial and non-financial incentive and reward structure for the investment team look like?

In addition, there can be plenty of intra-investor misalignments. Delivering on the promise to leverage the corporate assets and providing more than money is often easier said than done. On paper, there seems to be a great complimentary partnership, but it often fails in the execution phase. While in theory the promise to provide the start-ups with access to the corporation’s sales channels and making intros to the customer base seems to be low-hanging fruits, and should make for a compelling sales pitch for the CVC investment team, the employees that could deliver on this promise within the parent organization might well lack the incentives to do so. These employees often have their own accountability package, priorities and agenda. Here, it is crucial for the corporate parent organization to implement incentive schemes and create the – yes, we know this is a big word – right culture for the relevant corporate employees to leverage the corporate assets in favor of start-ups.

2. LANGWIERIGE ENTSCHEIDUNGSPROZESSE UND BÜROKRATIE

Die Liaison mit einem Corporate kann auch die Freiheit des Start-ups zur raschen Anpassung und ggf. auch einer radikalen Neuausrichtung (dem legendären "Pivot") einschränken. Je mehr Veto- und Kontrollrechte der CVC-Investor hat, desto gefährlicher kann diese Einschränkung sein. Gleiches gilt für die Möglichkeiten zur Kooperation mit einem Wettbewerber des Corporate und die Chance auf einen Exit an einen solchen Wettbewerber. Solche Themen sollten zwischen Gründern und CVC-Investoren offen besprochen und in den vertraglichen Vereinbarungen ggf. adressiert werden. Großunternehmen sind hier gut beraten, die Sorgen der Gründer proaktiv anzugehen.

Ich war schon oft in der Situation, dass ein Corporate-Investor bis zum folgenden 'Mittwoch' eine Rückmeldung zusagte, aber vergaß zu erwähnen, in welchem Jahr!

(Brad Feld - Hinweis: Übersetzung des englischen Originalzitats durch die Autoren)

Schon bei der Gründung einer CVC-Einheit sollte ein besonderes Augenmerk auf klar definierte und relativ schnelle Entscheidungsprozesse gelegt werden (siehe dazu Kapitel A.IV.3.). So können Unternehmen die Zeit, die sie für die Verhandlung und Umsetzung eines Investments benötigen, beispielsweise verkürzen, indem sie ihre Transaktionsprozesse verschlanken und bereits mit einem übersichtlichen Investment Playbook an den Verhandlungstisch kommen (siehe Kapitel A.V.3.).

2. SLOW DECISION PROCESSES AND CORPORATE BUREAUCRACY

Having a corporate in the cap table may limit the start-up's ability to quickly adapt and may possibly hinder or delay a necessary pivoting. This problem becomes the more aggravated the more veto positions and control rights the CVC investor requires. Such issues should be discussed openly between founders and investors and specified in contractual agreements if necessary. Corporate investors are well advised to proactively address these founder concerns to avoid unpleasant surprises down the road and even burning their reputation as a reliable partner in accelerating a start-up's development.

When setting up a CVC unit, a special focus should be placed on ensuring clearly defined and relatively speedy decision processes (for more on this see Chapter A.IV.3.). Corporates can also reduce the time it takes them to negotiate and execute an investment if they streamline their deal processes and come prepared with a lean investment playbook to the negotiation table (see Chapter A.V.3).

“ I've been in many situations where a CVC promised an answer on a request by the following 'Wednesday' but failed to mention which year!

(Brad Feld)

”

3. NEGATIVE SIGNALWIRKUNG

Hin und wieder wird befürchtet, dass CVC-Investments negative Signalwirkung für die aktuelle Situation oder die Zukunftsaussichten eines Start-ups haben könnten. Eine solche negative Signalwirkung kann in verschiedenen Formen auftreten:

- Im Vergleich mit bekannten VC-Investoren könnten CVC-Investoren als komparativ inferior angesehen werden. Daraus wird mitunter der Schluss gezogen, dass das Start-up nicht in der Lage war, hochkarätiges VC-Geld anzuziehen und daher auf eine zweitklassige Finanzierungsquelle zurückgreifen musste.
- In der Vergangenheit wurden etliche Kooperationsprojekte zwischen Start-ups und etablierten Unternehmen von heftigen Auseinandersetzungen um das Eigentum an bestimmten Technologien und IP-Rechten begleitet. Potenzielle Investoren könnten ein Start-up aus Angst davor meiden, mit seinem CVC-Investor in die gleichen Streitigkeiten zu geraten.
- Eine CVC-Investition könnte auch negative Signale an potenzielle Kunden des Start-ups senden, die möglicherweise direkte Wettbewerber des Corporate-Investors sind.

Wie bereits erwähnt (siehe Kapitel A.I.4.1), kamen die CVC-Investitionen nach dem Platzen der Dotcom-Blase in den Jahren 2000/2001 schlagartig zum Erliegen. Während auch VC-Investitionen nachließen und dem gesamtwirtschaftlichen Abwärtstrend folgten, erwiesen sich die Ausschläge bei den CVC-Investitionen immer wieder als besonders dramatisch. Dies brachte CVC auch den Spitznamen "Tourist Capital" ein. Dieses inkonsistente Verhalten hat sicherlich zu der relativ geringen Wertschätzung beigetragen, die viele VC-Investoren ihren CVC-Kollegen in der Vergangenheit entgegengebracht haben. Die wilden Schwankungen waren in ihren Augen nur ein weiterer Beweis dafür, dass es großen Unternehmen (mit wenigen Ausnahmen) an Mut, Agilität und klaren langfristigen Anreizen fehlt, um Investitionen in einem riskanten und schnelllebigen Umfeld zu tätigen. Sie seien unzuverlässige Partner, die vielen Start-ups dringend benötigte Folgefinanzierungen vorenthielten.

Unter den Gründern hat CVC manchmal den Ruf, nicht nur launisch, sondern auch mit lästigen Verpflichtungen verbunden zu sein. Und in der Tat gibt es viele Gründer,

die erfahren mussten, dass CVC-Investoren – viele von ihnen sind vom Konzerndenken geprägt und betrachten Start-up-Investitionen als kleine M&A-Deals in anderem Gewand – deutlich mehr Kontrolle über das Tagesgeschäft und strategische Entscheidungen (einschließlich möglicher Exit-Kanäle) ausüben wollten als klassische VC-Investoren.

Die Zeiten haben sich jedoch geändert. Unternehmen mussten in den letzten Jahren eine steile Lernkurve hinter sich bringen und haben Einiges investiert, um sich als bescheidene und kooperative Partner ihrer Portfoliounternehmen zu positionieren. In den letzten Jahren haben immer mehr Start-ups eine immer größere finanzielle Unterstützung von CVC-Investoren erhalten. Dieses Muster zeigt sich nicht nur weltweit, sondern auch in Europa und speziell in Deutschland (siehe Kapitel A.I.4.2).

Mit Blick auf die Investment-Landschaft im Silicon Valley stellt Orrick-Partner *Greg Heibel* hier einen Paradigmenwechsel bei Investoren fest: "In der Vergangenheit wurde manchmal der Begriff 'Dumb Money' verwendet, um CVC-Investoren und ihre Portfoliounternehmen herabzuwürdigen. Heutzutage sieht man in den späteren Phasen CVC-Investoren in vielen, wenn nicht sogar in der Mehrzahl der Technologieunternehmen. Diese Unternehmen haben mindestens einen CVC-Investor in ihrem Cap Table, und die Frage, ob das Start-up einen der erstklassigen CVC-Investoren gewinnen kann, ist quasi eine Art Lackmustest geworden. CVC-Investoren sind mittlerweile nicht mehr 'Dumb Money', sondern 'Smart Money'."

3. NEGATIVE SIGNALING

It's sometimes feared that CVC investments send negative signals about a start-up's current and future prospects. Such negative signaling can take a variety of forms:

- A CVC investor could be considered as comparatively inferior to a well-known VC investor, thereby signaling that the start-up is unable to attract high-caliber VC money and thus must resort to a second-class funding source.
- In the past, quite a few cooperation projects between start-ups and established companies were plagued by bitter fights over who owns a certain technology and IP rights, and thus prospective investors might shun a start-up for fear of it getting into the same arguments with its CVC backer.
- A CVC investment might also send an adverse signal to potential customers of the start-up that may be the corporate investor's direct competitors.

As described above (see Chapter A.I.4.1), CVC came to a crashing halt after the burst of the dot-com bubble in 2000/2001. While private VC investments also ebbed and flowed with the overall economic changes, the shift in CVC investments in the past frequently proved to be particularly dramatic, earning CVC the nickname "tourist capital." Such inconsistent behavior has certainly contributed to the relative low regard in which many VC investors viewed their CVC peers in the past. In their eyes, the wild swings – making them a non-reliable co-investor and leaving many start-ups short of follow-on capital – were only further evidence that, with a few rare exceptions, big companies have neither the stomach nor the agility and clear long-run incentives to make investments in high-risk, fast-paced environments.

Among entrepreneurs, CVC sometimes has a reputation not just for being fickle but also as coming with onerous strings attached. And indeed, many founders have had to learn that their CVC investor – many of them steeped in corporate group thinking and looking at start-up investments as small M&A deals in disguise – wanted to exercise significantly more control over the daily business and strategic decisions, including roads to an exit, than their institutional VC peers.

However, times have changed. Corporates have had to deal with a steep learning curve over the past few years, and they put much effort into positioning themselves as humble and supportive partners of their portfolio companies. Over the last years, an increasing number of start-ups has accepted ever-larger financial support from CVC investors, and that pattern holds not only on a global level but also in Europe and Germany (see Chapter A.I.4.2).

When looking at the investment landscape in Silicon Valley, Orrick partner *Greg Heibel* identified a shift in investors' perspective: "In the past, people sometimes used the term 'dumb money' to belittle CVC investors and their portfolio companies. These days, you see CVC investors in many, if not a majority of, late-stage technology companies. These companies have at least one CVC investor in their cap table, and it becomes almost like a litmus test for the start-up whether or not it can attract one of the top-notch CVC investors." Heibel observes, "They've gone from dumb money to actually being the smart money."



4. PROBLEME BEIM EXIT

Für VC-finanzierte Start-ups gibt es verschiedene Exit-Optionen. Für die meisten Start-ups – und das gilt insbesondere für den deutschen Markt – ist ein IPO aus zahlreichen Gründen aber keine sonderlich wahrscheinliche Option. Stattdessen ist die relevanteste Exit-Option die Übernahme durch einen strategischen Investor oder – wenn auch weniger häufig – einen Private-Equity-Investor. Der Erwerber kann versuchen, dadurch Synergieeffekte zu nutzen, Marktanteile zu gewinnen oder neue Märkte zu erschließen. Manchmal geht es auch einfach nur darum, einen aufstrebenden Wettbewerber vom Markt zu nehmen (diese Art von Transaktionen werden manchmal recht plastisch als “Killer Acquisitions” bezeichnet und sind in verschiedenen europäischen Ländern in letzter Zeit zunehmend in den Fokus der Wettbewerbshüter gerückt). Daher sind solche Erwerber oft bereit, eine Prämie für die Anteile des Start-ups zu zahlen.

Einen CVC-Investor im Cap Table zu haben, kann solch einen Exit aus mehreren Gründen (theoretisch) erschweren.

- Wenn ein Erwerber die Übernahme eines Start-ups in Erwägung zieht, an dem bereits CVC-Investoren beteiligt sind, wird er sich vielleicht fragen, ob das Start-up noch die vollen Rechte an seinem geistigen Eigentum hat. Schließlich hat das Start-up im Rahmen des CVC-Investments möglicherweise entscheidende Details zur Technologie offengelegt, um den Corporate-Investor an Bord zu holen.

- Sollte das Start-up für die CVC-Investoren von erheblichem strategischen Wert sein, z.B. weil es zu einem wertvollen Lieferanten oder Vertriebspartner geworden ist, könnten sich die CVC-Investoren auch querstellen, während die Gründer und andere VC-Investoren bereit wären, das Angebot eines interessierten Erwerbers zu akzeptieren.
- Aber auch wenn die vorhandenen CVC-Investoren den Exit unterstützen, könnte dies dem potenziellen Erwerber zu denken geben. In der Regel kennen diese Investoren nämlich nicht nur das Start-up, sondern oft auch die gesamte Branche sehr gut (“Sehen sie etwas, das ich übersehe?”).

Aus diesem Grund sollten Gründer frühzeitig über die richtige Zusammensetzung ihres Cap Table nachdenken. In einigen Fällen kann es sinnvoll sein, kein CVC-Geld anzunehmen, wenn nicht auch mindestens ein starker institutioneller VC-Investor an Bord ist. Die Tatsache, dass diese Finanzinvestoren natürlich planen, ihre Beteiligung irgendwann in nicht allzu ferner Zukunft zu veräußern, kann dabei helfen, die Erwartungen aller Beteiligten ans Licht zu bringen, die Zeitpläne aller relevanten Akteure aufeinander abzustimmen und die Finanzierbarkeit des Unternehmens in Folgerunden sowie seine Exit-Aussichten zu bewahren. Eine weitere Option kann die Aufnahme eines weiteren CVC-Investors in den Cap Table sein, der mit dem ersten CVC-Investor in einem Wettbewerbsverhältnis steht, um die negativen Auswirkungen eines CVC-Investments zu minimieren: Aus Sicht von Branchenexperten sehen Start-ups sehr viel unabhängiger aus, wenn sie nicht an einen einzigen Corporate-Investor gebunden sind.



4. DIMINISHED EXIT PROSPECTS

VC-backed start-ups have various exit routes. For most – and this holds particularly true for the German market – an IPO is not a realistic option for many reasons. Instead, the most relevant exit option is a trade sale. In a trade sale, a strategic investor or – though less frequent – a private equity investor acquires the start-up. The acquirer may try to realize synergies, gain market share, enter new markets through an acquisition, or sometimes simply wishes to take an up-and-coming competitor out of the market (the latter type of deals is sometimes quite colorfully referred to as “killer acquisitions” and has in various European countries recently come under increasing regulatory scrutiny). Therefore, such acquirers are often willing to pay a premium for the start-up’s shares.

Having a CVC investor in the cap table might (theoretically) make such an exit more difficult in several ways:

- When considering the acquisition of a start-up that has existing CVC investors, the potential acquirer may wonder if the start-up risked expropriation of its intellectual property by disclosing details of its technology to receive CVC funding.
- If the start-up holds significant strategic value for the CVC investors, e.g. because it has become a valuable supplier or distribution partner, these investors might drag their heels when the founders and other VC investors are willing to accept the check the interested acquirer has put on the table.

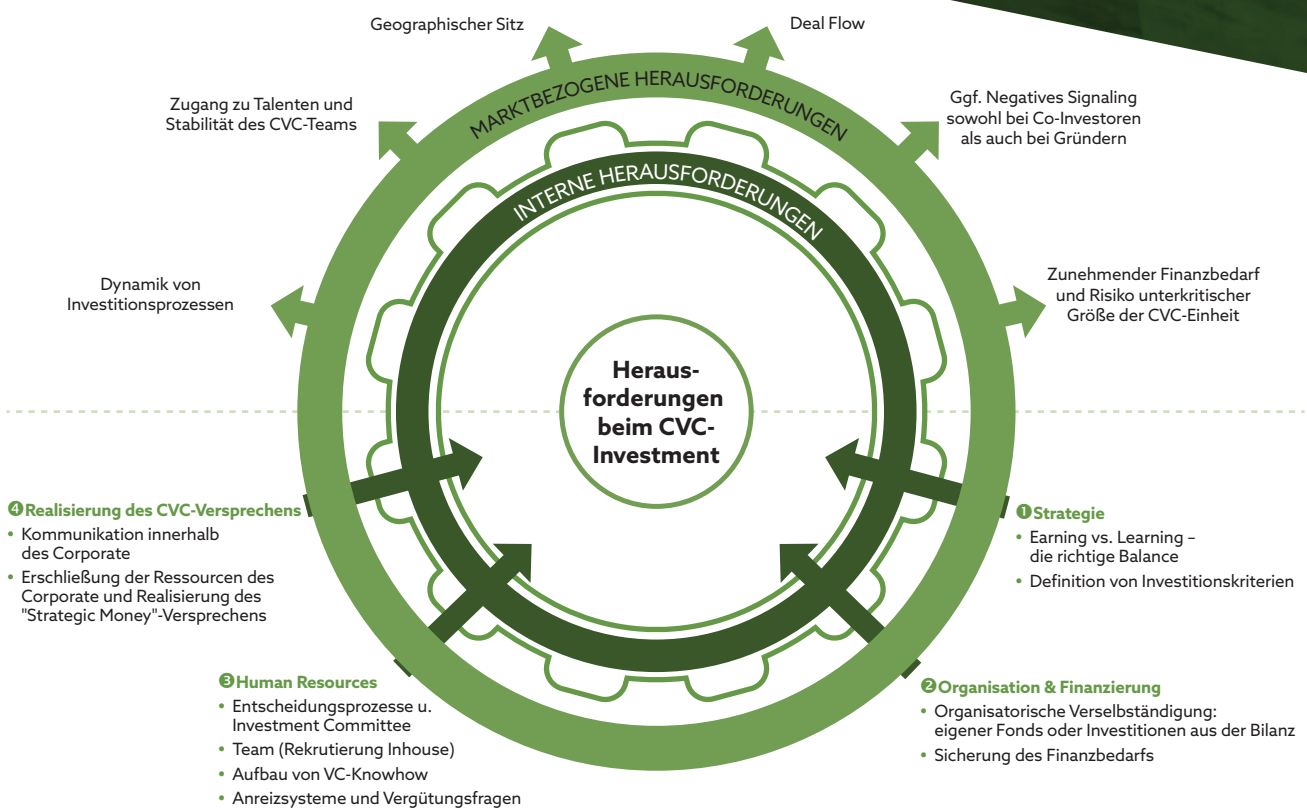
- But even if the existing CVC investors support the exit, the potential acquirer might still pause given that these investors will not only know the start-up well but also will often know the industry well (“Do they see something I’m missing?”).

Here, founders should early on think carefully about the right composition of their cap table. In some cases, it might make sense not to take CVC money unless there is also at least one strong institutional VC investor on board. As these financial investors naturally plan to sell their stake at some point in the not-so-distant future, it can help to clarify expectations, align the time horizons of all relevant stakeholder’s operations, and thereby preserve the start-up’s finance-ability in follow-on rounds as well as exit prospects. Another option can be adding a competing CVC to the cap table to minimize any individual CVC’s impact: Start-ups look much more independent to the industry pundits when they’re not seen as being tied to only one corporate investor.

IV. Die Organisation der Corporate-Venture-Capital-Aktivitäten

1. DIE HERAUSFORDERUNGEN IM ÜBERBLICK

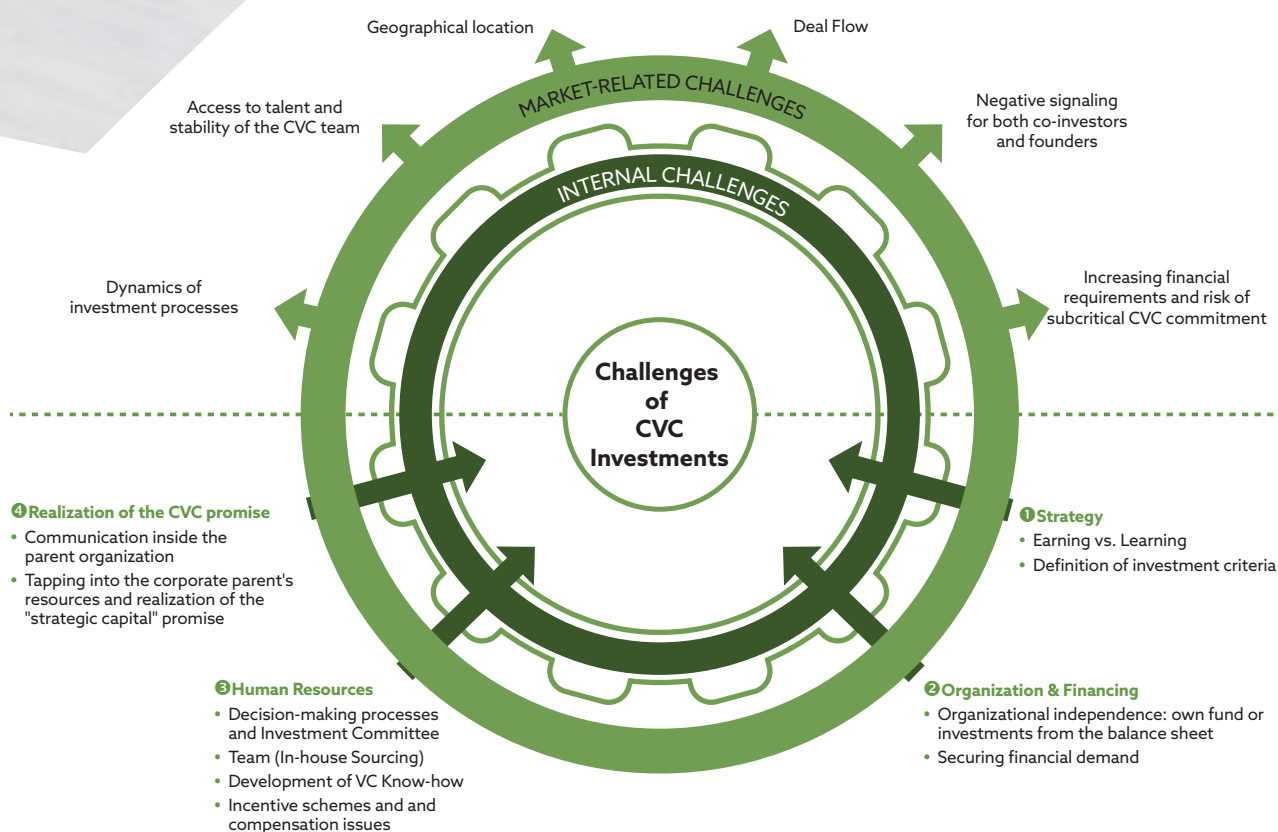
Jedes Unternehmen, das ins CVC-Geschäft einsteigen oder seine Aktivitäten ausbauen will, sollte sich bewusst sein, welche Herausforderungen vor ihm liegen und wie man sie angemessen angehen kann. Nur so können die oben genannten Nachteile / weitgehend) vermieden werden. Ein CVC-Programm wird sich kaum lohnen, wenn wertvolle Zeit und Ressourcen durch interne Streitigkeiten verschwendet werden. So bekommt ein Unternehmen schnell den Ruf, ein unzuverlässiger (Co-)Investor zu sein, und der CVC-Einheit werden so sicher Deals durch die Lappen gehen. Die folgende Grafik fasst einige der wesentlichen Herausforderungen zusammen, denen sich der Corporate-Investor voraussichtlich wird stellen müssen. Einige von ihnen werden wir uns in den folgenden Kapiteln näher ansehen.



IV. How to Organize Corporate Venture Capital Activities

1. THE CHALLENGES - AN OVERVIEW

To avoid the pitfalls of CVC summarized above and wasting precious time and resources on fighting internal struggles with the corporate parent, which ultimately will result in a reputation as an inferior (co-) investor and the CVC unit subsequently missing out on deal opportunities, it's paramount that any corporate considering to enter the CVC arena or to step up its game realize what challenges lie ahead and how to adequately address them. The following graphic summarizes some of the material challenges the corporate investor will likely face, some of which we'll discuss in more depth in the following chapters.



Die richtige CVC-Mentalität und die häufigsten Fehler



Es ist nicht verwunderlich, dass neben der Suche nach einer geeigneten Struktur für die CVC-Aktivitäten die "richtige" Mentalität eine noch wichtigere Rolle spielt. Da wir als Anwälte aber keine Experten für Organisationspsychologie oder Verhaltensökonomie sind, können wir kaum darüber urteilen, was die "richtige" Mentalität ist, damit ein CVC-Programm sein Potenzial entfalten kann. Wir wollen sicherlich auch nicht die Frage entscheiden, ob eine locker-lässige Mentalität – oft symbolisiert durch einen "Sneakers-and-Hoodie-Ansatz" – eine notwendige Voraussetzung für eine starke Innovationskultur ist... Stattdessen möchten wir uns lieber an einer (sicherlich nicht vollständigen) Liste von "Denkfehlern" versuchen, die nach unseren Erfahrungen und Recherchen am häufigsten als Ursachen genannt werden, wenn ein CVC-Programm schief geht. In Anbetracht des Zwecks dieser Veröffentlichung beschränken wir uns darauf, diese Irrtümer kurz zu erwähnen, auch wenn jeder von ihnen eine detaillierte Analyse durch potenzielle Corporate-Investoren verdienen würde.

Offenheit für neue Ideen und Risikobereitschaft (oder besser gesagt, das Fehlen von beidem): Klassische VC-Investoren (und umso mehr die Business Angels) gehen große Risiken ein und müssen zwangsläufig Vertrauensvorschüsse geben. Es gibt zwar bestimmte "harte" Techniken oder bewährte Heuristiken, die diese Investoren anwenden können (z.B. bei der Bewertung eines potentiellen Marktes), ein großer Teil ihrer Arbeit besteht aber darin, eine Vielzahl von Indikatoren – jeder mit begrenzter Aussagekraft – zu einer Investitionshypothese und -entscheidung zu kombinieren. Diese Methoden stehen in deutlichem Widerspruch zu einer Unternehmenskultur, die auf Risikoreduzierung und Planung fußt. Sie erfordern mentale Agilität und Offenheit sowie die Akzeptanz zahlreicher Unklarheiten. Der VC-Markt ist risikoreicher als das, was die meisten Führungskräfte gewohnt sind, sodass diese ein CVC-Investment mitunter wie eine M&A-Transaktion oder ein Business-Development-Projekt angehen. Das CVC-Team hat dann nicht genügend Spielraum; es fehlt die Erlaubnis, das Risiko des Scheiterns einzugehen. Diese Feststellung bringt uns auch direkt zum nächsten Denkfehler.

Kultur des Scheiterns: Selbst die besten VC-Investoren und die engagiertesten Gründer machen es häufiger falsch als richtig. Wenn man bedenkt, dass eine neue CVC-Einheit ohne belastbaren Track Record zu Beginn aller Wahrscheinlichkeit nach kaum Zugang zu den besten Deals und den besten Gründerteams bekommen dürfte, wird deutlich, dass sich das Mutterunternehmen auf eine Zeit nachhaltiger Verluste einstellen muss. Das Positive daran: Nichts beschleunigt die Lernkurve so sehr wie wiederholte Fehlschläge und eine anschließende saubere Analyse.

Abschreibe-Mentalität: Der Leiter einer der erfolgreichsten CVC-Einheiten Deutschlands erzählte uns von seinen Erfahrungen in den Anfängen seiner frisch gegründeten CVC-Einheit. Er sagte den Führungskräften der Konzernmutter geradeheraus, dass sie am besten alle ihm zugewiesenen Mittel als Abschreibung betrachten und dass sie ihm kein Geld geben sollten, wenn sie nicht zu 100 % bereit wären, diese Abschreibungen hinzunehmen. Warum sollten CVC-Investoren glauben, dass sie bei der Auswahl von Investments im Durchschnitt besser sind als VC-Investoren? Selbst diese operieren oft nach der Faustregel, dass von zehn Investments drei scheitern, fünf irgendwo zwischen mäßigem und akzeptablem Erfolg liegen und nur etwa zwei die Erwartungen übertreffen können. Dies gilt nicht nur für finanziell motivierte, sondern auch für die strategisch orientierten CVC-Einheiten. Sie sollten CVC-Investitionen eher als notwendige Kosten in einer wettbewerbsintensiven Welt und nicht als Verfolgung langfristiger finanzieller Ziele betrachten.

Illusion von schnellen Erfolgen: Wenn das Hauptziel eines Corporate darin besteht, schnell Erträge zu generieren, dann sollte es lieber die direkte Übernahme eines etablierten Players in Betracht ziehen. Laut einer Studie der Boston Consulting Group erwarten viele Start-ups, insbesondere im Deep-Tech-Sektor, dass es mehr als drei Jahre dauern wird, bis sie ein Produkt auf den Markt bringen. Viele andere unterschätzen den tatsächlichen Zeitaufwand fast schon systematisch (man spricht in diesem Kontext etwa von der "Planning Falacy" und dem "Illusion of Control Phenomenon"). Es ist daher nicht verwunderlich, dass andere Untersuchungen zeigen, dass die meisten neu gegründeten Unternehmen (über alle Branchen hinweg) sechs bis acht Jahre benötigen, um nennenswerte Umsätze zu erzielen. Das ist bedauerlicherweise länger als die Amtszeit vieler CEOs und Start-ups wie auch ihre VC-Investoren sind sich dieser Tatsache wohl bewusst. Daher ist es so wichtig, dass das Unternehmen glaubwürdig signalisiert, dass die CVC-Aktivitäten nicht nur einer flüchtigen Laune entspringen, sondern unabhängig davon fortgeführt werden, wer gerade im Chefsessel sitzt.

Illusion von Kontrolle: Die meisten Investitionen in Start-ups werden Minderheitsbeteiligungen sein und die jungen Technologieunternehmen sind keine kleinen Konzerngesellschaften, über die die Konzernmutter wie über andere Tochtergesellschaften Kontrolle ausüben kann. Eine Gründung von und eine Investition in Start-ups bedeutet, sich auf einem sehr unübersichtlichen Spielfeld zu bewegen, das sich oft der Unternehmensplanung und klassischen Ansätzen zur quantitativen Investitionsbewertung entzieht.

Compliance Overkill: Nicht weit entfernt von der Illusion der Kontrolle liegt etwas, was wir Compliance Overkill nennen. Es ist der Drang eines Corporate-Investors, Gruppenstrukturen und bestehende Systeme beim Start-up durchzusetzen. Selbst wenn ein Unternehmen eine Mehrheitsbeteiligung an einem Start-up hält, sollte auf typische Konzernbeschaffungsrichtlinien lieber verzichtet werden, sofern dies gesetzlich zulässig ist. Die Richtlinien erfordern oft die Einholung einer bestimmten Anzahl von Angeboten, einen detaillierten Qualifikationsprozess und langwierige Verhandlungen. Auf diese Weise können sie die Agilität und Schnelligkeit des jungen Start-ups leicht erstickt werden. Ähnliche Überlegungen gelten häufig für bestimmte Einstellungsrichtlinien, die ein Start-up zwingen würden, langwierige konzernweite Stellenausschreibungen durchzuführen, obwohl es genau in einem bestimmten Moment Talente und Qualifikationen benötigt.

CVC Mindset – Common Mistakes



It's obvious that besides finding a suitable structure for one's CVC activities, the "right" mindset plays an even more important role. As lawyers, we don't pretend to be experts in organizational psychology or behavioral economics, and accordingly cannot advise what the "right" mindset is to make sure a CVC doesn't fall short of its potential. We certainly also don't want to weigh in on the question whether a casual mentality, often symbolized by a "sneakers and hoodie approach," is a prerequisite for an innovation culture ... However, the following is a (certainly not exhaustive) list of mindset "mistakes" that, according to our experiences and research, are most often cited when CVC goes awry. Considering our purpose here, we limit ourselves to briefly mentioning these fallacies while realizing that each of them would merit a detailed analysis by every corporate investor.

Openness for New Ideas and Risk Appetite (or better, the lack thereof): Institutional VC investors (and even more so angels) take big risks and leaps of faith. While there are certain "hard" techniques or time-tested heuristics these investors can apply (e.g. when evaluating a potential market), a big part of their job is to combine multiple indicators – each with limited predictive power – to an investment hypothesis and decision – a method anathema to a corporate culture focused on risk reduction and planning. This requires mental agility and openness, and stomaching loads of ambiguity. A VC investment is higher-risk than most executives are used to, and thus they may approach CVC like an M&A opportunity or a business development project. As a result, the CVC team is not given sufficient latitude and permission to risk failure. Which brings us to the next mindset mistake.

Failure Culture: More often than not, even the best VC investors and the most dedicated founders get it wrong. If one factors in that a new CVC unit without a track record will at the outset most likely not get access to the best deals and the best founder teams, it becomes obvious that the corporate parent will have to steady itself for a period of sustained losses. Only repeated failures and their proper analysis will accelerate one's trajectory on the learning curve.

Write-off Mentality: The head of one of Germany's most successful CVC units told us about his experiences during the early days of his freshly hedged CVC enterprise. He point-blank told the senior executives of the corporate parent that they best consider all investment funds allocated to him most likely a write-off, and that they shouldn't write him a check unless they would be 100 % willing to stomach such write-offs. Why should CVC investors believe they are, on average, better in selecting investments than VC investors who often operate under a rule of thumb that out of ten investments, three will fail, five will perform somewhere between sluggish and acceptable, while two may actually exceed expectations in a big way? This holds true not only for CVC units with a financial mandate but also for strategically oriented CVC units. For them, CVC investments should be considered more like the normal costs of doing business in a hypercompetitive world than a pursuit of long-term financial goals.

Illusion of Quick Successes: If the primary goal of a corporation is to quickly increase revenues, then it should consider an outright acquisition of a more established player. According to research by The Boston Consulting Group, especially in the deep tech sector many start-ups expect it will take them more than three years to get a product to the market. Add that, due to biases such as the planning fallacy and illusion of control phenomenon, many of them in fact underestimate the actual time required. It is therefore not surprising that other research shows that, across all industries, most newly incubated businesses require six to eight years to produce meaningful revenues. Unfortunately, that is longer than the tenure of many corporate CEOs and start-ups, a fact their VC investors are well aware of. Thus, it's so important that the parent organization send credible signals that its CVC activities aren't just a fluke but here to stay irrespective of who sits in the C-suite.

Illusion of Control: Most investments in start-ups will be minority investment, and these young tech companies are not small corporate group entities over which the corporate parent can exercise control like over other subsidiaries. Launching new ventures and investing in start-ups means living in a highly ambiguous environment that often defies corporate planning and classical approaches to numerical investment evaluations.

Compliance Overkill: Close to the illusion of control fallacy lies something we dubbed "compliance overkill" – the urge a corporate investor may feel to enforce group structures and legacy systems on the start-up. For example, even where a corporate parent takes a majority interest, typical group procurement policies should be waived if legally permissible. These often require a certain number of offers from vendors, a detailed qualification process and protracted negotiations, and can easily stifle the new venture's agility and speed. Similar considerations often apply to certain hiring policies that would require a start-up to go through a lengthy group-wide job posting, although right now it needs certain talent and qualifications.

2. SET-UP UND FINANZIERUNG

2.1 Strukturierungsmöglichkeiten

Allgemeines Set-up und Finanzierung – Überblick

Die duale Zielsetzung von CVC (Earning und/oder Learning?) erfordert eine Reihe von Kompromissen. Es ist wichtig, zwischen den Strukturen und Anreizsystemen, die von unabhängigen VC-Investoren eingesetzt werden, und der Kultur und Pfadabhängigkeit des bestehenden Unternehmensumfelds die richtige Balance zu finden. In diesem Rahmen gibt es zahlreiche Möglichkeiten, die CVC-Aktivitäten zu strukturieren und zu finanzieren. Auch auf die Gefahr hin, dass wir die Sache an dieser Stelle zu sehr vereinfachen, lassen sich die folgenden Ansätze unterscheiden:

- Auf eine verselbständigte CVC-Einheit wird verzichtet, vielmehr ist das CVC-Team in verschiedene Geschäftsbereiche eingebunden oder in einen bestimmten Geschäftsbereich integriert, wobei die Investitionen jeweils aus der Bilanz des Mutterunternehmens getätigt werden;
- Es existiert eine verselbständigte CVC-Einheit, entweder innerhalb einer bestehenden Unternehmensorganisation oder als juristisch eigenständige Einheit des Konzerns, wobei die Investitionen weiterhin aus der Bilanz des Mutterunternehmens getätigt werden; und
- Die CVC-Aktivitäten sind in eine juristisch eigenständige Einheit ausgelagert, wobei die Muttergesellschaft – ähnlich wie bei einer Single-LP-Fondsstruktur – eine verbindliche Finanzierungszusage abgibt.

Keine verselbständigte CVC-Einheit

Eine ganze Reihe von Unternehmen setzen ihre CVC-Programme auf, weil interne Innovationsmaßnahmen nicht die gewünschten (qualitativen wie quantitativen) Ergebnisse erzielen. Vielfach betrifft dies ausgerechnet die Kernbereiche der Unternehmen und die Befürchtung, im Wettbewerb mit der Konkurrenz den Anschluss zu verlieren, wächst. CVC wird dann häufig als Instrument zur Revitalisierung der Unternehmen eingesetzt und soll die Integration neuer externer technologischer Entwicklungen beschleunigen. Vor diesem Hintergrund werden die CVC-Aktivitäten dann

oftmals von den betroffenen Geschäftseinheiten getrieben und auch weitgehend von ihnen gesteuert. Wegen dieses engen Fokus und um die Kosten niedrig zu halten, wird in der Regel (zunächst) keine eigenständige CVC-Einheit geschaffen.

Verselbständigte CVC-Einheit

Insbesondere für Neulinge im CVC-Geschäft ist es wichtig, den Sorgen der relevanten externen und internen Marktteilnehmer (potenzielle Mitarbeiter, Start-ups und Co-Investoren) etwas entgegenzusetzen. Mitunter besteht bei diesen Marktteilnehmern die Befürchtung, dass die Unternehmensleitung jederzeit den Stöpsel ziehen könnte und sich der Corporate kurzfristig (um nicht zu sagen sprunghaft) wieder aus dem CVC-Geschäft zurückzieht. Deshalb sehen viele Unternehmen früher oder später die Notwendigkeit, ihre CVC-Aktivitäten stärker zu strukturieren und nach außen visibler aufzusetzen. Ein naheliegender Weg ist die Schaffung einer verselbständigten CVC-Einheit, die außerhalb des Kerngeschäfts steht (mit einem Maß an Kreativität, das man sonst eher unter Anwälten vermuten würde, werden diese Einheiten regelmäßig “[Name der Muttergesellschaft hier einfügen] Ventures” genannt). Entweder sind sie separate Geschäftseinheiten innerhalb einer bestehenden Organisation oder werden als juristisch eigenständige Konzerngesellschaften aufgesetzt. Auch bei einer eigenständigen CVC-Einheit muss die Konzernmutter aber noch entscheiden, wie sie die CVC-Aktivitäten finanziert. Eine Möglichkeit besteht darin, der CVC-Einheit intern einen bestimmten Betrag für potenzielle Investitionen zuzuweisen, wobei die Freigabe und Verwendung dieser Mittel mehr oder weniger im Ermessen der Muttergesellschaft verbleibt. Alternativ kann die Konzernmutter das Kapital für zukünftige Investitionen in Start-ups aber auch direkt in ein juristisch eigenständiges Vehikel investieren oder sich zumindest dazu verpflichten. Auf diesem Ansatz basieren z.B. auch die Single-LP-Fondsstrukturen, die wir nachfolgend kurz vorstellen.

Single-LP-Fondsstruktur

Bei diesem Ansatz, der eher dem eines traditionellen VC-Fonds ähnelt, geht der Corporate noch einen Schritt weiter. Es gründet nicht nur ein eigenständiges Vehikel, das (bis zu einem gewissen Grad) unabhängig

2. CORPORATE SET-UP AND FINANCING

2.1 Structuring Options

Corporate Set-up and Financing – Overview

The dual nature of CVC (earning and/or learning?) comprises a series of trade-offs. A balance must be found between adopting structures and incentive schemes deployed by independent VC investors and the culture and path dependency of the existing environment. There are numerous ways to structure and finance CVC activities. Not to oversimplify, we can distinguish the following approaches:

- There is no separate CVC arm, but the CVC team is integrated across various business units or is a part of one business unit while investments are made off of the company's balance sheet;
- There is a separate CVC arm (either as a stand-alone business unit within an existing organization or as a separate legal entity), and investments are made off of the company's balance sheet; or
- There is a separate legal entity with a binding financial commitment by the corporate parent similar to a single LP fund structure.

No Separate CVC Unit

At the outset, many parent firms initiate CVCs strategically with the intention to fix weaknesses in internal innovation. These innovation deteriorations (both qualitative and quantitative) often affect the company's key areas. CVC is then often tried as a tool to help the corporate revitalize and speed up the integration of new external technological developments. Against this background, CVC activities are driven and largely controlled by the affected business units. With this narrow focus and in order to keep costs low, no separate CVC unit is created.

Separate CVC Arm

Especially for newcomers to the ecosystem, it'll be important to quell the feeling of all other relevant stakeholders (potential hires, start-ups and co-investors) that corporate bosses can pull the plug on the CVC activity at any time. Thus, for many corporations, sooner or later the need arises to give their CVC activities a more formalized structure and greater visibility. One obvious way is to create a

separate CVC unit (outside a certain business unit). With a level of creativity normally found only in law firms, these entities are usually named "[Insert corporate parent's name here] Ventures." Such entities are established either as a stand-alone business unit within an existing organization or as a separate legal group entity. Again, even with a stand-alone CVC unit, the corporate parent still must decide how to fund the CVC activities. One option is to internally allocate only a certain amount of capital for potential investments to the CVC unit, with the deployment of such funds more or less still at the discretion of the corporate parent. Alternatively, the corporate parent can set up a different legal entity and invest capital, or commit to invest capital, directly into that vehicle for future investments in start-ups; e.g. this approach is followed when setting up a single LP fund structure, to which we will turn next.

Single LP Funds Structure

In an approach more akin to a traditional VC fund, the corporate parent can go one step further and not only create a stand-alone vehicle that is (to a certain extent) independently managed but also set it up more or less like an internal VC fund, with the corporate parent giving a certain financial commitment, *i.e.* becoming the fund's single corporate LP. This structure gives the management and investment team of the CVC fund the maximum degree of freedom and independence from the corporate parent and allows the corporate to tap into some of the benefits of a classical financial VC fund structure, including:

- The CVC fund can make independent investment decisions thereby, avoiding the parent's slower decision-making process and bureaucracy burden.
- Remuneration structures more aligned with the founders' interest to drive up the start-up's valuation and ultimately realize it through a value-maximizing exit can be implemented, in particular carried interest structures.
- A single LP CVC unit can also send a signal to start-ups and co-investors that the CVC unit's goals and incentives are clear and aligned, and that the CVC unit will be able to make investments irrespective of the overall economic situation of the corporate parent or changes in the parent's C-suite.

gemanagt wird, sondern strukturiert es auch mehr oder weniger wie einen internen VC-Fonds. Die Muttergesellschaft gibt dabei eine verbindliche Finanzierungszusage, d.h. sie wird zum einzigen Corporate-LP des Fonds. Diese Struktur gibt dem Investmentteam des CVC-Fonds ein Höchstmaß an Freiheit und Unabhängigkeit vom Mutterunternehmen und ermöglicht so, einige der Vorteile einer klassischen VC-Fondsstruktur zu nutzen. Dazu gehören u.a.:

- Das CVC-Team kann unabhängige Investitionsentscheidungen treffen, wodurch langwierige Entscheidungsprozesse und bürokratischer Aufwand bei der Muttergesellschaft vermieden werden.
- Es kann eine Vergütungsstruktur implementiert werden, die für das CVC-Team erhebliche finanzielle Anreize bietet (insbesondere sog. Carried-Interest-Strukturen). Die Anreize für das CVC-Team können dann so gesetzt werden, dass (auch) die CVC-Einheit eine Maximierung der Bewertung des Start-ups anstrebt und diese letztlich durch einen Exit realisieren will.
- Eine Single-LP-Fondsstruktur signalisiert schließlich auch nach außen, gegenüber Start-ups und Co-Investoren, dass die (finanziellen) Ziele und Anreize der CVC-Einheit klar und mit denen der anderen Stakeholder kompatibel sind. Sie verstärkt den Eindruck, dass die CVC-Einheit in der Lage ist, Investitionen unabhängig von der aktuellen wirtschaftlichen Lage der Muttergesellschaft oder von Veränderungen in deren Führungsetage zu tätigen.

Bei einer solchen Struktur kann das Investmentteam zwar Experten des Unternehmens zur Bewertung eines potenziellen Investments heranziehen, hat aber ansonsten nur relativ lose Verbindungen zu den operativen Geschäftsbereichen der Mutter. Regelmäßig liegt der Fokus hier deutlich(er) auf finanzieller Rendite.

Case Study – SE Ventures



SE Ventures ist ein neuer, mit EUR 500 Millionen ausgestatteter CVC-Fonds, der in enger Partnerschaft mit Schneider Electric aufgesetzt wurde. Schneider Electric ist ein multinationales Unternehmen aus Frankreich, das vor allem in den Bereichen Energiemanagement und Industrieautomatisierung tätig ist und auch damit verbundene Dienstleistungen und Software anbietet. Wie viele seiner CVC-Zeitgenossen ist auch SE Ventures mit einem gewissen Grad an tatsächlicher Unabhängigkeit vom finanzierenden LP gegründet worden. SE Ventures ist sowohl eine entscheidende Komponente der Innovationsmaßnahmen von Schneider als auch eine extern orientierte, agile Investment-Einheit. Der CVC-Fonds verfolgt also zwei Ziele – den finanziellen Erfolg und die strategische Weiterentwicklung des Kerngeschäfts. Während der Gründungsphase des Fonds wurde großer Wert darauf gelegt, die richtigen Strukturen zu schaffen, damit Schneider Electric diese Ziele erreicht. Einige Schlüsselüberlegungen für den neuen Fonds waren folgende:

- Schneider Electric ist der einzige LP, wobei der Fonds ähnlich wie GV oder Sapphire Ventures funktionieren soll.
- Der Fonds hat ein klar definiertes Investmentmandat, das aus strategischer Sicht auf die langfristigen Interessen von Schneider Electric abgestimmt ist. Besonders im Fokus stehen dabei die sogenannten H2- und H3-Technologien und Geschäftsmodelle – die Bereiche, die für Schneider das nächste Milliardengeschäft werden.
- SE Ventures bekommt ein unabhängigeres Investmentteam, das Investitionsentscheidungen (im Falle von Schneider bis zu EUR 10 Millionen) allein treffen kann. Dieses Team wird durch eine Gruppe von Insidern, das sog. Partnerschaftsteam, ergänzt. Sie bilden eine enge Verbindung zu Schneider und stellen sicher, dass die Versprechen des CVC-Fonds auch eingelöst werden.

Vor diesem Hintergrund hält Schneider die folgenden Eigenschaften des neuen Fonds für entscheidend:

- **Prozesse** – Schnelle, durchdachte und transparente Entscheidungsprozesse wie bei anderen erstklassigen Risikokapitalfonds.
- **Wege zum Erfolg** – Klare Möglichkeiten zur Umsatzsteigerung mit Hilfe von Schneiders globalem Kundenstamm, den Vertriebsbeziehungen und den F&E-Ressourcen, die durch das Partnerschaftsteam koordiniert werden.
- **Professionalität** – Bewährtes, zielorientiertes Team mit nachgewiesenem Track Record und zusammen über 40 Jahren Investmenterfahrung.

Nach der Gründung von SE Ventures im September fasste der General Partner *Grant Allen* den Investitionsansatz des Fonds wie folgt zusammen: "Wir sind ein Single-LP-Venture-Fonds und bei jedem Investment sind auch die Ressourcen von Schneider Electric Teil des Deals. Letztendlich wollen wir ein Kräftermultiplikator sein, der den jungen Start-ups einen schnellen Zugang zu Schneiders globalem Kundenstamm genau dann ermöglicht, wenn sie diesen am dringendsten brauchen. Dies verschafft SEV-Portfoliounternehmen einen enormen Vorsprung und ist ein zentrales Element unserer Investmentphilosophie. Kapital ist weit verfügbar und letztlich ist es der strategische Mehrwert, den wir liefern, der den Unterschied macht."

Here, while the investment team may use experts from the parent organization to evaluate an investment opportunity, it has otherwise only relatively few ties to its sponsor's other business units as its focus usually lies predominantly on financial returns.

Case Study – SE Ventures



SE Ventures is a new EUR 500 million corporate venture capital fund created in close partnership with Schneider Electric, a French multinational in the business of energy management, industrial automation, and related services and software. Like its CVC contemporaries set up with some degree of real independence from their backing LP, SE Ventures is both a critical component of the company's innovation arsenal and an externally-focused, fast-moving investment arm. SE Ventures has a dual mandate of financial success and strategic acceleration for Schneider and great pain was taken during the setup phase of the fund to structure things appropriately in order to enable Schneider to achieve these goals. Some key considerations for the new fund:

- Schneider Electric would be the sole LP, with the fund functioning much like GV or Sapphire Ventures;
- the fund would have a clearly defined investment mandate that, from a strategic perspective, was aligned with Schneider Electric's longer term areas of interest, in particular what Schneider would call H2 and H3 technologies and business models, the areas that will represent the next billion-dollar business for Schneider; and
- a more independent investment team that could make investment decisions (in Schneider's case, up to EUR 10 million) on its own, complemented by a band of insiders in the form of partnerships team that would be a tight link back to Schneider and ensure it could deliver on its CVC promise.

Against the backdrop of its new fund, Schneider considers the following to be its key differentiators:

- **Process** – Quick, thoughtful and transparent decision making process akin to any other top-tier venture capital fund.
- **Path to Profit** – Clear ability to accelerate top-line using Schneider's global customer base, channel relationships and R&D assets, driven by the partnerships team.
- **Professionalism** – Seasoned, thesis-oriented team with proven track record and 40+ years of collective investment experience.

At their September launch, *Grant Allen*, General Partner at SE Ventures, summarized the fund's investment approach as follows. "We are a sole LP venture fund and in every investment introduce the benefits of Schneider Electric to the equation. We aim to be a force multiplier, affording fluid access to Schneider's global customer base at the stage of a startup's growth when they most need the boost. This represents an unfair advantage for SEV portfolio companies and it's a central piece of our investment philosophy. Capital is a commodity; value-add is not."

Evaluationskriterien

Die nachfolgende Grafik fasst einige der Kriterien zusammen, die bei Entscheidungen über Strukturierung oder Weiterentwicklung von CVC-Aktivitäten berücksichtigt werden können.

	Kriterium	Integration in bestehende Geschäftseinheiten	Separate Geschäftseinheit/ Eigene juristische Person	Single-LP-CVC-Fondsstruktur
AUTONOMIE	Unabhängigkeit	Gering	Gering bis moderat	Eher hoch
	Entscheidungsprozesse	Eher langsam	Langsam bis moderat und bei eigenen Einheiten manchmal recht schnell	Schnell
INTEGRATION	Eingliederung ins Unternehmen	Eher hoch	Eher moderat	Eher gering
	Finanzielle Verantwortlichkeit	Eher gering	Moderat bis hoch	Hoch
SICHTBARKEIT UND DEAL FLOW	Interne Sichtbarkeit	Eher gering (jedenfalls außerhalb der betreffenden Geschäftseinheit)	Moderat bis hoch	Hoch
	Sichtbarkeit im Markt	Gering	Moderat bis hoch	Hoch
	Deal Flow	Strukturen und Anreize müssen den Start-ups und Co-Investoren erläutert werden	Strukturen und Anreize müssen den Start-ups und Co-Investoren eventuell erläutert werden	Wohl attraktiver für Co-Investoren und Start-Ups, da Strukturen und Anreize klarer zu verstehen sind
TALENTE UND VERGÜTUNG	Attraktivität für Talente	Talente zögern ggf., sich dem Team anzuschließen, da langfristige Perspektive und das Engagement des Unternehmens nicht klar sind	Langfristige Perspektive und unternehmerisches Engagement werden deutlicher	Langfristige Perspektive und unternehmerisches Engagement sind klar erkennbar
	Vergütungsmöglichkeiten	Unternehmensvergütung	Unternehmensvergütung, Beteiligung am Equity-Upside eines Portfolios möglich	Erlaubt "Carry"-Strukturen ähnlich wie bei VC-Fonds
KOSTEN	Aufbau- und Unterhaltskosten	Gering	Moderat	Vergleichsweise hoch
SONSTIGES	Spin-out Optionen	Begrenzt	Moderat	Einrichtung eignet sich für die Ausgliederung der CVC-Aktivitäten und die Aufnahme weiterer Investoren

Evaluation Criteria

The graphic below summarizes some of the criteria that might be considered when determining how to set up or subsequently how to evolve one's CVC activities.

	Criteria	Integrated Across Business Units	Independent Business Unit / Separate Legal Entity	Single-LP CVC Fund Structure
AUTONOMY	Independence	Low	Low to Moderate	Rather High
	Decision-Making Processes	Rather Slow	Slow to moderate and in case of independent entities sometimes relatively fast	Fast
INTEGRATION	Integration within the Corporate	Rather High	Rather Moderate	Rather Low
	Financial Accountability	Rather Low	Moderate to high	High
VISIBILITY AND DEAL FLOW	Internal Visibility	Low	Moderate to high	High
	Visibility in the Market	Low	Moderate to high	High
	Deal Flow	Structures and incentives will need to be explained to start-ups and co-investors	Structures and incentives might need to be explained to start-ups and co-investors	Arguably more attractive to co-investors and start-ups as structures and incentives are clearer to understand
TALENT AND REMUNERATION	Attractiveness for Talents	Talents might be reluctant to join as long-term perspective and corporate commitment are not clear	Long-term perspective and corporate commitment become clearer	Long-term perspective and corporate commitment are clear
	Remuneration Options	Corporate remuneration system	Corporate remuneration system, participation in the equity upside of a portfolio can be modelled	Allows "carry" structures akin to VC funds
COSTS	Set-up and Maintenance Costs	Low	Moderate	Relatively high
OTHER	Spin-out Options	Limited	Moderate	Set-up is suitable for spin-out of CVC activities, taking in funds from other CVC investors

2.2 Wie viel Kapital benötigt die CVC-Einheit?

Wir werden oft gefragt, wie viel Investitionskapital für ein CVC-Programm notwendig ist. Wie es von Anwälten zu erwarten ist, sind wir geneigt zu antworten: "Es kommt darauf an..." (und das ist letztlich auch die richtige Antwort). Aber lassen Sie uns trotzdem zwei konkrete Zahlen nennen:

"Null Euro"

Das ist die Antwort, die *Ellen Ehrenpreis*, Partnerin in Orricks Büro im Silicon Valley, aufstrebenden CVC-Investoren geben würde. Und obgleich diese Antwort natürlich der eigentlichen Frage auszuweichen scheint, weist sie auf eine wichtige Tatsache hin, die viele strategische Investoren zu Beginn übersehen: Was CVCs von traditionellen Finanzinvestoren unterscheidet und die Annahme eines CVC-Investments so attraktiv macht, sind die vielen Möglichkeiten, wie CVCs ein Start-up über das investierte Kapital hinaus unterstützen können; sei es als Kunde, als Schnittstelle zum Markt, als Partner in der Produktentwicklung, als Instrument zur Produkt- oder Roadmap-Validierung oder als potenzieller Erwerber. Es gibt sehr viele Möglichkeiten, wie CVCs einen Mehrwert bieten können, der weit über ihren finanziellen Beitrag hinausgeht. In einem Umfeld, in dem für viele Start-ups die Finanzierung so einfach ist, wird Kapital als solches kein ausreichendes Abgrenzungskriterium mehr sein (es sei denn, man ist Softbank, die mit ihrem Vision Fund großvolumige Finanzierungen zur Verfügung stellen). Um mit anderen Investoren und Finanzierungsquellen konkurrieren zu können, müssen CVC-Investoren vielmehr zunächst die Frage beantworten, was ihr Kapital "smart" und besser noch "strategisch" macht (siehe auch Kapitel A.II.2).

"50 bis 75 Millionen Euro"

Darüber hinaus sollte jedem CVC-Aspiranten klar sein, dass eine längerfristig angelegte CVC-Strategie sogar schon dann erhebliche Investitionen erfordert, wenn nur in Seed-Runden investiert werden soll. Mittlerweile summieren sich in Deutschland viele dieser frühen Finanzierungsrunden bereits auf einige Millionen Euro. In diesem Umfeld muss die CVC-Einheit ein Portfolio aufbauen, um die Chancen auf strategische Erfolge oder einen finanziellen "Ausreißer" zu erhöhen; sie muss Rücklagen für Folgeinvestitionen in den nächsten Finanzierungsrunden schaffen und sie muss die Portfoliounternehmen bei der Skalierung unterstützen. Es verwundert daher kaum, wenn viele Berater den (ersten) Finanzierungsbedarf der CVC-Einheit auf ca. 50 bis 75 Millionen Euro beziffern. Deutlich mehr Geld ist im Laufe der Zeit natürlich erforderlich, wenn auch in späteren Phasen investiert wird oder zusätzliche Maßnahmen zur Erfolgsmaximierung ergriffen werden sollen.

2.2 Fund Size

We're often asked how much investment capital is necessary. To be expected from a lawyer, we're inclined to answer: "it depends" (and that's ultimately the correct answer), but let us give you two concrete figures:

"Zero Euros"

This is the answer our Silicon Valley Partner *Ellen Ehrenpreis* would give when counseling aspiring CVC investors. And while perhaps seeming to dodge the question, the answer highlights an important point that many first-time strategic investors miss: what sets CVCs apart from traditional financial investors and makes the prospect of taking on CVC dollars compelling are the many ways CVCs can contribute to the venture beyond the dollars invested, be it as a customer, as a conduit to the market, as a partner in product development, as a means of providing product or roadmap validation, as a potential acquiror and the many other ways CVCs can offer value far beyond the dollars they invest. In an environment where funding is so readily available, the offer of capital alone is unlikely

to set a CVC apart (ok, unless you're Softbank and offering really large sums of capital through the Vision Fund!). In order to compete with other investors and funding sources, CVC investors must answer what makes their capital "smart" and, better yet, "strategic" (see also Chapter A.II.2).

"Fifty to Seventy-five Million Euros"

Besides this rather philosophical answer, corporate parents need to understand that a CVC strategy will require significant investments, even if the CVC unit will only invest in the seed-rounds. Today, many seed-rounds in the German market already amount to a few million euros. When considering that the CVC unit has to build up a portfolio to increase its chances to achieve strategic success or a financial outlier, that it has to reserve funds for follow-on investments in the next financing rounds and that it has to help its portfolio companies scale, it shouldn't be surprising that many advisors believe that it will take at least EUR 50-75 million to get a CVC unit started. Over time, significantly more money might be required for later-stage investments and for added impact.

3. ENTSCHEIDUNGSPROZESSE

3.1 Allgemeine Beobachtungen

Wenn wir mit VC-Investoren und Start-ups über ihre Erfahrungen mit Corporate-Investoren sprechen, klagen viele über die langwierigen Entscheidungsprozesse in Unternehmen. Dies betrifft nicht nur die Investitionsentscheidung selbst zu Beginn einer Partnerschaft, sondern auch die Ausübung der vielfach eingeforderten Kontrollrechte oder die Entscheidung, ob der CVC-Investor an zukünftigen Finanzierungsrunden teilnehmen möchte, von der aktiven Begleitung des Start-ups als Mentor und Berater ganz abgesehen. Daher sollten Corporates besonderen Wert darauf legen, schlanke und agile Entscheidungsprozesse zu implementieren. Nur so kann sichergestellt werden, dass die CVC-Einheit mit der Entwicklung der Start-ups und den Entscheidungsprozessen der VC-Investoren Schritt halten kann. Dies erfordert auch eine sorgfältige Abwägung, wer in den unternehmensinternen Entscheidungsprozess einbezogen werden sollte. Zwar ist es entscheidend, aus der Chefetage Unterstützung für die CVC-Initiative zu bekommen, insbesondere um sicherzustellen, dass die relevanten Geschäftsbereiche tatsächlich sinnvoll mit den Start-ups zusammenarbeiten. Das bedeutet jedoch nicht, dass der CEO und/oder der CFO notwendigerweise im Entscheidungsgremium sitzen und über jedes einzelne Investment oder – noch schlimmer – das tägliche Portfoliomanagement mitbestimmen müssen. Oft haben diese Top-Manager wichtigere Schlachten zu schlagen, während für das Start-up Schnelligkeit und Agilität im Vordergrund stehen. Der Entscheidungsprozess sollte vielmehr möglichst auf die Ziele der CVC-Einheit abgestimmt sein:

- Wenn die Ziele in erster Linie finanzieller Natur sind, sollte man nicht allzu viele Geschäftsbereiche des Unternehmens einbinden oder eine qualifizierte Mehrheit/einstimmige Abstimmung des Vorstands oder eines Investment-Ausschusses fordern. Solche Maßnahmen können zwar bei der Konsensbildung hilfreich sein, machen aber nonkonforme Wetten auf innovative Ideen gegen überkommene allgemeine Überzeugungen eher unwahrscheinlich (es ist erstaunlich, wie viele Wörter man im Deutschen zur Beschreibung einer "contrarian betting strategy" benötigt...).

- Verfolgt die CVC-Einheit hingegen in erster Linie strategische Ziele, sollten ausgewählte Führungskräfte aus den relevanten Unternehmensbereichen (frühzeitig) in den Entscheidungsprozess einbezogen werden. So wird sichergestellt, dass die nötige Unterstützung des Top-Managements vorhanden ist und dass die beteiligten Geschäftseinheiten das Versprechen von "Smart and Strategic Capital" auch tatsächlich einlösen. Einige unserer eher strategisch fokussierten CVC-Mandanten haben hier auch ein gestuftes Entscheidungsprozedere eingeführt. Die CVC-Einheit hat mehr oder weniger freie Hand bei kleineren Investitionen in den ersten Runden in Start-ups aus vordefinierten Geschäftsfeldern, um – oft durch Wandeldarlehen – einen Fuß in der Tür zu bekommen. Später folgt dann ein systematischerer Ansatz, der die relevanten Geschäftseinheiten wieder stärker einbindet und integriert.
- Nach unseren Erfahrungen kommen viele Corporate-Investoren mit zunehmender Erfahrung irgendwann an einen Punkt, an dem sie die Entscheidungsprozesse für ihre Investitionen auf den Prüfstand stellen. Viele implementieren im Zuge dessen dann kleinere Gremien mit schlankeren Prozessen und räumen gleichzeitig dem CVC-Team (mit seiner horizontalen Sicht auf den Markt) eine größere Autonomie ein. Vetorechte von anderen Beteiligten aus dem Mutterunternehmen werden dann tendenziell eher zurückgefahren.

Wenn Unternehmen Inkubatoren, Innovation-Outposts oder Co-Creation-Projekte aufsetzen, dann bekommen sie zwar großartige Kaffeebecher und T-Shirts, tatsächlich handelt es sich aber nur um ein Innovationstheater. Und das meine ich nicht im positiven Sinne – es ist schlecht. Nicht weil die Leute dumm sind. Aber es entstehen unzusammenhängende Aktivitäten ohne strenge Erfolgskontrolle – ohne Beweise und ohne Kennzahlen, die für eine disziplinierte Umsetzung nötig sind. Ich halte das für einen Fehler. Wichtig ist, diese Aktivitäten richtig miteinander zu verbinden, so wie Venture-Capital-Unternehmen ihre Investitionen in einem Portfolio aufeinander abstimmen.

(Steve Blank, Harvard Business Manager 3/2018)

3. DECISION MAKING

3.1 General Observations

When we talk to investors and start-ups alike about their experiences with CVC investors, one complaint we hear most often is the time it takes the corporate to make decisions, and this holds true not only for the investment decision at the beginning of the relationship, but also when it comes to exercising the control rights corporate investors often request in the financing documentation or deciding on whether or not to participate in future financing rounds (not to mention the active mentoring and sponsorship the start-up had been promised by its corporate investor). Thus, the parent organization should make a real effort to put lean and agile decision-making processes in place so that the CVC unit can keep up with start-ups and the decision-making processes of their co-investors from the VC world. This also requires careful consideration of who should be involved in the decision process. While it is crucial to get support for the CVC initiative from the top, in particular to ensure that the relevant business units actually work with the start-up in a meaningful way, this doesn't mean that the CEO and/or CFO do necessarily need to sit on the decision-making body, deciding on each and every investment or – even worse – having to weigh in on the daily portfolio management. Often, these top execs have bigger fish to fry, while for the start-up speed and agility are king. Once again, the decision-making process should follow the CVC unit's objectives:

- If they are primarily financially driven, one should be careful about involving several entities of the parent organization, or a super-majority / unanimous vote of the board, or an investment committee, as these techniques might be helpful at building consensus but will make contrarian bets on innovation ideas rather unlikely.

- On the other hand, if the CVC unit shall primarily pursue strategic goals, decision-making processes should include certain key stakeholders at the parent organization to ensure support from senior management and that the involved business units will actually deliver on the promises of “smart and strategic capital.” Some of our strategically focused CVC clients have adopted a tiered strategy by giving the CVC unit more-or-less wide autonomy on making smaller early round investments in start-ups from pre-defined business sectors, often through convertible loans to get a foot in the door followed by a more systematic approach to connect them with and integrate them into other business units.
- In general, in our experience, when maturing, many corporate investors at some point will revisit the design of the investment decision process they have put into place, opting for a smaller group with shorter cycle times and granting the CVC team members (with their more horizontal perspective on market opportunities) greater autonomy and constraining any other stakeholders' veto power.

“When companies set up incubators, innovation outposts or co-creation projects, they get great coffee mugs and t-shirts, but they're actually just innovation theaters. And I don't mean that in a positive sense – it is bad. Not because people are stupid. But there are incoherent activities without a strict performance evaluation – without evidence and without key figures, which are necessary for a disciplined implementation. I think that's a mistake. It is important to coordinate these activities properly, just as venture capital companies coordinate their portfolio investments.

(Steve Blank, Harvard Business Manager 3/2018 – Note: convenience translation of the German source by the authors)

3.2 Hören Sie auf, in schlechte Unternehmen zu investieren

Hin und wieder stellen wir fest, dass CVC-Investoren Schwierigkeiten damit haben, das Scheitern eines Investments zu akzeptieren und einzusehen, dass ein Portfoliounternehmen keine weitere Finanzierung erhalten sollte. Die Gründe hierfür sind vielfältig und komplex; zu ihnen zählen u.a.:

- Große Unternehmen stehen im Rampenlicht der Öffentlichkeit und kündigen im Rahmen ihrer Digitalisierungsstrategie oft Start-up-Investitionen an. Das kann zu Kommunikationsproblemen führen, wenn das Unternehmen später das Scheitern eines Investments einräumen muss. Die Öffentlichkeit tendiert außerdem dazu, CVC-Investoren an anderen Maßstäben zu messen als ihre VC-Kollegen. Bei Letzteren wird es als völlig selbstverständlich angesehen, dass man sich bei einer gewissen Anzahl von Portfoliounternehmen irgendwann entscheidet, die Reißleine zu ziehen und diese nicht weiter zu finanzieren.
- Unternehmen und deren Führungsetagen wollen oft nicht eingestehen, was sie selbst als persönliches Versagen empfinden. Sie klammern sich an "ihre" Portfoliounternehmen und hoffen, nicht das Gesicht zu verlieren, oder fürchten, dass Unternehmenskarrieren Schaden nehmen. Viele Investmentmanager befürchten außerdem zu Recht, dass in einem klassischen und planungszentrierten

Unternehmensumfeld die Abschreibung eines Portfoliounternehmens der Unternehmensleitung schnell den Appetit auf weitere Start-up-Investments verderben dürfte.

Bei der Gestaltung und Strukturierung der eigenen CVC-Einheit sollten Unternehmen diese organisations- und individualpsychologischen Verhaltensmuster berücksichtigen.

"Lemons ripen early", hört man VC-Investoren in diesem Zusammenhang gelegentlich sagen. Damit ist gemeint, dass schlechte Deals oft recht schnell erkennbar sind und ein Investor dann handeln muss. Es gehört zum Geschäft, dass einige Investitionen sicher scheitern werden, und es sollte daher im Vorfeld anhand eines Kriterienkatalogs definiert werden, wann und wie ein solches Scheitern festzustellen ist. Hierbei sollten sich die Corporate-Investoren bestenfalls eine Scheibe von den klassischen VC-Investoren abschneiden – diese sind bei solchen Entscheidungen nämlich äußerst effizient. Sobald das Scheitern offensichtlich geworden ist, muss es außerdem einen Prozess geben, der ohne gegenseitige Schuldzuweisungen auskommt und hilft, den Stecker zu ziehen, ohne die Karriereaussichten aufs Spiel zu setzen.

4. TEAM

Die richtige Mischung

Beim Aufbau einer CVC-Einheit müssen Corporate-Investoren ein Team auswählen, das oftmals aus internen wie externen Mitarbeitern besteht. Erstere kommen meist aus den anderen Geschäftsbereichen des Unternehmens; letztere kommen aus dem Umfeld von VC-Fonds oder waren selbst Gründer.

Viele Unternehmen entscheiden sich für externe VC-Spezialisten oder für andere Insider aus dem weiteren Start-up-Umfeld, z.B. für ehemalige Gründer. Langfristiges Ziel ist es, deren Know-how und ihre Erfahrung zu nutzen und CVC-Expertise innerhalb des Unternehmens aufzubauen. Solche Neueinstellungen von außen bringen Netzwerke, Arbeitsmethoden und

einen Fokus auf die rasche Skalierung von Start-ups mit sich – alles Faktoren, die auf eine erfolgreiche CVC-Strategie einzahlen.

Ich denke, es ist ein Fehler, eine große Anzahl von Leuten einzustellen, um eine komplizierte Aufgabe zu erledigen. Die Masse wird nie das Talent kompensieren, wenn es darum geht, die richtige Antwort zu finden (zwei Personen, die nicht wissen, was sie tun, sind nicht besser als eine). Vielmehr wird es den Prozess nur verlangsamen und die Kosten in die Höhe treiben.

(Elon Musk – Hinweis: Übersetzung des englischen Originalzitats durch die Autoren)

3.2 Stop Investing in Bad Companies

We sometimes observe that CVC investors have trouble accepting that an investment hypothesis failed and that a portfolio company should not receive further funding. The reasons are plentiful and include:

- Big corporations stand in the public's spotlight and often announce start-up investments to the market as part of their digitization strategy. That can create a communication backlash if the company must admit failure later. The public tends to also hold CVC investors to other yardsticks than their institutional VC peers, for whom pulling the rugs under a certain number of portfolio companies is just accepted as a given.
- Corporates often don't want to admit what they and their organization might perceive as personal failure and cling to "their" portfolio companies in hopes of not losing face or hurting their career. Many investment managers may also rightly fear that writing off an investment in a corporate environment might dampen the C-suite's appetite to approve the next investments.

When designing the setup and structures of their CVC unit, corporations should keep this in mind.

"Lemons ripen early," as VC investors like to say, *i.e.* bad deals often reveal themselves pretty soon, and then investors need to act. Some investments will fail, and there should be a pre-defined set of criteria for when and how to make this judgment call. Here, it certainly helps to take a leaf out of the venture capital investors' playbook; they are brutally efficient at this. Once failure has become evident, a process should be in place to pull the plug without putting people's career on the line or engaging in a blame game.

4. HR SKILLS AND CAPABILITIES

The Right Mix of Talent

When setting up a CVC unit, corporate parents must select a founding team that can include external hires, often with a VC fund or entrepreneurial background, and/or internal talents coming from the company's other business units.

Many companies choose to employ external VC specialists or other insiders from the wider entrepreneurial ecosystem, *e.g.* former founders. The longer-term goal is to insource their know-how and experience and develop suitable CVC capabilities within the parent organization. Such hires from the outside bring with them networks, methods of working and a focus on scaling businesses that can all contribute to the success of the CVC strategy.

I think it's a mistake to hire huge numbers of people to get a complicated job done. Numbers will never compensate for talent in getting the right answer (two people who don't know something are no better than one), will tend to slow down progress, and will make the task incredibly expensive.

(Elon Musk)

Wenn ein Corporate-Investor externe Kandidaten bevorzugt, geht er in der Regel davon aus, dass den unternehmenseigenen Bewerbern die erforderlichen Erfahrungen, Netzwerke und Fähigkeiten fehlen. Allerdings gilt es dabei zu bedenken, dass eine solche Bevorzugung externer Kandidaten intern auf Widerstand stoßen und typische Abwehrreaktionen in Teilen des Unternehmens auslösen kann. Hin und wieder wird außerdem übersehen, dass externe Bewerber zwar sehr gut in der Start-up-Szene vernetzt sein mögen, ihnen aber regelmäßig die Kontakte innerhalb des Unternehmens selbst fehlen. Dies kann eine enorme und manchmal fatale Schwachstelle für eine neu entstehende CVC-Einheit sein, insbesondere wenn sie die Investitionsentscheidungen nicht allein treffen kann, sondern die Genehmigung oder zumindest Unterstützung durch andere Geschäftseinheiten benötigt. Aber selbst, wenn eine Investition doch erfolgt, mag das Start-up nicht den Zugang zu Ressourcen und Know-how und die Unterstützung der relevanten Geschäftseinheiten bekommen; mit anderen Worten: die Investitionshypothese wird dann nicht aufgehen.

Daher scheint es uns das Beste, bei der Gründung der CVC-Einheit auf einen Mix aus internen und externen Mitarbeitern zu setzen, und das gerade auch auf der Führungsebene. Interne Kandidaten, die die Sprache des Unternehmens sprechen und die Unternehmenskultur kennen, sind unerlässlich, um Brücken zu den anderen Geschäftsbereichen des Corporate-Investors zu schlagen und eine produktive Zusammenarbeit zu ermöglichen. Externe Kandidaten sind hingegen notwendig, um Zugang zu bestimmten Netzwerken außerhalb des eigenen Unternehmens zu erhalten. Außerdem sorgen sie für eine gesunde Portion Start-up- und VC-Mentalität. Bei der Anwerbung externer Mitarbeiter sollten Unternehmen jedoch nicht nur nach Kandidaten mit einer VC-Vorgeschichte suchen. Dies gilt insbesondere, wenn die Unternehmen – etwa, weil finanzielle Rendite nur eines von mehreren Zielen ist – nicht bereit sind, gleichzeitig auch andere wichtige Elemente aus der VC-Welt zu übernehmen (z.B. deren Anreizsysteme (lies: Vergütungssysteme), Entscheidungsprozesse oder deren Art, nach Investitionsmöglichkeiten zu suchen). Hier kann die Einstellung eines externen CVC-Veteranen die geeignetere Wahl sein, wird sich dieser doch regelmäßig besser in seiner Rolle innerhalb des größeren Unternehmens zurechtfinden.

Etwa 60 % der Führungskräfte von CVC-Einheiten werden aus den eigenen Reihen des Unternehmens rekrutiert. Die meisten intern rekrutierten Führungskräfte werden entweder innerhalb der CVC-Einheit (29 %) oder aus den unternehmenseigenen Corporate-Development-Funktionen, einschließlich Strategy und Mergers & Acquisitions (26 %), befördert. Von den extern angeworbenen CVC-Führungskräften stammen 39 % von anderen Unternehmen und 26 % von Venture-Capital-Investoren. Bei nicht U.S.-amerikanischen CVC-Einheiten werden 53 % der Führungskräfte intern rekrutiert.

(The Boston Consulting Group, Corporate Venture Capital Shifts Gears, 2016 – Hinweis: Übersetzung des englischen Originalzitats durch die Autoren)

When giving external hires the preference over internal candidates, the assumption is that such internal candidates lack the required experience, networks and skills. However, the corporate parent needs to keep in mind that such a bias towards external hires might face internal resistance and trigger the typical defensive reactions from other parts of the organization. Besides these shorter-term obstacles, another sometimes overlooked shortcoming of a hiring approach too much focused on external talent is that these newcomers might have very useful networks in the wider entrepreneurial ecosystem but will often lack them within the corporate parent's organization. This can be a huge and sometimes fatal impairment on a nascent CVC unit, especially when the CVC unit cannot make investment decisions on its own but requires approval or at least support from other parts of the organization. And even if an investment is eventually made, an investment hypothesis that includes bringing the corporate's assets and capabilities to bear will often fail without internal networks.

Thus, in our opinion, CVC units – including the CVC unit's leadership level – should be staffed with a mix of talent from inside and outside the parent organization. Internal talent fluent in parent company language and culture are vital to bridge the chasms to the various business units of the corporate investor and facilitate good working relationships, while external talent is required to get access to the necessary ecosystems and ensure the infusion of a healthy dose of start-up and VC investment thinking. However, when recruiting external talent, corporations shouldn't look only for investors with a VC pedigree, especially when the corporate parent isn't prepared to embrace relevant elements from the VC world such as carried interest incentives and their way of decision-making and looking for investment opportunities, e.g. because financial returns from CVC investments is only one of the goals of the CVC strategy. Here, hiring an outside CVC veteran can be the more appropriate choice, as they tend to be more mindful of their role within the larger enterprise.

Some 60 % of CVC unit heads are recruited from within the corporate parent. Most internally recruited leaders are promoted either from within the CVC unit (29 %) or from the corporate development functions (26 %), including strategy and mergers and acquisitions. Among externally recruited CVC unit heads, 39 % come from other corporations and 26 % from venture capital firms. Among non-U.S. CVC units, 53 % of leaders are internally recruited.

(The Boston Consulting Group, Corporate Venture Capital Shifts Gears, 2016)

Die Einstellung externer Mitarbeiter aus dem VC- und CVC-Umfeld



Für die Suche nach den "richtigen" externen Kandidaten möchten wir Ihnen ein paar Schlüsselkriterien an die Hand geben, auf die Sie besonderen Wert legen sollten (natürlich zusätzlich zu grundlegenden Voraussetzungen wie Integrität, "Cultural Fit" und einer gemeinsamen Idee davon, wo die Reise hingehen soll):

Erfahrung und ein guter Ruf in der CVC/VC-Szene: Diese Qualifikationen dürften offensichtlich sein. Erfahrung hilft, Anfängerfehler zu vermeiden. Erfahrung, kombiniert mit einem guten Ruf, hilft dem Corporate dabei, einen guten Deal Flow zu bekommen, da er auch ohne belastbaren Track Record eine gewisse Glaubwürdigkeit vermitteln kann. Die gemeinsame Investitionserfahrung mit potenziellen Co-Investoren schafft Vertrauen.

Fachliche Expertise: Fachliche Expertise ist unerlässlich, um der CVC-Einheit zu mehr Bekanntheit zu verhelfen, eine gesunde Reputation im Markt aufzubauen, die richtigen Investitionsentscheidungen zu treffen und die Portfoliounternehmen wirksam zu unterstützen. Potenzielle Kandidaten sollten aber auch auf die Fähigkeit zum eigenständigen Denken sowie die Persistenz, bestehende Kulturen und Überzeugungen zu hinterfragen, getestet werden.

Netzwerk: Gute Beziehungen zu Start-ups, Universitäten, anderen Investoren, Intermediären und Beratern sind der Grundstein, um dem Corporate Zugang zu guten Deals zu ermöglichen und adäquate Bedingungen für die Investitionen auszuhandeln.

Urteilsvermögen: Dadurch, dass sie Tausende von Investitionsmöglichkeiten und Gründerteams bewerten und Stunden um Stunden in Beiratssitzungen verschiedener Start-ups verbringen, sind die Veteranen der Szene in der Lage, effiziente Bewertungsprozesse zu entwickeln. Sie erkennen Investitionsmöglichkeiten früh und können zukünftige Herausforderungen antizipieren. Weitsicht und ein realistischer Ansatz für Investitionsvorhaben können in einem Unternehmensumfeld, das in der Regel viel Wert auf die Planung legt, besonders hilfreich sein.

Erfolgsbilanz: Wie sieht die Erfolgsbilanz des Kandidaten aus? Bei der Beantwortung dieser Frage kommt es vor allem darauf an, den richtigen Maßstab anzulegen. Wie sich weiter unten zeigen wird, ist die Erzielung beeindruckender finanzieller Renditen beispielsweise nicht so relevant, wenn die CVC-Aktivitäten vor allem auf strategische Erkenntnisse abzielen. Dann sind andere Parameter für die Erfolgsmessung erforderlich.

Unternehmenspolitische Kompetenz: Hat der Kandidat jemals in einer Rolle gearbeitet, die in einer Unternehmensorganisation nicht nur Führung, sondern auch Integration und Zusammenarbeit mit anderen Geschäftsbereichen erfordert?

Team: Konnte der Kandidat in der Vergangenheit ein erfolgreiches Team aufbauen und musste er dabei auch Einstellungs- und Entlassungsentscheidungen treffen?

Das richtige Skill-Set

Viele Portfoliounternehmen arbeiten in einem sich schnell verändernden Umfeld. Wer den Start-ups dabei helfen will, hier zu bestehen, muss die agilen und dynamischen Methoden und Konzepte dieser jungen Unternehmen verstehen. Dazu gehören beispielsweise das Lean-Start-up-Konzept der "Minimum Viable Products" oder die Führung von Teams mit OKRs. Diese Kenntnisse müssen durch operative Kompetenzen ergänzt werden, die es den Mitgliedern des Investmentteams ermöglichen, die Ressourcen des Corporate auch dann für das Start-up nutzbar zu machen, wenn sie mit der

für die Portfoliounternehmen charakteristischen Flexibilität arbeiten. Da die CVC-Einheit nicht nur als Anlaufstelle für Start-ups, sondern auch als Brückenbauer zu den anderen Geschäftsbereichen des Unternehmens agieren muss, halten wir es für sehr sinnvoll, dass die CVC-Einheit auch andere wichtige Akteure im Unternehmen in diesen Techniken und Fähigkeiten schult.

When Hiring External VC and CVC Talent



When looking for the "right" external talent, here are some of the key criteria potential employers should screen (of course in addition to and after getting comfortable on fundamentals such as integrity, cultural fit and aligned interests):

Experience and Reputation Within the CVC/VC Market: These criteria should be obvious. Experience helps to avoid beginner mistakes. Experience combined with a good reputation can help the corporate investor overcome challenges when trying to get a good deal flow, as it lends credibility to a newcomer to the investment market. Shared investing experience with potential co-investors helps to create trust.

Domain Expertise: To help the CVC unit get visibility, build credibility, make sound investment decisions and help portfolio companies, domain expertise is certainly needed. However, potential candidates should also be screened for independent thinking and the ability and stamina to question existing cultures and beliefs.

Networks: Relevant relationships with start-ups, universities, other investors, intermediaries and advisors are the cornerstone for helping the corporate get access to good deals and agree on reasonable terms.

Judgment by a Thousand Review Processes: Having sized up deal opportunities and founder teams many times over, and having spent many hours on the boards of various start-ups, helps veterans establish rigorous evaluation processes, spot investment opportunities and anticipate the challenges that might lie ahead. Foresight and a realistic approach to investment cases can be particularly helpful in a corporate environment that usually tends to lay greater emphasis on planning.

Results: Does the candidate have a verifiable investment track record? Here one should choose the right yardstick, however. As will become clear further down, an impressive record of achieving great financial returns may not be particularly relevant when the CVC activities will be focused on strategic outcomes requiring other metrics.

Corporate Political Skills: Has the candidate ever worked within a corporate organization in a role requiring not only leadership but also integration into and collaboration with other business units?

Team: Has the candidate built up a successful team in the past, including having to make hiring and firing decisions?

The Right Skill Set

Helping one's portfolio companies cope with the fast-changing environment facing many start-ups requires that the persons responsible for portfolio management and nurturing these young tech companies understand the agile and dynamic business tools and concepts these companies use. This might include, for example, lean start-up concepts such as "minimum viable products" or leading teams with OKRs. Such skills need to be augmented by operational competences that allow the investment team members to tap into the resources of a large corporation even as they operate with the nimbleness characteristic of the portfolio companies, they

take a stake in. As the CVC unit will have to act not only as a landing spot for start-ups but also as a bridge-builder to the other business units of the corporate organization, we think it makes a lot of sense for the CVC unit to be also given a mandate to educate other key stakeholders in the organization on these techniques and skills.

5. ANREIZSYSTEME

5.1 Überblick

Wie *Feld/Mendelson* in ihrem Standardwerk "Venture Deals" feststellen, kann eines der größten Probleme jeder CVC-Einheit die Mitarbeiterfluktuation sein: "CVC-Teams erleben häufig eine nicht unerhebliche Mitarbeiterfluktuation, insbesondere wenn es in dem Team Leistungsträger gibt, deren Anreiz lediglich in einer Beteiligung an ihrer börsennotierten Muttergesellschaft besteht und sich nicht an den erzielten Investment-Renditen orientiert. Diese CVC-Partner sind für viele klassische VC-Investoren, die wachsen wollen, eine leichte Beute, da Vergütung, Autonomie und Gestaltungsmöglichkeiten bei VC-Investoren oft deutlich höher sind als in ihren CVC-Einheiten." Ein solcher Weggang von Schlüsselpersonen kann die Beziehung zwischen Start-up und Corporate-Investor beeinträchtigen. Die Gründer sind zu Recht besorgt darüber, was passieren wird, wenn ihr Champion beim Corporate-Investor nach der Investition ausscheidet und dann das Interesse des CVC-Mitgeschafters am Start-up rasch abnehmen könnte. Diese Sorgen sollten in einem Start-up-Umfeld, das stark von den jeweils agierenden Personen geprägt wird, nicht unterschätzt werden.

Daher ist es bei der Gründung der CVC-Einheit sehr wichtig, früh über ein attraktives Vergütungsmodell für das Management- und Investmentteam nachzudenken. Es sollte den Unternehmergeist fördern und Anreize für die Erreichung der gewünschten strategischen und/oder finanziellen Ziele bieten. In der Praxis sehen wir eine Vielzahl von Anreizmodellen, darunter die Folgenden:

- Verzicht auf besondere finanzielle Motivation zu Gunsten nicht-monetärer Anreize;
- "Klassische" Unternehmensvergütung, die eine feste Gehaltskomponente mit einem variablen Vergütungssystem kombiniert;
- Beteiligung an den Erlösen aus der Beteiligung an den Portfoliounternehmen, z.B. durch ein eigenkapitalbasiertes oder virtuelles Beteiligungsprogramm oder durch eine Carried-Interest-Struktur; und
- Möglichkeiten für die jeweiligen Manager, auch selbst in Portfoliounternehmen zu (co-)investieren.

Nicht-finanzielle Anreize stehen im Vordergrund

Eher selten – jedenfalls, wenn die CVC-Aktivitäten eine gewisse Größe und Verstetigung gefunden haben – ist der Verzicht auf finanzielle Anreizsysteme über die normale Vergütung hinaus zu Gunsten rein nicht-monetärer Anreize. Bisweilen setzen Unternehmen aber im Vertrauen auf die intrinsische Motivation der Beteiligten auf den besonderen gestalterischen Reiz der Aufgabe, die Exposition gegenüber der Unternehmensleitung und die einzigartigen Lern- und Erfahrungsmöglichkeiten. Hinzutreten können besondere Fortbildungsmöglichkeiten oder ein Secondment in einem der globalen Tech Hubs.

"Klassische" Unternehmensvergütung

In vielen CVC-Einheiten erhält das Investmentteam ein "standardisiertes" Unternehmensvergütungspaket, das ein Grundgehalt und, je nach Position und Zugehörigkeitsdauer des Mitarbeiters, einen bestimmten periodischen Bonus umfasst. Beim Bonus begegnen einem dann viele Spielarten, z.B. kann er an individuelle, organisatorische oder unternehmensweite Erfolgskennzahlen geknüpft werden. Bei dieser Art von Vergütung stellen die Boni jedoch in der Regel nicht auf die finanzielle Performance einzelner Investments der CVC-Einheit ab. Dies kann u.U. zu einem gewissen risikoaversen Verhalten des CVC-Teams führen. Vielleicht werden die Manager lieber in späteren Finanzierungsrunden investieren, in denen das Risiko, dass das Start-up scheitern wird, geringer ist, aber der Großteil des Equity Upside bereits von anderen Investoren abgegriffen wurde. Gleichzeitig riskiert das Unternehmen, erst (zu) spät Einblicke in neue Technologietrends und Geschäftsmodelle zu erhalten.

Beteiligung an den Erlösen aus dem Investment selbst

Alternativ können die Mitglieder des Investmentteams auch ein Paket erhalten, das ihre Vergütung an die finanzielle Performance "ihrer" Portfoliounternehmen bzw. die finanzielle Rendite der von ihnen getätigten CVC-Investitionen knüpft. Auch hier gibt es verschiedene Möglichkeiten, ein solches Anreizsystem zu strukturieren, darunter Mitarbeiteroptionsprogramme oder verschiedene (Shadow- oder Phantom-)Carried-Interest-Modelle. Mitunter werden Vergütungssysteme implementiert,

5. INCENTIVE SCHEMES

5.1 Overview

One of the most severe problems that can plague a CVC unit is employee turnover, as *Feld/Mendelson* observe in their standard textbook *Venture Deals*: “Teams at CVCs often experience employee turnover, especially if the CVC has star performers who are incented with equity in their public company rather than economics associated with their investment returns. These CVC partners are easy pickings for many traditional venture capital firms who are looking to grow since compensation, autonomy and authority are often significantly higher in venture capital firms than in CVCs.” The departure of key employees can disrupt the start-up/corporate relationship, and founders may be rightly concerned about what happens if their champion within the corporate parent’s organization leaves after the investment has been made and the start-up gets stuck with a disinterested CVC investor in its cap table – a reality that cannot be discounted in a people-driven ecosystem like entrepreneurship.

Hence, when setting up the CVC unit, it’s very important to think early on about the financial compensation scheme for its management and investment team so the scheme offers entrepreneurial incentives for the desired strategic and/or financial goals the CVC unit shall pursue. In practice, we see a variety of incentive models, including the following:

- No special financial incentive but a focus on non-financial incentives;
- “Classical” corporate remuneration combining a fixed salary component with a variable remuneration scheme;
- Participation in the equity upside of the portfolio companies, e.g. by an equity-based or virtual participation program or by a carried interest structure; and
- Opportunities for the respective manager(s) to actually co-invest in the portfolio company.

Non-Financial Incentives

Rather rare – at least if the Corporate Venturing activities have found a certain size and continuity – is the complete absence of financial incentive

systems beyond the “normal” remuneration in favor of purely non-financial incentives. However, some corporates rely on the intrinsic motivation of the people involved, the special creative appeal of the task at hand, the exposition of the role to the company’s top management, and the unique learning and experience opportunities. Sometimes, special training opportunities or secondments to one of the global Tech Hubs are added to make the position even more attractive.

“Classical” Corporate Remuneration

In many CVC units, the investment team receives a “standard” corporate compensation package, comprising a base salary and, depending on the employee’s position and tenure, some variation of a periodic bonus. The bonus comes in a variety of forms, e.g. it can be tied to individual, organizational or company-wide performance metrics. However, in this bucket of compensation schemes, such bonuses are usually not tied to the financial performance of individual investments made by the CVC unit. Obviously, this might result in risk-averse behavior. This can rear its head in the form of managers preferring to invest in later-stage financing rounds where the risks of failure are lower but most of the equity upside has already been captured by earlier investors. With focusing on later stage investments, the parent organization risks also of learning about emerging technologies and business models (too) late.

Participation in the (Equity) Upside

Alternatively, the investment team members can be given a compensation package that ties their rewards to the financial performance of “their” portfolio companies respectively – the financial return of the CVC investments made by them. Again, there are various ways to structure such an incentive scheme, including employee option programs or (shadow or phantom) carried interest structures. Sometimes remuneration schemes like those found at independent VC funds are adopted, frequently featuring a rather moderate cash compensation and a larger participation in the value created through exit proceeds. In the VC world, many investment managers are used to a carried interest structure that is – simply put – a performance bonus paid out if the fund returns profits

die denen von klassischen VC-Fonds sehr ähnlich sind und die eine eher moderate Festvergütung mit einem flexiblen Bonus für generierte Exit-Erlöse kombinieren. In der VC-Welt sind viele Investmentmanager an eine Carried-Interest-Struktur gewöhnt, die – vereinfacht ausgedrückt – einen Performance-Bonus darstellt, der ausgezahlt wird, wenn der Fonds Gewinne über einer bestimmten Mindestschwelle (der "Hurdle Rate") erzielt. Diese Gewinne werden normalerweise auf einer 80/20-Basis zwischen den Investoren (d.h. den LPs des Fonds) und dem Investmentteam geteilt (dies ist der "Carried Interest" oder kurz "Carry" des VC-Teams).

Die Motivation hinter diesem Ansatz ist einfach: Er ermöglicht es den CVCs, Schlüsselpersonen anzulocken und zu binden. Darüber hinaus werden die Interessen des CVC-Teams mit denen der Gründer und anderen Co-Investoren in Einklang gebracht. Auch das CVC-Team profitiert dann persönlich unmittelbar von einer möglichst hohen Steigerung des Eigenkapitalwerts des Start-ups. Ein solcher Ansatz muss jedoch mit der bestehenden Unternehmenskultur und Vergütungsstruktur in Einklang gebracht werden (können). Die potenziellen Risiken einer solchen Vergütungsstruktur entsprechen im Wesentlichen denjenigen bei der im Folgenden beschriebenen Co-Investitionsmöglichkeit für einzelne CVC-Teammitglieder.

Co-Investitionsmöglichkeit für Investmentmanager

Um eine Beteiligung an der erfolgreichen Entwicklung eines Portfoliounternehmens zu bieten, kann einer kleinen Gruppe von CVC-Teammitgliedern auch ermöglicht werden, gemeinsam mit dem CVC-Investor in die Start-ups zu investieren und damit maximal am sog. "Equity Upside" des einzelnen Start-ups zu partizipieren. Das macht das Risiko für die Teammitglieder natürlich größer, da sie eigene Mittel investieren müssen. Auch deshalb ist eine solche direkte Eigenkapitalbeteiligung an einzelnen Investments für CVC-Investmentmanager eher selten anzutreffen. Weitere Gründe dafür sind unter anderem:

- Co-Investments bringen einen relativ hohen Grad an Komplexität und das Risiko möglicher Fehlanreize zwischen der CVC-Einheit und dem jeweiligen Individuum mit sich. Der Einzelne wird sich primär auf das finanzielle Ergebnis der eigenen Investition konzentrieren, während die CVC-Einheit regelmäßig finanzielle und strategische Überlegungen ausbalancieren muss.

- Solange die CVC-Einheit nicht über ein sehr hohes Maß an Autonomie verfügt, wird eine Co-Investitionsstruktur im Mitarbeiterumfeld des Unternehmens schwer zu implementieren sein. Die vermeintliche Ungerechtigkeit in der Aufwands-/Belohnungsstruktur mag zu Missgunst und Neid führen, was wiederum die erfolgreiche Nutzung der unternehmenseigenen Ressourcen für die Skalierung des Start-ups gefährden kann.

5.2 Ist eine Beteiligung an der Wertsteigerung des Portfolios (langfristig) ein Muss?

Ist es also für den Erfolg des CVC-Teams immer erforderlich, dass die Vergütungsstruktur eine Beteiligung an den Erlösen aus dem Portfolio an Start-up-Investments bietet? Nicht unbedingt. Wir sind zwar überzeugt, dass die Vergütung eine der wichtigsten Stellschrauben für den Corporate ist, sie muss jedoch auch auf die Ziele der CVC-Einheit abgestimmt sein. *Iskender Dirik*, Managing Director bei Samsung Next in Berlin, betont: "Je wichtiger die strategischen Ziele und der unternehmerische Aspekt eines CVCs sind, desto mehr Anreize müssen geschaffen werden, die nicht nur auf Exit-Erlösen basieren." Weiter meint er: "Es gibt viele Beispiele für CVC-Manager, die nicht die Motivation haben, die Unternehmensentwicklung mit strategischen Deals zu unterstützen, da sie (z.B. über einen klassischen Carry) nur im Hinblick auf die finanzielle Rendite incentiviert sind." Während eine Vergütung, die dem Modell eines VC-Fonds ähnelt, attraktiv erscheinen mag, um hochkarätige Talente für eine aufstrebende CVC-Einheit zu gewinnen, sollte sich die Unternehmensleitung dennoch bewusst sein, dass eine solche Struktur die Investmentmanager dann auch tendenziell motivieren wird, sich wie ein VC-Investor zu verhalten. Sie tätigen dann vielleicht riskantere Investitionen, um ein Portfolio vielversprechender Start-ups aufzubauen und einen finanziellen Home Run einzufahren, verlieren dabei aber möglicherweise den strategischen Mehrwert für das Mutterunternehmen aus dem Blickfeld.

In diesem Zusammenhang beobachten wir insbesondere in unserer U.S.-Beratungspraxis, dass hybride Vergütungsmodelle zunehmend populärer werden. Diese ahmen in den Grenzen der Unternehmensrealität zunächst über eine Reihe von synthetischen Strukturen ein Carried-Interest-Modell

above a certain level (the hurdle rate). These profits are normally shared on an 80/20 basis between the investors (*i.e.* the fund's LPs) and the investment team (this is the VC team's "carried interest" or, in short, its "carry").

The rationale for this approach is that it will allow CVCs to attract and retain key talent and align the CVC's and the founders'/co-investors' interest in maximizing returns on investment. However, such an approach must be balanced against the corporate parent's existing culture and remuneration structures. Here, the potential downsides are similar to those of giving individual CVC team members a co-investment opportunity in a portfolio company, as described below.

Co-Investment Opportunities for Investment Managers

Another approach to structuring a participation in a successful development of a portfolio company's equity value is to give a small group of CVC team members the opportunity to co-invest alongside the CVC investor in a start-up. Here, the team members have even more skin in the game as they must invest their own money. However, a direct equity participation in individual investments is still rare for CVC investment managers. Main reasons include:

- Co-investments bring along a relatively high degree of complexity and potential misaligned incentives between the CVC unit and the respective individual. The individual will focus on the financial outcome of her investment while the unit will often need to balance financial and strategic considerations.
- Unless the CVC unit enjoys a very high degree of autonomy, a co-investment structure will be hard to implement in the corporate HR environment, and the perceived injustice in the effort/reward structure will likely unleash many corporate antibodies which in turn might put the start-up's successful leveraging of the corporation's resources at risk.

5.2 Is a Participation in the Equity Upside Always Key?

So, do successful CVC teams always require a compensation structure giving them a participation in the equity upside realized upon an exit or the like? Not necessarily. We appreciate that compensation is one of the most critical levers the corporate parent can pull, but it must be aligned with the CVC unit's mission. "The more important the strategic goals and corporate part in a CVC are, the more incentives that are not based only on exit proceeds need to be considered," as *Iskender Dirik*, Managing Director of Samsung Next in Berlin, points out, "There are many examples of CVC managers who are not motivated to support corporate development with strategic deals as they are incentivized (*e.g.* via a classical carry) only for financial returns." While a compensation resembling a VC fund model might seem attractive to allure hotshot talents to an aspiring CVC unit, the executive board should be aware that on average such a structure will incentivize their investment managers to behave more like VC investors, *i.e.* make riskier bets on a portfolio of promising start-ups to find a financial home run, potentially without consideration to their strategic benefit to the parent organization.

Here, we notice in particular in our U.S. advisory practice an increasing popularity of hybrid compensation models that (i) mimic a carried interest to some extent via a set of synthetic structures that fit the restrictions of the corporate reality (such as phantom carry, shadow stock, or portfolio performance return) but (ii) also reward the achievement of predefined strategic goals (for some techniques to measure strategic goals achievement see under Chapter A.IV.6.4). Such hybrid structures aim at providing an attractive financial compensation (though not as attractive as what an investment professional could earn at a private VC fund) while maintaining a certain focus on strategic objectives and requiring long-term tenure in the CVC team to capture these kinds of gains.

nach (z.B. über sog. "Phantom Carry", "Shadow Stock" oder "Portfolio Performance Return"). Gleichzeitig berücksichtigen sie aber auch die Erreichung von zuvor definierten strategischen Zielen (einige Techniken, um die Erreichung strategischer Ziele zu messen, sehen wir uns in Kapitel A.IV.6.4 an). Solche hybriden Strukturen zielen darauf ab, eine attraktive finanzielle Kompensation zu bieten (wenn auch nicht

so attraktiv wie das, was ein Investment-Profi bei einem klassischen VC-Fonds verdienen könnte) ohne strategische Aspekte aus den Augen zu verlieren. Letzteres wird auch durch Anreize erreicht, die eine gewisse (zukünftige) Beschäftigungsdauer im CVC-Team voraussetzen.

6. EINBINDUNG IN DAS MUTTERUNTERNEHMEN UND SCHNITTSTELLENMANAGEMENT

6.1 Die Herausforderung

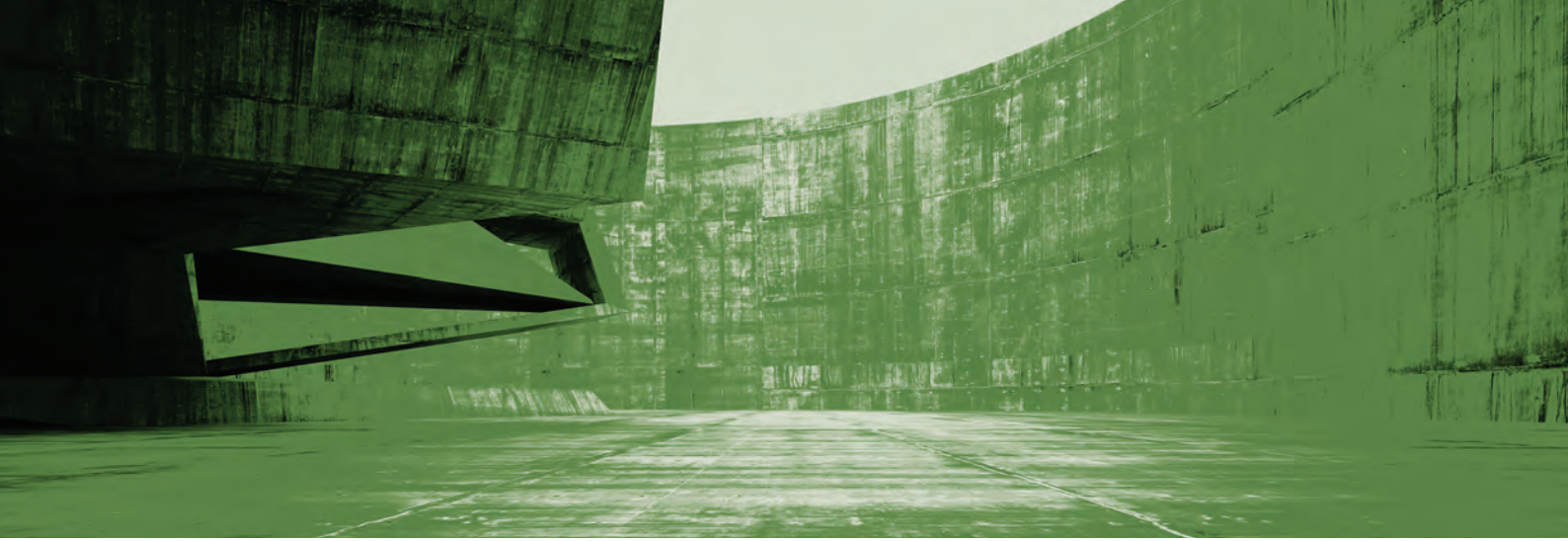
Aus Sicht des Start-ups ist einer der vermeintlich attraktivsten Vorteile eines Corporate-Investors, dass seine CVC-Einheit als eine Art Matchmaker fungiert. Sie verbindet das Start-up mit den verschiedenen Geschäftsbereichen des Mutterunternehmens und erleichtert die Navigation durch die komplexen organisatorischen Strukturen. Außerdem kann die CVC-Einheit rasch Zugang zu den relevanten Entscheidungsträgern schaffen oder auch Portfoliounternehmen zusammenbringen, um Synergieeffekte zu nutzen.

Probleme können dort entstehen, wo eine (zu) enge Beziehung zwischen der CVC-Einheit und den operativen Geschäftsbereichen entsteht. Dann trifft die CVC-Einheit nämlich möglicherweise Entscheidungen, die nicht (mehr) mit ihren Gesamtzielen in Einklang zu bringen sind, sondern orientiert sich primär an den Bedürfnissen der betreffenden Geschäftseinheit. Vorsicht ist insbesondere dann geboten, wenn Investitionsentscheidungen eigentlich vor allem finanziell motiviert sein sollten.

Für viele Corporate-Investoren ist eine enge Beziehung zwischen CVC-Einheit und den übrigen Geschäftsbereichen jedoch im Allgemeinen die entscheidende Voraussetzung für den Erfolg des gesamten Programms. Ohne diese Beziehung können die Fähigkeiten und Erfahrungen der übrigen Geschäftseinheiten in Bereichen wie Skalierung, Vertrieb und Marketing nicht an die Start-ups weitergegeben werden, wodurch die CVC-Investmenthypothese nicht mehr aufgehen kann. *Ellen Ehrenpreis*, eine unserer Partnerinnen im Silicon Valley,

hat zahlreiche Unternehmen bei der Gestaltung ihrer CVC-Einheiten beraten und festgestellt: "Unternehmen brauchen die richtigen 'Fürsprecher' innerhalb der Organisation, die die Beziehungen zwischen dem Corporate-Investor und den Start-ups fördern, die die Bedürfnisse der Beteiligten kennen und damit letztlich den Erfolg des Unterfangens ermöglichen. Wenn Unternehmen sagen, dass sie ihre Fähigkeiten zum Wohle der neuen Portfoliounternehmen einsetzen wollen, braucht es ein flexibles, flinkes und reaktionsschnelles Team innerhalb der Organisation. Es muss Mitarbeiter in den Bereichen Marketing, Recht, Produktion, Design, Global Supply Chain Management und anderen Abteilungen geben, die den Start-ups und der CVC-Einheit zur Seite stehen. Unternehmen müssen in der Lage sein, Fragen wie 'Wer in der Rechtsabteilung kann ein einseitiges und kein 20-seitiges Term Sheet schreiben?', 'Wer ist der Einkaufsleiter, der einem Start-up helfen kann, in weniger als den typischen sechs Monaten als Lieferant zugelassen zu werden?' und 'Wer kann dem Start-up helfen, einen technischen Experten zu finden und anzuwerben, der sonst eher einen Bogen um das frischgebackene Start-up gemacht hätte?' zu beantworten." Die "New Venture Advocates" sind Teil einer essentiellen Prozessverschiebung innerhalb des Stammhauses, die den Erfolg des CVC-Programms sicherstellen wird.

Viele aussichtsreiche CVC-Aktivitäten scheitern an dieser Herausforderung. Doch das Problem wird nicht nur durch mangelnde Kommunikation und unklare Verantwortlichkeiten verursacht. Nach unseren Erfahrungen – und dies wird durch verschiedene empirische Studien gestützt – haben die Führungskräfte der Kerngeschäftsbereiche eines Unternehmens vielfach einfach schlicht kein



6. COOPERATION WITH THE BUSINESS UNITS OF THE PARENT COMPANY

6.1 The Challenge

One of the supposedly most alluring advantages of a CVC investment for a start-up is that the CVC unit will act as a matchmaker, connecting the start-up to relevant business units of the corporation, thus easing the young company's navigation of complex organizational structures and getting access to the right people quickly. Additionally, the CVC unit can connect the various start-ups within its portfolio to create and leverage synergies.

It's true that in some organizations a (too) close relationship between the CVC and main business units can be problematic, as it might influence the corporate venture unit's decisions in ways perhaps not aligned with its overall goals, notably when investment decisions are supposed to be primarily driven by financial performance goals.

For many CVC investors and their portfolio companies alike, however, a close relationship is material to the success of the entire endeavor, as otherwise the capabilities and experience of the corporate's business units in areas such as scale, distribution and marketing cannot be passed on to the start-ups, thereby shattering the company's investment hypothesis. *Ellen Ehrenpreis*, one of our partners in Silicon Valley who has counseled numerous corporates on how to design their CVC units, observed: "Corporations need to think about having the right 'advocates' in place inside the organization who are charged with facilitating the relationship, needs and, ultimately, the success of the CVC and the start-ups in its portfolio. When corporations say, 'we want to bring our capabilities to bear for the benefit of our new investments,' there must be a flexible, nimble and responsive team in

place inside the organization to make that happen. So, there must be folks in marketing, legal, manufacturing, design, global supply chain management and elsewhere in the mothership who are available to the start-up teams and the members of the CVC. Corporations need to be able to answer questions like: 'Who is the in-house lawyer who can write the one-page term sheet instead of the 20+ pages term sheet, who is the procurement manager who can help get the portfolio company approved as a supplier in less than the typical six months cycle, and who in HR can help the start-up source and recruit a critical technical expert that might otherwise elude the fledgling start-up?'" The "new venture advocates" are part of an essential process shift inside the mothership that will help ensure the CVC's success.

This is one of the main problems lying at the root of many failed CVC activities. And, this problem is not only caused by a lack of communication and accountability. According to our experiences – and this observation is supported by various empirical studies – executives of the corporate parent's main business areas sometimes are simply not that interested in collaborating with the CVC unit and its portfolio companies. Reasons abound, but primarily it's misaligned incentives, missing CVC business development systems and a lack of collaborative communication and leadership. Leaders from the core business units may also be wedded to their traditional performance metrics and not appreciate the strategic value of the CVC investment. Ultimately, internal politics then often undermines any well-intentioned start-up initiatives.

Interesse an einer Zusammenarbeit mit der CVC-Einheit und ihren Portfoliounternehmen. Dafür gibt es viele Gründe. Vor allem ist dies aber auf nicht abgestimmte Anreizsysteme, fehlende Konzepte für die Unternehmensentwicklung gerade im Bereich CVC sowie auf einen Mangel an Führung und kollaborativer Kommunikation zurückzuführen. Führungskräfte aus den anderen Geschäftsbereichen fühlen sich mitunter auch an ihre traditionellen Erfolgskennzahlen gebunden und sehen den strategischen Wert einer CVC-Investition nicht. Letztendlich untergraben dann politische Grabenkämpfe die gut gemeinten Start-up-Initiativen.

Während Steve Jobs' erster Amtszeit bei Apple nannte er sein "Loonshot"-Team, das am Mac arbeitete, die "Piraten" oder "Künstler" (er sah sich natürlich als den ultimativen Piraten-Künstler). Dagegen bezeichnete Jobs das Apple-II-Team als die "gewöhnliche Marine". Die Feindseligkeit, die er zwischen den beiden Gruppen schürte, indem er die Künstler feierte und das Fußvolk verhöhnte, war so groß, dass die Straße zwischen ihren beiden Gebäuden als DMZ – die demilitarisierte Zone – bekannt wurde. Diese Rivalität hat letztlich beiden Produkten geschadet. Steve Wozniak, gemeinsam mit Jobs einer der Gründer von Apple, der am Apple II arbeitete, verließ zusammen mit anderen wichtigen Mitarbeitern das Unternehmen. Die Markteinführung des Macs war kommerziell zunächst ein Flop und Apple geriet in finanzielle Schieflage. Jobs wurde ins Exil geschickt und John Sculley übernahm (dieser konnte den Mac letztlich retten und die Situation finanziell stabilisieren). Als Jobs zwölf Jahre später zurückkehrte, hatte er gelernt, seine Künstler (Jony Ive) und seine Soldaten (Tim Cook) gleichermaßen zu achten.

(Safi Bahcall, Loonshots – How to Nurture the Crazy Ideas That Win Wars, Cure Diseases, and Transform Industries, 2019 – Hinweis: Übersetzung des englischen Originalzitats durch die Autoren)

Eine unzureichende Verzahnung des Start-ups mit anderen Geschäftsbereichen des Corporate-Investors ist jedoch nicht nur für das Start-up schädlich, das aufgrund des fehlenden Zugangs zu den Ressourcen des Unternehmens Skalierungsmöglichkeiten nicht nutzen kann. Ebenso schlecht kann es für den Corporate-Investor sein, der seiner CVC-Einheit ein strategisches Mandat erteilt hat, wenn er die Arbeit des CVC-Teams, die Aktivitäten der Portfoliounternehmen und die anderen internen Innovationsmaßnahmen (z.B. F&E-Aktivitäten, Inkubatoren oder Entrepreneurship-

Initiativen) nicht richtig koordiniert. Es ist unerlässlich, dass ein Corporate-Investor hier die richtigen Anreize setzt. Das umfasst vor allem auch, einzelne Manager für eine bestimmte Investition verantwortlich zu machen und die Kommunikation und Zusammenarbeit zwischen allen Beteiligten durch geeignete Maßnahmen wie nachfolgend skizziert zu fördern.

6.2 Unterstützung von Oben und Führung aus der Mitte

Was nun folgt, haben Sie sicher schon dutzende Male gehört. Aber wie es sich für langweilige Anwälte gehört, wiederholen wir es dennoch, sehen wir bei unserer täglichen Arbeit doch noch viel zu häufig, was hier schief gehen kann: Es ist WIRKLICH, WIRKLICH WICHTIG (oder, um mit dem Rest Lateinkenntnissen aus unserer Schulzeit zu prahlen: es ist *conditio sine qua non*), dass die CVC-Aktivitäten die Unterstützung des Top-Managements haben und dieses sich fortlaufend darum bemüht, dass die anderen Geschäftsbereiche die Innovationsimpulse aus der CVC-Einheit aufnehmen und integrieren. Dies gilt umso mehr in den frühen Phasen einer CVC-Initiative. Ohne die deutlich sichtbare Unterstützung aus der Führungsetage wird eine CVC-Einheit kaum aus den Startlöchern kommen. An dieser Stelle sei aber auf ein verbreitetes Missverständnis hingewiesen: die CVC-Einheit braucht Rückendeckung und Unterstützung durch die Unternehmensleitung, es geht hier nicht unbedingt um Kontrolle. Wie bereits ausgeführt kann gerade zu viel Kontrolle von oben die CVC-Einheit bremsen und zu suboptimalen Investitionsentscheidungen führen.

Ist die Unterstützung durch die Unternehmensleitung auch notwendig, ist sie als solche nicht hinreichend für den Erfolg der CVC-Initiativen. Es muss darüber hinaus eine kritische Masse von ausreichend qualifizierten und motivierten Mitarbeitern in der gesamten Organisation geben, die gemeinsam eine Plattform mit klar definierten Rollen, Berichtslinien und Verantwortlichkeiten bilden, um bei der Zusammenarbeit zwischen Start-up und Unternehmen zu helfen. Der Ansatz sollte dabei nicht zu sehr auf eine einzelne Investition maßgeschneidert, sondern muss vielmehr skalierbar sein. So wird sichergestellt, dass die CVC-Einheit auch ein größeres Portfolio an Start-ups effizient fördern kann.

During Steve Jobs' first stint at Apple, he called his "loonshot" group working on the Mac "pirates" or "artists" (he saw himself, of course, as the ultimate pirate-artist). Jobs dismissed the group working on the Apple II franchise as 'regular Navy.' The hostility he created between the two groups, by lionizing the artists and belittling the soldiers, was so great that the street between their two buildings was known as the DMZ - the demilitarized zone. The hostility undermined both products. Steve Wozniak, Apple's co-founder along with Jobs, who was working on the Apple II franchise, left, along with other critical employees. The Mac launch failed commercially, Apple faced severe financial pressure, Jobs was exiled, and John Sculley took over (eventually rescuing the Mac and restoring financial stability). When Jobs returned twelve years later, he had learned to love his artists (Jony Ive) and his soldiers (Tim Cook) equally.

(Safi Bahcall, *Loonshots - How to Nurture the Crazy Ideas That Win Wars, Cure Diseases, and Transform Industries*, 2019)

unit will struggle to get off the ground. Please note, we are talking about backing and support from the C-suite, not necessarily oversight. Too much oversight can slow down the CVC unit and result in a sub-optimal investment decision.

However, while top executive's involvement is crucial, it will not be sufficient per se. There needs to be a critical mass of adequately qualified and incentivized people throughout the organization, forming a platform with clearly defined roles, reporting lines and accountabilities to help with the start-up/corporate working relationship. And this approach should not be tailor-made for a single investment but needs to be scalable to ensure that the CVC unit can build a portfolio of bets.

Another sometimes overlooked design factor is, through which persons and functions will the CVC unit report to the parent organization. Again, group dynamics and organizational behavior effects need to be taken into consideration. For instance, if the CVC unit reports to the parent's executive board via the CFO, it might inherently be driven to focus on reporting financial metrics or concentrate on financially attractive deals, leaving strategic considerations an afterthought. This is not the CFO's fault, but just the result of personal biases and job-related operating constraints. Similarly, reporting through the Chief Technology Officer might tilt the reporting too much towards technical aspects.

But a lackluster integration of the start-up with the corporate investor's other business units is not only harmful to the start-up that misses out on scaling opportunities due to its inability to get access to the corporation's distribution network. It can be equally bad for corporations that have given their CVC units a strategic mandate when these companies don't properly coordinate the work of the CVC units and the activities of its portfolio companies with the other in-house innovation activities such as R&D and incubator or entrepreneurship initiatives. It is vital for the corporate parent to put the right incentives in place, including making individual managers accountable for a certain investment, and foster communication and collaboration among all stakeholders (as further described below).

6.2 Tone from the Top and Leadership from the Middle

It has been said a thousand times before, and as good boring lawyers we will continue repeating it, as we just see it go wrong so many times. Attention by the top executives and their continued efforts to integrate and adopt the innovation impulses coming from the CVC unit are REALLY, REALLY IMPORTANT (or let us show off with the remaining Latin from our high school days: this basic tenet is a *conditio sine qua non*). This holds true even more in the early phases of a CVC initiative. Without the explicit backing by the top dogs, a CVC

Bisweilen übersehen wird die Frage, über welche Personen und Positionen die CVC-Einheit an das Mutterunternehmen berichtet. Auch hier müssen Gruppendynamik und organisationspsychologische Verhaltensmuster berücksichtigt werden. Wenn die CVC-Einheit beispielsweise über den CFO an die Unternehmensleitung berichtet, kann es naturgemäß dazu kommen, dass sich der CFO bei der Berichterstattung auf Finanzkennzahlen konzentriert oder sich die CVC-Einheit in Richtung finanziell motivierter Investments bewegt. Strategische Überlegungen finden dann vielleicht eher am Rande Beachtung. Dem CFO kann man dafür kaum einen Vorwurf machen, bewegt er sich doch in den Bahnen eingeübter Verhaltensmuster und der aufgabenbedingten Sicht auf das Unternehmen. In ähnlicher Weise kann wiederum eine Berichterstattung durch den Chief Technology Officer den Fokus (zu) stark auf technische Aspekte lenken.

6.3 Prozesse

Auch die folgende Binsenweisheit verdient es, wiederholt zu werden. Für ein Venture-Investment braucht es mehr – sogar viel mehr – als ein vielversprechendes Start-up zu identifizieren, es richtig zu bewerten, das Geld zu überweisen und dann auf eine Nennung in der nächsten Forbes Midas List zu warten. Es ist kein Geheimnis, dass Anwälte diese viel beachtete jährliche Liste der besten Dealmaker im Bereich High-Tech und Life Science mit Neid verfolgen, während die einzigen Leute, die sich für das Ranking der erfolgreichsten Anwälte interessieren, andere Anwälte sind. Aber wir schweifen ab... Was wir eigentlich sagen wollten, ist, dass *Scott Kupor* vom VC-Fonds *Andreessen Horowitz* Recht hat, wenn er sagt: "[...] das Schreiben des Schecks ist nur der Anfang unseres Engagements; die harte Arbeit beginnt erst, wenn wir anfangen, mit den Start-ups zu arbeiten und Entrepreneuren helfen, aus ihren Ideen erfolgreiche Unternehmen zu machen". Da CVC-Investoren oft nicht nur "Smart Money", sondern "Smart and Strategic Money" versprechen, ist es unerlässlich, sich bereits vor der eigentlichen Investition über die Phase danach intensiv Gedanken zu machen. Dabei gibt es eine reiche Auswahl an Praktiken, Werkzeugen und Methoden zur Unterstützung von Portfoliounternehmen und es kommen ständig neue hinzu. Hier daher nur einige ausgewählte Beispiele, die uns zuletzt begegnet sind:

Value Creation Workshops und Pre-mortems

Einige Unternehmen veranstalten im Vorfeld eines möglichen Investments sog. "Value Creation Workshops" mit potentiellen Start-ups, um in einem strukturierten Prozess zu evaluieren, wie das Investment und die Zusammenarbeit beider Seiten einen möglichst großen Mehrwert bieten kann. Die Beteiligten legen fest, welche konkreten Maßnahmen in den ersten 100 Tagen nach der Investition sowie in den ersten 12 bis 24 Monaten umgesetzt werden sollen. Einer unserer Mandanten führt im Rahmen solcher Value Creation Workshops auch ein "Pre-mortem" durch. Bei diesem "vorausschauenden Rückblick" gehen die Gründer und der potenzielle Investor davon aus, dass das Investment zwar getätigt wurde, aber für beide Seiten eine große Enttäuschung war. Gemeinsam suchen sie dann in einem iterativen Prozess nach (hypothetischen) Gründen für dieses enttäuschende Ergebnis. So identifizieren, artikulieren und visualisieren die Parteien die (nicht so) offensichtlichen Risiken und Schwächen ihrer imaginären Beziehung und identifizieren frühzeitig, was getan werden muss, um diese zu erwartenden Klippen erfolgreich zu umschiffen.

Sponsoring durch einzelne Geschäftsbereiche

Um das Problem der organisatorischen Trägheit anzugehen und die Zusammenarbeit zu fördern, verlangen viele Corporate-Investoren bei jedem Investment einen sogenannten „Business-Unit-Sponsor“ außerhalb der CVC-Einheit, der sich zur Zusammenarbeit mit dem Start-up verpflichtet. Damit soll sichergestellt werden, dass das Start-up besondere Aufmerksamkeit von der Führungsetage erhält und sich eng an den Gesamtzielen des Unternehmens bzw. seiner Geschäftsbereiche orientiert.

Um die erforderliche Integration zu unterstützen, haben einige unserer Mandanten eine Art "Multiplayer-Modus" implementiert. Sie haben im gesamten Unternehmen Unterstützer identifiziert, platziert und gefördert, die an die Mission der CVC-Einheit glauben und deren Aufgabe es ist, die Start-ups als Kooperationspartner oder Lieferanten aktiv in die anderen Geschäftsbereiche einzuführen. So soll sichergestellt werden, dass die Start-ups die Unterstützung erhalten, welche die CVC-Einheit beim Investment zugesagt hat. Um einen solchen Ansatz zu verwirklichen, muss das Unterstützer-Team viel Aufmerksamkeit und Rückendeckung von der Führungsetage, Anerkennung

6.3 Processes

It is another truism, but merits repeating nevertheless. A venture investment is more, in fact much more, than identifying a promising start-up, getting the valuation right, wiring the funds and then waiting for the next edition of the Forbes Midas List to feature your name. It is a well-researched rumor that lawyers always watch with envy this widely regarded annual list of the best dealmakers in high-tech and life science while the only people who bother about lawyers ranking are other lawyers, but we are getting off track... What we wanted to say is that *Scott Kupor* from the VC fund *Andreessen Horowitz* is right when he says: “[...] writing the check is simply the beginning of our engagement; the hard work begins when we engage with start-ups to help entrepreneurs turn their ideas into successful companies.” Given the fact that CVC investors often do not only promise money or simply “smart money” but “smart and strategic money,” it’s crucial to start thinking in depth about the post-investment phase at the same time when first considering whether to make an investment at all. The practices, systems and means to helping portfolio companies vary widely and continue to evolve. Here are just a few generic examples we recently came across:

Value Creation Workshops and Premortems

Prior to an investment, some corporates hold “value creation workshops” with potential start-ups to brainstorm how an investment and collaboration can benefit both parties and what concrete action steps should follow in the first 100 days after the investment as well as during the first 12 to 24 months. One of our clients also conducts, as part of such value creation workshops, a “premortem exercise.” With this prospective hindsight approach, the founders and the potential investor assume that the investment has been made but has been a huge disappointment for both parties and then think about hypothetical reasons that might have led to this undesirable outcome. In a structured process, the parties then identify, articulate and visualize the (not so) obvious risks and weaknesses of their imagined relationship and what needs to be done to navigate the twists and turns of this relationship.

Business Unit Sponsoring

To tackle the problem of organizational inertia and foster collaboration, a number of corporate investors make it a rule that each investment requires a business unit sponsor outside the CVC unit that commits to working with the start-up. This shall ensure that the start-up receives specialized attention from company leadership and maintains a tight alignment with the overall goals of the parent organization, respectively its business units.

To support such an integration, some of our clients have implemented a kind of a “multi-player mode” by identifying, installing and promoting throughout the parent organization a team of supporters who believe in the mandate of the CVC unit and whose mission is to actively push the start-ups as collaboration partners or suppliers into the other business units and making sure that they get the benefits and support that the CVC unit committed to when making the investment. For such an approach to get traction, these supporters need to get a lot of visibility and aircover from the executive suite and recognition for their work as well as the necessary constant training, e.g. by educating them about open innovation, design thinking, agile working and tapping into broader entrepreneurial networking events.

While we think that requiring such a business unit sponsor is in principle a sound strategy, we notice that other of our CVC clients deliberately not require such a close tie to a business unit (or at least not for a certain portion of their total deals) for fear that this would too much limit their sector focus. Investing exclusively in topics related to the core and peripheral businesses might miss some of the strategic goals outlined in Chapter A.II.1 above, in particular trying to get intel on innovation and business models that might become relevant in the future.

für seine Arbeit sowie die notwendige ständige Weiterbildung erhalten. Letztere z.B. durch Trainings in Bereichen wie Open Innovation, Design Thinking und agiles Arbeiten sowie Networking auf den Veranstaltungen der Start-up-Szene.

Während wir der Meinung sind, dass die Einbindung eines solchen Business-Unit-Sponsors grundsätzlich ein sinnvoller Ansatz ist, wissen wir aber auch, dass einige unserer CVC-Mandanten bewusst auf ein so enges Verhältnis zu einem Geschäftsbereich verzichten (zumindest für einen bestimmten Teil ihrer Investitionen). Sie befürchten, dass dies ihren Sektor-Fokus zu sehr einschränken würde. Wird ausschließlich in Bereichen investiert, die zum Kern- und Randgeschäft eines Geschäftsbereichs passen, kann das dazu führen, dass einige der in Kapitel A.II.1 skizzierten strategischen Ziele gerade verfehlt werden. Das gilt insbesondere dann, wenn auch Erkenntnisse über solche Innovationen und Geschäftsmodelle gesammelt werden sollen, die in Zukunft für das Unternehmen relevant werden könnten.

Business Development Officer für das Start-up-Portfolio

Immer mehr Unternehmen, deren CVC-Programme eine gewisse Größenordnung erreicht haben, schaffen darüber hinaus innerhalb des CVC-Teams besondere Funktionen, die ausschließlich für "Corporate Venture Business Development" oder "Portfolio Development" zuständig sind und mit entsprechenden Führungskräften besetzt werden. Während in den frühen Phasen eines CVC-Programms diese Verantwortlichkeiten oft ad hoc zugewiesen werden, sind immer mehr der etablierten CVC-Einheiten der Meinung, dass die Entwicklung dieser strategischen Fähigkeiten die gleiche Bedeutung haben sollte wie die klassischen Rollen des "Deal Sourcing" und "Deal Making". Business-Development-Fähigkeiten werden als wichtiger Erfolgsfaktor und Unterscheidungsmerkmal der eigenen CVC-Einheit gegenüber Wettbewerbern identifiziert und verbessern die finanziellen und strategischen Ergebnisse. Einer der globalen Vorreiter, der sich für die aktive Geschäftsentwicklung seines Start-up-Portfolios stark engagiert, ist Intel Capital. Teil von Intels systematischem Ansatz sind u.a. die "Intel Capital Technology Days" und der "Intel Capital Global Summit" – kuratierte Veranstaltungen, bei denen eine Vielzahl von Start-ups den wichtigsten internationalen Kunden von Intel vorgestellt wird.

Business Development Officer for the Start-up Portfolio:

Another key trend we observe at CVC units of a certain scale is the implementation and elevation of designated officers within the CVC unit for corporate venture business development and portfolio development. While in the early phases of a CVC program, business development support responsibilities are often assigned on an ad hoc basis, more mature players frequently move to establish dedicated senior level positions as they believe that developing this strategic capability has the same importance as the classical roles of "deal sourcing" and "deal making," as it is critical to help the CVC stand out and enhance financial and strategic returns. For example, one of the global trailblazers that took a deep dive on active business development for their start-up portfolio is Intel Capital. Part of Intel's systematic approach are the Intel Capital Technology Days and the Intel Capital Global Summit where Intel's business development function organizes a multitude of curated introductions of start-ups to their most relevant international clients.

Berichtswesen und Kommunikation

Wie bereits erwähnt, müssen CVC-Einheiten als Schnittstellen zwischen externen Partnern (den Start-ups) und Interessengruppen innerhalb des Unternehmens (den anderen Geschäftsbereichen) fungieren. Sie stehen oft vor besonderen Herausforderungen, wenn es darum geht, den Wissenstransfer zwischen diesen Parteien zu fördern und die organisatorische Apathie oder sogar den aktiven Widerstand der "Mainstream"-Einheiten gegen die gemeinsame Nutzung von unternehmenseigenen Ressourcen zu überwinden. Auch hier können Unternehmen aber auf eine Vielzahl von Werkzeugen und Methoden zurückgreifen, um die Kommunikation und den Informationsaustausch zu fördern.

- Einige tendieren zu informellen Ansätzen wie etwa "Communication Hubs", die die verschiedenen Teile des Unternehmens regelmäßig zusammenbringen, um Innovationsideen und die Entwicklung von Markttrends und Technologien zu diskutieren. Einige unserer Mandanten haben auch wichtige Entscheidungsträger aus der CVC-Einheit mit ihren jeweiligen "Gegenspielern" aus den Bereichen Forschung und Entwicklung sowie M&A räumlich eng zusammengesetzt und berichten von durchaus guten Erfahrungen.
- Andere Unternehmen verfolgen einen eher institutionalisierten Ansatz und richten beispielsweise ein "Innovation Board" ein, um die verschiedenen Initiativen zu planen, zu koordinieren, zu finanzieren und zu bewerten. Dieses Forum soll sicherstellen, dass die aus dem Investment und der Zusammenarbeit mit Portfoliounternehmen gewonnenen Erkenntnisse herausgearbeitet und innerhalb des Unternehmens verbreitet werden.
- Die Kommunikation kann schließlich auch durch ein regelmäßiges Austauschprogramm unter den beteiligten Interessengruppen ergänzt werden. So hat beispielsweise GE ein Stipendienprogramm, das GE-Mitarbeiter für bestimmte Projekte in von GE finanzierte Start-ups vermittelt. Dadurch werden die Mitarbeiter nicht nur weitergebildet; sie werden vor allem auch zu Brückenbauern und informellen Botschaftern für die Start-ups in den anderen Geschäftsbereichen des Unternehmens.

Als dieses Problem bei einem der fünf weltweit führenden Unternehmen der Gesundheitsbranche auftrat, tat die CINO [Chief Innovation Officer - Hinweis der Autoren] zwei Dinge. Zuerst erhöhte sie den Mehrwert der Corporate-Venturing-Einheit für den Rest des Unternehmens, indem sie die Einheit beauftragte, Markttrends zu identifizieren. Neben der Entwicklung neuer Produkte musste die Einheit nun auch externe Bedrohungen identifizieren, Lösungen der Konkurrenz analysieren und Wachstumschancen für die Hauptgeschäftsbereiche des Unternehmens herausarbeiten. Zweitens verteilte sie die Kosten für die Entwicklung des Proof-of-Concept zu gleichen Teilen auf das Unternehmen, die Corporate-Venturing-Einheit und den Geschäftsbereich, der davon profitieren sollte. Die Entscheidungen der CINO überzeugten die Führungskräfte der Geschäftsbereiche. Sie erkannten, dass sie mehr Zeit für die Entwicklung ihrer Produkte und Dienstleistungen aufwenden konnten, da sie wussten, dass die Venture-Einheit ihnen aktuelle Marktinformationen liefern würde. Auch die Beteiligung an den Kosten des Corporate Venturing spornte andere Bereiche an, zum Erfolg des Vorhabens beizutragen.

(Julia Prats / Josemaria Siota, How Corporations Can Better Work With Start-ups, Harvard Business Review 6/2019 - Hinweis: Übersetzung des englischen Originalzitats durch die Autoren)

Reporting and Communication

As noted above, CVC units need to act as boundary spanners between external partners (start-ups) and internal stakeholders within the parent organization (other business units). They often face unique challenges in fostering knowledge transfer between these parties and overcome organizational apathy or, even worse, outright resistance of the “mainstream” units to sharing resources with, or learning from, the portfolio companies. Here, companies have a wide variety of communication tools at their disposal to support free flow of information.

- Some lean to informal approaches such as communication hubs that bring various parts of the organization together on a regular basis to discuss innovation ideas and developments in technology and the ecosystem. Some of our clients also reported good experiences from co-locating key decision makers from its CVC unit with their peers from the R&D and M&A teams.
- Other companies have a more institutionalized approach and might for example set up an innovation board to plan, coordinate, fund and evaluate the various innovation initiatives and ensure that knowledge gained from the investment in and collaboration with portfolio companies is made explicit and distributed within the organization.
- Such communication efforts can be augmented by a regular exchange program for relevant stakeholders. Some corporates, such as GE, have a fellowship program that places corporate employees in start-ups for specific projects. Besides obvious learning benefits for such employees, they tend to become bridge builders and informal ambassadors for the start-ups within the parent's other business units.

When this problem arose at one of the world's top five healthcare companies, the CINO [authors' note: Chief Innovation Officer] did two things. First, she elevated the value of the Corporate Venturing unit for the rest of the company by making it the market trends detector. Along with developing new products, she required it to identify external threats, analyze solutions devised by rival companies, and target growth opportunities for the firm's main businesses. Second, she allocated the costs of developing proof-of-concept equally between the parent company, the Corporate Venturing unit, and the business unit that stood to benefit. The CINO's decisions won over the directors of the business lines. They realized they could devote more time to developing their products and services, knowing that the venturing unit was providing them with the latest marketplace intelligence. Also, sharing in the cost of the Corporate Venturing encouraged other units to contribute to its success.

(Julia Prats / Josemaria Siota, How Corporations Can Better Work With Start-ups, Harvard Business Review 6/2019)

6.4 Anreizsysteme

Eine der Hauptursachen dafür, dass viele CVC-Initiativen hinter ihren hochgesteckten Zielen zurückbleiben, sind fehlgerichtete Anreize. Diese sind wiederum darauf zurückzuführen, dass die Unternehmen zwar behaupten, in erster Linie strategisch motiviert zu sein, dann aber die Mitarbeiter anhand von finanziellen KPIs belohnen oder bestrafen. Viele Unternehmen verwenden finanzielle Kennzahlen, z.B. IRRs oder den Cash-on-Cash Return, als Maßstab für den Erfolg ihrer Investitionen und binden dann die Vergütung ihres Investmentteams an diese Ergebnisse. Und wer will ihnen das auch vorwerfen; schließlich sind Finanzkennzahlen in vielen Unternehmen etablierte Parameter der Unternehmensführung und im Gegensatz zu strategischen Erträgen leicht messbar sowie (vermeintlich) objektiv.

Um die organisatorische Dynamik innerhalb von CVC-Einheiten besser zu verstehen, haben *Michael Rolfes* und *Alex Pentland*, zwei Forscher vom MIT, Interviews mit den Führungskräften von 16 CVC-Einheiten geführt. Dabei stellten sie fest, dass die Anweisung an das Investmentteam, strategische Ziele zu verfolgen, deren Ergebnisse dann aber gleichzeitig anhand von Finanzkennzahlen zu beurteilen, zu "krassen operativen Kohärenz-Problemen" führte. Sie haben ihre Forschungsergebnisse wie folgt zusammengefasst: "Viele Unternehmen haben implizit Anreize für ein widersprüchliches und inkonsistentes Verhalten ihres Investmentteams geschaffen." Obwohl der Datensatz nicht besonders umfangreich war, deuten die bisherigen Erkenntnisse dahin, dass das Problem der inkonsistenten Anreize bei älteren CVC-Einheiten, die bereits seit einiger Zeit im Geschäft sind, stärker ausgeprägt zu sein scheint. Basierend auf den vorliegenden Ergebnissen vermuteten die Autoren der Studie, dass diese Fehlsteuerung in erster Linie auf mangelnde Aufmerksamkeit und fehlendes Engagement der Führungsebene im Rahmen der Weiterentwicklung der Unternehmensstrategie zurückzuführen sein dürfte.

Das Problem für strategisch denkende Investoren ist, dass der Erfolg einer Investition für sie schwer zu definieren und noch schwieriger zu quantifizieren ist. Um strategischen Zielen mehr Bedeutung zu verschaffen, qualitative Diskussionen zwischen Investor und Start-up anzuregen und die finanziellen Anreize des Investmentteams entsprechend der strategischen Ziele auszurichten, verwenden manche Unternehmen beispielsweise sog. "Scorecards". Diese versuchen strategische Erfolge zum Beispiel anhand von folgenden Kriterien abzugreifen und über ein Punktesystem messbar zu machen:

- Verkauft das eigene Unternehmen Produkte oder Dienstleistungen an das Portfoliounternehmen?
- Verkauft das Portfoliounternehmen Produkte oder Dienstleistungen an das eigene Unternehmen?
- Verkauft das eigene Unternehmen Produkte oder Dienstleistungen des Portfoliounternehmens an die eigenen Kunden?
- Erhöht die Partnerschaft die Produktivität des eigenen Unternehmens?
- Führt die Partnerschaft zu neuen Patentanmeldungen, entweder durch das Portfoliounternehmen oder durch das eigene Unternehmen (jeweils mit entsprechenden Lizenzverträgen)?
- Werden vordefinierte Meilensteine in der technischen Entwicklung erreicht?

6.4 Incentive Alignment

A root cause of many CVC initiatives falling short of their lofty goals is misaligned incentives, which in turn can be traced back to the parent organizations claiming to be primarily strategically motivated and then rewarding and punishing people for financial KPIs. Many companies use financial measures, e.g. IRRs or cash-on-cash returns, as a yardstick for the success of their investments, and then tie their investment team's compensation to such financial outcomes. And it's hard to blame them; financial metrics are well-established tools in many organizations and, unlike strategic returns, can be easily measured and are presumably objective.

However, telling the investment team and the wider entrepreneurship ecosystem to pursue strategic goals while judging outcomes on financial metrics results in what *Michael Rolfes* and *Alex Pentland*, two researchers from MIT who conducted in-depth interviews with the leaders of 16 CVC units to understand organizational dynamics within CVC units, characterized as "glaring operational coherency issues." They summarized their research findings as follows: "Many firms were implicitly incentivizing conflicting and inconsistent behavior among their investment team[s]." Though the data set was not particularly broad, there seems at least an indication that the problem of inconsistent incentives seems more pronounced in older CVC units who have been in the game for some time. Based on the available results, the authors suggested this misalignment is primarily due to lack of attention and commitment at the executive level as corporate strategy evolves.

The problem for strategically minded investors is that for them the success of an investment is hard to define and even harder to quantify. To give more importance to strategic goals, enlighten qualitative discussions between investor and target and set the financial incentives of the investment team accordingly, corporations can, for example, use scorecards to track strategic achievements along criteria such as the following:

- Does the parent company sell products or services to the portfolio company?
- Does the portfolio company sell products or services to the parent company?
- Does the parent company sell the products or services of the portfolio company to its customers?
- Does the relationship increase the parent company's productivity?
- Does the relationship result in new patent applications, either by the portfolio company or the parent company (in each case, with respective license agreements in place)?
- Are predefined technical development milestones achieved?

V. Die Suche nach geeigneten Investments und der Investmentprozess

1. DIE SUCHE NACH GEEIGNETEN INVESTMENTS – DEAL SOURCING

Ein wichtiges Kriterium, das über Erfolg oder Misserfolg einer CVC-Einheit entscheidet, ist der Deal Flow. Der Deal Flow hat zwei wichtigen Variablen, die für jeden (Corporate-)Venture-Capital-Investor gleichermaßen relevant sind: Anzahl und Qualität. Während die Qualität selbsterklärend ist, ist eine hohe Anzahl von möglichen Investitionsobjekten schon allein deshalb notwendig, weil die meisten Start-ups, die ein Investor trifft, seine Investitionskriterien nicht erfüllen werden.

In einer aktuellen Studie hat der VC-Investor *500 Startups* CVC-Einheiten weltweit befragt und dabei die folgenden Top 5 Quellen für Deals identifiziert:

- Beziehungen zu anderen Investoren (29 %);
- Direkte Beziehungen zu Gründern (26 %);
- Veranstaltungen, sowohl selbst organisierte als auch besuchte (15 %);
- Accelerator-Programme (15 %); und
- Investitionen in VC-Fonds (8 %), siehe hierzu auch die Ausführungen im Kapitel A.I.2.2.

Wenn Sie kürzlich bei einem CVC-Investor angeheuert haben und denken, dass allein ein bekannter Firmenname und eine volle Kriegskasse Ihnen die besten Deals bringen werden, sollten Sie noch einmal darüber nachdenken. Sie müssen sich Ihren Ruf nämlich genau wie der Rest von uns erarbeiten und haben – bei Lichte betrachtet – sogar einige Nachteile, die sie erst einmal adressieren sollten.

(Andrew Romans – Hinweis: Übersetzung des englischen Originalzitats durch die Autoren)

V. Sourcing and Making Deals

1. SOURCING DEALS

Obviously, a key defining metric for a successful CVC unit is its deal flow. Deal flow is a product of two important variables that any (corporate) venture capital firm needs to possess: volume and quality. While quality is self-explanatory, a high volume is also necessary because most start-ups an investor will meet will not meet the investor's investment criteria.

According to a recent survey by the VC investor *500 Startups* among international CVC units, respondents identified the following top 5 deal sources:

- relationship with other investors (29 %);
- direct relationship with founders (26 %);
- events, both hosted and attended (15 %);
- accelerators (15 %); and
- investing in VC funds (8 %) (for this aspect see also Chapter A.1.2.2).

[...] If you recently joined a CVC and think a big corporate name and war chest of cash will get you into the best deals, think again. You will need to earn your reputation just like the rest of us and in fact you have some things going against you already that you may need to dispel.

(Andrew Romans)

8 Dinge, die ein Corporate-Investor die Gründer eines Start-ups fragen sollte



#1:

Was sehen Sie als die größten Herausforderungen für Ihr Start-up in den nächsten Jahren?

#2:

Wie groß ist der erwartete Kapitalbedarf in den nächsten Jahren? Sind Folgeinvestitionen notwendig?

#3:

Was versprechen Sie sich von dem CVC-Investment? Wann würden Sie es als Erfolg bezeichnen?

#4:

Was glauben Sie, können wir konkret für Ihr Start-up tun, damit Sie Ihre Ziele schneller erreichen?

#5:

Wie soll nach dem Investment die Zusammenarbeit zwischen uns nach Ihrer Vorstellung konkret ablaufen? Was glauben Sie, könnte auf unserer Seite einer guten Zusammenarbeit im Wege stehen?

#6:

Haben Sie Bedenken, was den Austausch von oder den Zugang zu Know-how angeht? Wenn ja, was können wir hier tun, um Ihnen diese Sorge zu nehmen?

#7:

Welchen Mehrwert bringen Sie konkret für unser Unternehmen?

#8:

Verfolgen Sie eine bestimmte Exit-Strategie?

In derselben Umfrage bezeichnete nur 1 % der Befragten eine der folgenden Aktivitäten oder Quellen als besonders hilfreich (obwohl jede der unten aufgeführten Aktivitäten natürlich trotzdem wertvoll sein kann, wenn es darum geht, die eigene Reputation zu stärken):

- PR & Marketing, Veranstaltung und Förderung von Wettbewerben;
- Interne Geschäftsbereiche;
- Eigene Forschung;
- Inbound; und
- Wettbewerbe und Hackathons.

Auch einer der heute wohl erfolgreichsten CVC-Investoren in Deutschland hat einmal bei Null begonnen und seine CVC-Einheit quasi aus dem Nichts aufgebaut. In einem Interview mit *Sven Greulich*, einem unserer deutschen Partner mit einem besonderen Fokus auf die Betreuung von CVC-Mandaten, gab er ambitionierten Neuinvestoren folgenden Rat: „Macht zunächst Euren Konzern glücklich!“. Er erklärte, dass er zunächst auf eine „Low Risk and Early Wins“-Strategie gesetzt habe. Er investierte also nur in Start-ups in späteren Phasen mit entsprechend geringerem Risikoprofil (also solche, die finanziell leichter zu bewerten waren und klarere Wachstumskurven und Wege zur Profitabilität erkennen ließen) oder Start-ups, die sich sehr nahe am Kerngeschäft des Mutterunternehmens bewegten und unmittelbar aktuelle Probleme der eigenen Geschäftsbereiche lösen konnten. Bei der Verfolgung dieser Early Wins verzichtete er bewusst auf größere finanzielle Rendite und auf radikalere Innovationsideen, um in den ersten Jahren erst einmal Kreditwürdigkeit innerhalb des eigenen Konzerns aufzubauen.



#1:

What do you consider the biggest challenges for your start-up in the next few years?

#2:

What is the expected capital demand in the years to come? Are follow-up investments necessary?

#3:

What do you expect from the CVC investment? When would you consider the investment a "success"?

#4:

What do you think we can do precisely for your start-up so that you reach your goals faster?

#5:

How do you imagine the cooperation between us after the investment? What do you think could hinder a good cooperation on our side?

#6:

Do you have concerns about sharing or accessing your know-how and expertise? If so, what can we do to remove those concerns?

#7:

What kind of value add do you bring to our company?

#8:

Do you pursue a certain exit strategy?

According to the same survey, only 1 % of respondents labeled any of the following activities to be particularly effective (though any of the below might still be valuable when building brand reputation):

- PR & marketing, sponsorship competitions;
- Internal business units;
- Research;
- Inbound; and
- Competitions and hackathons.

When *Sven Greulich*, one of our German partners with a special focus on CVC, interviewed the head of one of Germany's arguably most successful CVC investors, who had built up his unit from scratch, on what advice he had to offer to aspiring CVC investors, it was this. "Give back first to your organization." The interviewee explained that initially he followed a low-risk and early-wins strategy, in the sense of initially making investments only in late stage start-ups with a lower risk profile (*i.e.*, they are easier to evaluate financially, have clearer growth trajectories and paths to profitability) or that were very close to the core business and could immediately solve pain points the corporate parent was facing. In the pursuit of these early wins, he did deliberately forgo larger potential financial upsides or betting on more radical innovation ideas to first build credibility within the corporate organization.

2. LEAD- UND CO-INVESTMENTS

2.1 Lead- und Co-Investments mit VC-Investoren

Bei Investitionen müssen sich die CVC-Einheiten entscheiden, ob sie allein oder zusammen mit anderen Investoren investieren wollen. Insbesondere im Anfangsstadium wird die Wahl häufig eher auf kleine Minderheitsbeteiligungen in syndizierten Deals an der Seite klassischer VC-Investoren oder erfahrener CVC-Investoren aus anderen Branchen fallen.

Wohin mit der CVC-Einheit – Berlin, München oder die Schwäbische Alb?



Tja, es kommt wie immer darauf an. Empirische Studien zeigen, dass viele größere Unternehmen ihre CVC-Einheiten zumindest teilweise in großen Technologiezentren wie München oder Berlin ansiedeln und daneben teilweise noch internationale Niederlassungen in Tel Aviv, der Bay Area und Shanghai unterhalten (diese Unternehmen neigen auch dazu, ihre Accelerator-Programme in den nationalen und internationalen Entrepreneurship-Hochburgen anzusiedeln). Demgegenüber siedeln zahlreiche deutsche KMU ihre CVC-Einheiten eher am Sitz der Firmenzentrale an und ergänzen diese möglicherweise durch kleinere Außenstellen (wie z.B. Idea Labs) in den Start-up-Hochburgen.

Auch hier gibt es aber natürlich kein Patentrezept. Vielmehr sollte die primäre CVC-Strategie den Sitz der Einheit bestimmen. Wenn das Unternehmen in erster Linie innovative neue Geschäftsmodelle entdecken will und vermehrt damit wirbt, dem Start-up Zugang zu nicht-finanziellen Ressourcen des Mutterunternehmens zu verschaffen, hilft es sicherlich, nahe bei den Entscheidungsträgern zu sein. Wir beobachten auch manchmal, dass Unternehmen, die neu ins CVC-Geschäft einsteigen, eine Niederlassung in Berlin und München eröffnen, dann aber ihren ehrgeizigen Deal-Making-Zielen hinterherlaufen. Den (vermeintlichen) Investmentmanagern in den Großstädten fehlt dann mitunter nennenswerte Entscheidungsgewalt, während die eigentlichen Entscheider zu weit vom Deal Flow, der Investmenthypothese oder der Analyse des Gründerteams entfernt sind, um das Investment aus der Ferne abzusegnen.

Wenn die CVC-Einheit den Auftrag hat, das Kerngeschäft zu transformieren, ist es nach unseren Erfahrungen oft sinnvoll, diese geografisch nahe am Hauptsitz des Unternehmens anzusiedeln, da ihre Mitarbeiter einen einfachen Zugang zu den Ressourcen und Geschäftsbereichen des Unternehmens benötigen. Auf der anderen Seite ist es für etabliertere und oft vor allem finanziell motivierte CVC-Einheiten wesentlich einfacher, Talente aus der Start-up-Szene zu gewinnen, wenn sie signifikante Präsenz in den großen Technologiezentren zeigen. Dasselbe gilt auch für den Aufbau von belastbaren Beziehungen zu Start-ups und Co-Investoren aus der VC-Szene sowie den Zugang zu einem guten Deal Flow – natürlich immer vorausgesetzt, dass diese Präsenz auch mit der Befugnis einhergeht, Entscheidungen vor Ort selbst treffen oder zumindest maßgeblich beeinflussen zu können.

Investmentkonsortien bieten für Investoren eine Reihe von Vorteilen, z.B. die Stärkung des eigenen Netzwerks und die Teilung des Risikos sowie der Last zukünftiger Folgeinvestitionen. Zudem können die Kompetenzen der Konsortien sich ergänzen und kollektiv zu besseren Entscheidungen führen. Darüber hinaus gibt es aber gerade für junge CVC-Einheiten noch zahlreiche weitere Gründe, die für Co-Investitionen sprechen. Sie ermöglichen es dem Corporate-Investor, die finanzielle Disziplin und die Branchenkenntnisse zu entwickeln, die für das operative Geschäft erforderlich sind. Der CVC-Investor wird sich auch ehrlich fragen müssen, ob er zumindest in der Anfangsphase ohne starke Co-Investoren überhaupt Zugang zu guten Deals wird erhalten können. Im Laufe der Zeit werden viele CVC-Investoren bei ihren Investments dann eine aktivere Rolle anstreben, die eher der von VC-Investoren ähnelt. Dazu gehören eine aktivere Wahrnehmung von Beiratsmandaten bei Portfoliounternehmen (statt sich nur mit einem reinen Beobachtersitz zu begnügen) sowie ein stärkeres Engagement in den frühen Phasen des Deal Sourcings oder die Übernahme der Führung von Investmentkonsortien mit anderen CVC-Investoren.

Drei Hygienefaktoren, die ein CVC-Investor mit seinen VC-Co-Investoren abklären sollte



#1:

Investmenthorizont und Exit-Erwartungen: Die VC-Investoren arbeiten in der Regel auf einer bestimmten Zeitachse, die durch den Lebenszyklus ihres Fonds bestimmt wird. Außerdem wollen sie die Erträge ihrer Investition natürlich durch eine Maximierung der Exit-Bewertung optimieren. Ein CVC-Investor hat hingegen möglicherweise ein Interesse daran, die Beteiligung länger zu halten, um die strategische Kooperation mit dem Portfoliounternehmen fortzuführen. Sie mag für den CVC-Investor letztlich sogar relevanter sein, als zu einem bestimmten Zeitpunkt einen Exit zu realisieren.

#2:

Teilnahme an der nächsten Finanzierungsrunde: Ob bestehende Investoren – zumindest diejenigen mit ausreichend tiefen Taschen – an einer Folgefinanzierungsrunde teilnehmen und ihr sog. Pro-Rata-Recht ausüben, ist ein starkes Signal an potenzielle neue Investoren. Bestehende VC-Investoren können unabhängig über ihre Fonds-Investments entscheiden und reservieren in der Regel einen bestimmten Teil ihrer Kapitalzusagen für solche Folgeinvestitionen in Portfoliounternehmen. Für sie ist es dann natürlich besonders frustrierend, wenn ihr CVC-Co-Investor aus Gründen nicht mitzieht, die nichts mit dem Start-up selbst zu tun haben. Viele VC-Investoren können Geschichten berichten, in denen die aus der Bilanz des Mutterunternehmens investierende CVC-Einheit ein Start-up nicht weiter finanzieren konnte, weil andere Geschäftsbereiche vor wirtschaftlichen Herausforderungen standen.

#3:

Zugang zu Technologie und Informationen: Gründer und VC-Investoren werden sehr zurückhaltend reagieren, wenn CVC-Investoren nur investieren, um einen privilegierten Zugang zum geistigen Eigentum oder dem Know-how des Start-ups zu erhalten, z.B. indem sie Lizenzen verlangen oder auf Bestimmungen bestehen, die das Start-up bei der Zusammenarbeit mit Wettbewerbern des Unternehmens beschränken würden.

2. LEAD AND CO-INVESTMENTS

2.1 Lead and Co-Investments with VC Investors

When making investments, CVC units must decide whether to go solo or engage in deal syndication. Particularly, in the early phases of developing the corporate investor's own CVC capabilities, CVC investments tend to be rather small minority positions in syndicated deals with independent VC investors or experienced CVC investors from other industries.

Where to Locate Your CVC Unit – Berlin, Munich or the Schwäbische Alb?



Well, it depends. While empirical studies show that many larger corporations set up their CVC units at least partially in major tech hubs such as Munich or Berlin (they also tend to locate their accelerator activities in the national and international entrepreneurship hotbeds), sometimes with international branches in Tel Aviv, the Bay Area and Shanghai, quite a number of German SMEs set up their CVC units close to the headquarters and potentially augment them with smaller outposts such as idea labs in major tech hubs.

Again, there is no "one size fits all" approach, and the primary CVC strategy should determine the location of the CVC unit. If the parent company primarily wants to discover innovative new business and heavily relies on the promise to get the start-up access to the parent's non-financial resources, it certainly helps to be close to where the decision-makers are. We also sometimes observe that corporations that are newcomers to the CVC arena set up a shop in Berlin and Munich, but then trail their ambitious deal-making goals, as the supposed investment managers in the big cities lack any meaningful decision-making powers while the headquarters is too far away from the deal flow, investment hypothesis or analysis of the founder team to greenlight a deal from afar.

According to our experiences, if the CVC unit is given the mandate to transform the core, it often makes sense to locate this business geographically close to corporate headquarters because they require easy access to the corporate organization's resources and business units. On the other hand, more established and often more financially motivated CVC units find it much easier to attract entrepreneurial talent, establish trusted relationships with start-ups and VC co-investors and get access to a good deal flow with a significant presence on the ground in the major tech hubs, always provided that such presence goes hand in hand with the authority to make or at least significantly influence investment decisions.

While in general investment syndicates already have a couple of advantages such as materially strengthening one's corporate network, sharing the risk and future burden of follow-on investments and bringing a complementary set of skills to bear, co-investments also have a couple of additional benefits for young CVC units. They will enable the corporate investor to develop the financial disciplines and sector knowledge necessary to become operationally competent. The CVC investor will also have to honestly ask itself if, at least in the initial stages, it will otherwise get access to good deals. Over time, many CVC investors then take a more active role within their investments, something more akin to traditional independent VC investors. They take more active roles on the advisory boards of portfolio companies (rather than being satisfied with a mere observer seat); as well they become more actively involved at the early stages of the deal-sourcing process and lead investment syndicates with other CVC investors.

3 Hygiene Factors that a CVC Investor and its VC Co-Investors should Discuss



#1:

Investment Horizon and Exit Expectations: The VC investors usually work on a specific timeline determined by the lifecycle of their fund, and they want to reap the benefits from their investment by maximizing exit valuation. A CVC investor on the other hand might have an interest to stay longer in its investment to preserve the strategic cooperation with the portfolio company, which might be more relevant for the CVC investor than pursuing the exit option at this time.

#2:

Participation in the Next Financing Round: Whether or not the existing investors – at least those with pockets deep enough – play along in the next financing round and exercise their pro-rata rights sends a powerful signal to potential new investors. Existing VC investors can make independent decisions about their fund investments and usually reserve a certain part of their dry powder for follow-on investments after they made an initial investment. They might be frustrated if a CVC investor doesn't exercise its pro-rata rights for reasons unrelated to the actual investment at hand, e.g. because the CVC unit invests out of the parent company's balance sheet and there is generally little appetite to make new investments when other business units face economic challenges.

#3:

Access to Technology and Information: Founders and VC-investors will be wary when it comes to CVCs making deals in order to get privileged access to the start-up's intellectual property rights or know-how, e.g. by requesting licenses under restrictive provisions or insisting on provisions that would restrict the start-up to work with competitors of the CVC's parent organization.

2.2 Investment-Partnerschaft mit anderen CVC-Investoren

In den letzten Jahren haben wir vermehrt beobachtet, dass sich CVC-Einheiten große Mühe dabei geben, Investment-Partnerschaften mit anderen CVC-Investoren zu etablieren. Neue Marktteilnehmer erhoffen sich einen Zugang zu besseren Deals, indem sie sich mit etablierten Corporate-Investoren zusammenschließen, und erfahrenere Akteure möchten auf die Weise die Entwicklung von Märkten und Ökosystemen beschleunigen und bessere Skalierungsmöglichkeiten für ihre Portfoliounternehmen schaffen. Durch den Aufbau

und die Pflege eines Corporate-to-Corporate-Netzwerks eröffnen sich für die Portfoliounternehmen zahlreiche Chancen. Sie können von verschiedenen Wertschöpfungsmöglichkeiten profitieren und nicht selten ergeben sich interessante Anknüpfungspunkte für eine wirtschaftliche Zusammenarbeit. Wir sehen solche CVC-Syndikate häufig für horizontale Technologien oder Anwendungen sowie bei Plattformmodellen. Interessanterweise schränkt die Tatsache, dass die Konzernmütter Wettbewerber sind, die Bereitschaft ihrer CVC-Einheiten, nebeneinander zu investieren, in der Praxis vielfach nicht wirklich ein.

3. DIE ROLLE DER INTERNEN RECHTSABTEILUNG UND DAS INVESTMENT PLAYBOOK

3.1 Wie die interne Rechtsabteilung bei CVC-Deals helfen kann

Die Rolle des Unternehmensjuristen hat sich in den letzten Jahren noch einmal stark verändert. Unternehmensjuristen sind nicht mehr "bloß Anwalt", sondern konzentrieren sich zunehmend auch darauf, ihren Arbeitgeber bei der Wertschöpfung zu unterstützen. Hochqualifizierte Juristen versuchen heute, ihren "Mandanten" innerhalb des Unternehmens beste juristische Dienstleistungen zu liefern, und denken pro-aktiv darüber nach, wie sie bei der Bewältigung zukünftiger Herausforderungen helfen und die Erreichung der Unternehmensziele vorantreiben können. Auch in Bezug auf die CVC-Investitionen eines Unternehmens und bei der laufenden rechtlichen Beratung der Portfoliounternehmen kann die interne Rechtsabteilung von großem Wert sein (wobei auch hier gilt – wie im Falle des Investmentteams –, dass die eigentliche Wertschöpfung erst beginnt, nachdem die Investition getätigt wurde). *Blake Ilstrup*, Partner in Orricks Technology Companies Group teilt diese Einschätzung: "Ich war selbst Inhouse-Jurist und kann nur bestätigen, dass die Arbeit an CVC-Projekten und mit Start-ups der Rechtsabteilung die Gelegenheit gibt, echten Mehrwert für das Unternehmen zu schaffen und die immer noch vielfach anzutreffende Fehlvorstellung, man sei nur ein 'Cost Center', zu korrigieren."

Die Spielregeln des Venture Capitals kennen

Viele Inhouse-Teams haben zwar immenses Know-how und eine beachtliche Expertise bei "klassischen"

M&A-Deals aufgebaut, mitunter müssen sie sich aber noch mit den spezifischen Vertragsbestimmungen und Besonderheiten der Venture-Capital-Deals vertraut machen. Sie müssen verstehen, wie und warum sich beispielsweise die Investitionsverträge im Venture Capital von den aus M&A-Deals bekannten Unternehmenskaufverträgen unterscheiden. "Orrick's Guide to Venture Capital Deals in Germany", in dem viele der typischen Bestimmungen von Investment and Shareholders' Agreements ausführlich erläutert werden, ist hierfür ein guter Ausgangspunkt.³ Hier gilt es, am Ball zu bleiben, entwickeln sich die Deal Terms in der VC-Welt doch laufend weiter. Dabei ist es sicher hilfreich, die rechtlichen Entwicklungen, die aus den nationalen und internationalen Entrepreneurship-Hochburgen kommen, genau im Blick zu behalten.

Wie wir gesehen haben, investieren CVC-Investoren häufig neben klassischen VC-Fonds oder aber in Start-ups, die bereits VC-Investoren haben. Da die interne Rechtsabteilung bei der Investment-Dokumentation häufig federführend sein wird, ist es wichtig, dass sie die Anreize der VC-Investoren versteht. Dazu gehört vor allem ein solides Verständnis für die Wirtschaftlichkeitsüberlegungen von VC-Fonds sowie deren Zeithorizont und Exit-Überlegungen.

Koordination ist unerlässlich

Es ist gut möglich, dass die Koordination des gesamten Investmentprozesses den internen Unternehmensjuristen überlassen wird (oder, dass ihnen zumindest die Schuld gegeben wird, wenn

3. Die kostenlos verfügbare Publikation ist hier zu finden: <https://www.orrick.com/insights/2018/02/orrick-guide-to-venture-capital-deals-in-germany-2018-edition>.

2.2 Investment Partnering with Other CVC Investors

Over the last few years, we observed that CVC units put great effort into developing investment partnering with other CVC investors. This pattern holds true for both new market entrants, seeking access to deal opportunities by hooking up with incumbents, as well as more established players seeking to accelerate market/ecosystem development and better scaling opportunities for their portfolio companies. By carefully developing and curating corporate-to-corporate

networking, the portfolio companies can benefit from multiple points of value and more commercial traction opportunities. We often see such CVC syndicates for horizontal technologies or applications as well as platform models. Interestingly, the fact that the corporate parent organizations are competitors regularly does not impede their CVC units' willingness to invest alongside each other.

3. THE ROLE OF THE IN-HOUSE LEGAL TEAM AND INVESTMENT PLAYBOOKS

3.1 How the In-House Legal Team can Help on CVC Deals

The role of the in-house legal counsel is evolving and has, over recent years, become much more focused on adding value to the business rather than "just be lawyers." Today, high-quality legal talent focusses on delivering the best legal services to their "clients" within the corporate organization and think pro-actively about how to help the business functions tackle the challenges that lie ahead and facilitate the achievement of the company's goals. Here, the in-house legal team can drive economic value for the corporate's CVC investment as well as the ongoing legal advice for the portfolio companies (what is true for the investment team applies equally to the legal team – the value-creating work begins only after the investment has been made). Orrick Technology Companies Group partner *Blake Ilstrup* observes: "As a former in-house lawyer, I can confirm that this is a unique opportunity to contribute real value and overcome the common perception that the legal department is merely a 'cost-center'!"

Know the VC Investment Playbook

While many in-house teams have built up immense know-how and expertise when it comes to "classical" M&A deals, they sometimes still need to catch up with the specific contractual provisions and concepts found in many venture capital deal documents and understand where and why they differ from, say, share purchase agreements found in M&A deals. For example, you might want to have a look at "Orrick's Guide to Venture

Capital Deals in Germany," which explains in detail many of the typical provisions found in investment and shareholders' agreements.⁴ Also, keep in mind that deal terms are frequently evolving in the VC world, and that it will certainly help to keep a close eye on the legal developments coming out of the entrepreneurship hotbeds.

As we've seen, CVC investors often invest alongside institutional VC funds or invest in companies that already have VC backers. As the in-house legal team will often hold the pen to the investment documentation, it is important that it understands the incentives that motivate VC investors. This includes a firm grasp on VC fund economics, time horizons and exit considerations.

Your Coordination Is Crucial

As an in-house legal counsel, there's a good chance that you're the one to coordinate the whole investment process (or at least that you get blamed if something doesn't work out as planned...). Therefore, you need to have a seat at the table and make sure no problems arise in the execution phase (e.g. ensure that the deal is approved by the right people within the right time, etc.). Further, you should probably also keep an eye on external lawyers hired to prepare the investment documentation or for the due diligence. Within this whole process, you need to act as a translator for your company. You need to understand what your company wants on the economical side, verify that such things are implemented in the investment documentation and explain the complicated legal terms to the relevant business units or other stakeholders.

4. For a free copy of this publication go to: <https://www.orrick.com/insights/2018/02/orrick-guide-to-venture-capital-deals-in-germany-2018-edition>.

etwas schief geht...). Deshalb sollte das Inhouse-Team einen Platz in der ersten Reihe haben. Das Team sollte möglichst sicherstellen, dass es bei der Umsetzung des Deals nicht zu Problemen kommt, etwa, weil das Investment noch nicht von den nötigen Personen abegesenet wurde. Auch die externen Anwälte sind hinreichend eng zu führen, wenn sie z.B. die Investment-Dokumentation vorbereiten oder die Due-Diligence-Prüfung durchführen. Im Rahmen des gesamten Prozesses sollten Unternehmensjuristen eine Art Dolmetscher für das Unternehmen sein. Sie müssen verstehen, welche wirtschaftlichen Ziele das Unternehmen verfolgt, und überprüfen, ob die ausgehandelten Deal-Konditionen diesen Zielen entsprechen. Außerdem dürfte es nicht schaden, den relevanten Personen im Unternehmen die rechtliche Bedeutung der teils komplizierten Klauseln proaktiv näher zu bringen, um so nach hinten raus Verzögerungen oder Missverständnisse zu vermeiden.

Speed, Speed, Speed

Zu den größten Erfolgsfaktoren für Start-ups zählen sicherlich ihre Agilität und ihre Schnelligkeit. Zwar sind wir uns bewusst, dass in einem etablierten Unternehmen jeder einzelne Geschäftsbereich bei der Rechtsabteilung Druck machen wird, um mit den Marktrealitäten Schritt halten zu können. Trotzdem werden aber die Reaktionszyklen in der Welt der Start-ups oft noch schneller sein müssen.

Seien Sie kreativ

Manchmal lassen sich Probleme einfach nicht vermeiden. Vielleicht ist z.B. in der laufenden Finanzierungsrunde eines Start-ups kein Platz mehr für den Corporate-Investor, obwohl das Start-up ein echter Wunschpartner wäre. Oder die Gründer wollen dem CVC-Investor den eigentlich gewünschten Sitz im Beirat nicht überlassen, um eine (vermeintlich) negative Signalwirkung zu vermeiden (dazu auch Kapitel A.III.3). In solchen Fällen sollten die Unternehmensjuristen (ggf. von externen Beratern unterstützt) kreativ werden. Gibt es eine Lösung, die dem, was das Unternehmen eigentlich will, zumindest nahekommt? Kann z.B. ein Wandeldarlehen zunächst eine Alternative zur Teilnahme an der laufenden Finanzierungsrunde sein? Oder ist es möglich, anstelle des Sitzes im Beirat bestimmte Informationsrechte auszuhandeln, die für die Zwecke des Unternehmens auch genügen würden? Unternehmensjuristen sollten ihr Wissen über das Unternehmen und die Kenntnis der rechtlichen Möglichkeiten nutzen, um Lösungen zu präsentieren.

So können sie für den Corporate-Investor ein echter Mehrwert sein.

Strategischer Mehrwert für die eigenen Start-ups

Ist die Investition einmal getätigt, kann die hauseigene Rechtsabteilung zu einer beachtlichen, aber oft noch nicht voll ausgeschöpften Ressource für das Start-up werden. Rechtsabteilungen sind heute oft hochprofessionelle Einheiten mit gleichsam breitem wie tiefem Erfahrungsschatz. Sie können zum Beispiel mit den Start-ups eine effektive Strategie zum Schutz des geistigen Eigentums erarbeiten und dabei helfen, die zur Umsetzung notwendigen Methoden und Prozesse zu entwickeln. Darüber hinaus kann die Rechtsabteilung für die Start-ups eine Auswahl von wichtigen Vertragsvorlagen und anderen relevanten Dokumenten entwickeln, die die Portfoliounternehmen im Rahmen ihrer internationalen Expansion in verschiedenen Rechtsordnungen nutzen können. Unternehmenseigene Rechtsabteilungen verfügen oft auch über umfangreiche M&A-Erfahrung, speziell, wenn es darum geht, Unternehmen aus der Branche des Start-ups zu erwerben. Sie wissen, was ein zukünftiger Erwerber im Zuge seiner Akquisitions-Due-Diligence wahrscheinlich prüfen wird. Unternehmensjuristen können dieses Wissen nutzen und dem Start-up helfen, rechtliche Fallstricke pro-aktiv zu identifizieren und zu umgehen.

3.2 Investment Playbooks

Unsere Erfahrung lehrt uns, dass es sinnvoll ist, die Komplexität der Deal-Verhandlungen mit dem Start-up und den Co-Investoren soweit wie möglich zu minimieren. CVC-Einheiten, die schnell agieren, können ihre Chancen auf gute Deals deutlich verbessern und sich im Laufe der Zeit einen Ruf als angesehenere und attraktiver (Co-)Investor erarbeiten. Hier haben CVC-Investoren mit einem guten Investment Playbook einen Wettbewerbsvorteil gegenüber weniger vorbereiteten Unternehmen.

Due Diligence

Natürlich muss auch im CVC-Geschäft vor einem Investment ein gewisses Maß an systematischer Due Diligence durchgeführt werden. Dieser Prüfprozess sollte aber nicht mehr Zeit und Ressourcen in Anspruch nehmen, als unbedingt notwendig sind, um das Risiko/Ertrags-Verhältnis des Investments belastbar beurteilen zu können. Das klingt zwar offensichtlich, mitunter stellen

Speed, Speed, Speed

And be quick about it. For start-ups, among their most crucial assets is agility and speed. We know – every business unit of every mature operation these days will put high demands on their legal departments to deliver their services faster than ever before to help them deal with market realities, but still, the response cycles in the start-up world will often need to be even faster.

Be Creative

Sometimes problems cannot be avoided. There might e.g. not be enough room in the financing round of a start-up that seems to be a perfect fit for the corporate investor, or the start-up might be unwilling to give the corporate investor the desired board seat in order to avoid (alleged) negative signaling (see Chapter A.III.3 above). In such cases, the in-house legal counsel (ideally working together with external advisors) should try to be creative. Is there a solution that comes close to what the corporate mothership wants? Can e.g. a convertible loan be an alternative to an equity participation in this financing round? Or is it possible to negotiate information rights instead of a board seat? Use your knowledge about your company and the legal possibilities to offer a solution. It's part of your value for the corporate investor to get the deal done.

Become a Strategic Resource for the Start-ups

Once the investment is made, the in-house legal team can become an amazing, but often not yet fully utilized resource for the start-up. In-house legal teams are often highly professional units with tons of domain expertise. For example, they can work with the start-ups on developing an effective intellectual property strategy and help the start-up develop functions and processes to protect and enhance intellectual assets. Another example: where in-house teams can help the start-up create value is to develop a good set of contracts and other relevant documents that can be rolled-out in various jurisdictions in sync with the start-up's internationalization aspirations. In-house teams often have ample M&A experience when it comes to acquiring companies from the sector in which the start-up operates and know what a future acquirer will likely look for as part of its acquisition due diligence. Leverage that knowledge and help the start-up to proactively identify and navigate legal pitfalls.

3.2 Investment Playbooks

Our experience teaches us that CVC units that minimize the complexity of deal negotiations with the start-up and co-investors, and can act quickly, significantly improve their chances of winning the deal and will over time earn a reputation as a respected and attractive (co-)investor. Here, CVC investors with a good set of investment blueprints have a competitive edge over their less-prepared corporate peers.

Due Diligence

A certain level of systematic due diligence must, of course, be applied, but the evaluative pre-investment process should not consume more time and resources than necessary to gauge from a risk-reward perspective whether a particular investment is worthwhile. While this sounds obvious, in our practice we sometimes notice quite a striking difference between CVC and VC investors when it comes to due diligence exercises, notably the financial and legal ones. Many CVC investors, especially those relatively new to the field, tend to err on the side of doing "extensive due diligence," sometimes treating a relatively small financing round more like a typical M&A project. This can put a CVC investor at a disadvantage when compared to more focused and faster VC investors, and irritate the start-up and co-investors. The reality is that notably in the early-growth phases, the information provided by the start-up will be asymmetrical and will likely contain significant gaps from a corporate investor's perspective. For example, seen through the corporate's eyes, the lack of formal protection of IP rights (e.g. not applying for patents) might come across as imprudent business behavior, while for the founders the (often just postponed) process of filing for patent protection etc. is perceived as the (only) rational choice given the uncertainty around the patent process and the drain on the team's time resources and associated costs that come with the application process.

wir in unserer Praxis aber einen deutlichen Unterschied zwischen CVC- und VC-Investoren fest, wenn es um die Due Diligence (und insbesondere ihre rechtlichen und finanziellen Aspekte) geht. Viele CVC-Investoren, vor allem die, die noch relativ jung im Markt sind, neigen dazu, (zu) umfangreiche Due-Diligence-Prüfungen vorzunehmen. Bisweilen gewinnt man den Eindruck, sie behandelten eine relativ kleine Finanzierungsrunde eher wie ein klassisches M&A-Projekt. Das kann für den CVC-Investor schnell zu einem Nachteil gegenüber fokussierteren und agileren VC-Investoren werden und Start-ups wie Co-Investoren irritieren. In der Realität sind die in den frühen Wachstumsphasen vom Start-up bereitgestellten Informationen oft asymmetrisch und werden oft in den Augen des Corporate erhebliche Lücken aufweisen. Aus Sicht der Unternehmen könnte etwa der fehlende formale Schutz von geistigem Eigentum, z.B. durch die Anmeldung von Patenten, als nachlässiges Geschäftsgebaren (und das wäre noch die wohlwollende Interpretation) wahrgenommen werden, während sich für die Gründer die unterlassene (bzw. oft nur aufgeschobene) Patentanmeldung angesichts der Unsicherheit und der damit verbundenen Zeit- und Kostenbelastung als durchaus rationale Entscheidung darstellen mag.

Während bei eher technologieorientierten Start-ups eine zusätzliche Due-Diligence-Prüfung (insbesondere bei IP- und arbeitsrechtlichen Fragen) gerechtfertigt erscheint, sind auch wir der Meinung, dass eine Prüfung, die deutlich über die wichtigen Kernbereiche hinaus geht, oft nur einen geringen Mehrwert bringt und die Due Diligence möglicherweise unnötig in die Länge zieht. Da der Corporate-Investor in der Regel nur eine Minderheitsbeteiligung übernimmt und bei vielen Investitionen weniger Wert auf die finanzielle Rendite gelegt wird, ist eine fokussierte Due Diligence sicherlich sinnvoll. Viele erfahrene Investoren konzentrieren sich hier auf die Qualifikationen und Qualitäten der Gründer, ihre Erfahrung, ihre Motivation sowie ihr Potenzial, mit den anderen Unternehmensteilen effektiv zusammenzuarbeiten. Die Unternehmen sollten sich von Anfang an auf die Phase nach der Investition konzentrieren.

Hier kann ein Due-Diligence-Fragebogen, der auf die spezifische Situation der Minderheitsbeteiligung an einem jungen Wachstumsunternehmen abgestimmt ist, den Aufwand erheblich reduzieren. Diese Liste ist nicht identisch mit den verbreiteten, oft ausgesprochen detaillierten und allumfassenden Due Diligence Request Lists, wie wir sie aus der M&A-Welt kennen. Vielmehr sollte sie einen modularen Fragenkatalog zu bestimmten Schwerpunktthemen vorsehen, der je nach spezifischer Situation des Start-ups und dessen Entwicklungsstand

angepasst werden kann. Vor dem Hintergrund, dass CVC-Investoren oft gut beraten sind, sich einem breiten Portfolio an Start-ups zu öffnen, sollten sie auch ihren Due-Diligence-Prozess skalierbar gestalten. Dazu könnte beispielsweise die Entwicklung eines komprimierten und standardisierten Berichtsformats gehören, das den Segen aller relevanten Akteure des Mutterunternehmens hat. Nachdem die Vorlage jeweils durch interne und/oder externe Due-Diligence-Teams mit Inhalt gefüllt wurde, kann der fertige Bericht als Grundlage für eine zeitnahe Entscheidung des Investmentkomitees dienen.

Gleichzeitig sollten Gründer aber auch den Mehrwert schätzen, der in der intensiveren Due Diligence eines Investors liegen kann. Die traurige Wahrheit ist, dass viele Start-ups am meisten von guter Rechtsberatung profitieren würden, wenn sie sich diese am wenigsten leisten können, also in der Frühphase der Entwicklung. Die Due Diligence eines Investors kann hier schon in einem relativ frühen Stadium rechtliche Fallstricke identifizieren, die für das Start-up später u.U. sehr teuer werden können, z.B. fehlende IP-Übertragungen und Vertraulichkeitsvereinbarungen mit freien Mitarbeitern und Werkstudenten sowie suboptimale Arbeitsverträge. Corporate-Investor und Start-up können gemeinsam daran arbeiten, diese Probleme nach der Investition anzugehen; hier kann der Investor dann die Stärken seiner erfahrenen HR- und IP-Teams gewinnbringend für das Start-up ausspielen.

Term Sheet (und Investment-Dokumentation)

Generell ist es ratsam, die Klauseln in der Investment-Dokumentation zu vereinfachen und zu reduzieren. So stellen wir in unserer Praxis fest, dass insbesondere erfahrene VC-Investoren in der Regel sehr kurze Term Sheets vorlegen, die sich auf die wirtschaftlichen Eckpunkte der Investition und einige wichtige Governance-Aspekte (wie z.B. Sitze im Beirat) konzentrieren. Demgegenüber nutzen weniger erfahrene Investoren und solche aus der Unternehmenswelt oft recht lange Term Sheets, die viele Details enthalten (z.B. zu Anteilsübertragungsbeschränkungen, obwohl diese (hoffentlich) ohnehin Standard und wenig streitanfällig sein sollten). Für einen CVC-Investor ist es ratsam, ein gutes Standard-Term-Sheet in der Schublade zu haben, damit es von der CVC-Einheit bei Bedarf schnell angepasst werden kann. Dieses Standard-Sheet kann auch bei der Bewertung von Term Sheets Dritter, z.B. im Falle eines geplanten Investmentkonsortiums, als Benchmark dienlich sein. Die Rechtsabteilung und das CVC-Investmentteam müssen den aktuellen Stand der typischen Deal Terms bei Venture-Finanzierungen im Auge behalten, um sicherzustellen, dass die eigenen Konditionen sich nicht zu weit vom aktuellen Markt entfernen.

While in the case of more technology-centered start-ups, additional due diligence seems warranted (in particular on IP and employment matters), we agree that going way beyond these key areas will often yield only diminishing returns while making the evaluation process lengthy. Given that the corporate investor will usually take only a minority stake, and that for many investments there is less emphasis on financial returns, there is surely a case for a more focused due diligence. Many seasoned investors advocate a focus on founders' talent, experience, motivation and the potential to actually work together with the parent's other business organization, *i.e.* focus right from the start on the post-investment phase.

Here, having a due diligence questionnaire tailored to the specific situation of a minority stake investment in an emerging company can go a long way to reduce due diligence efforts. This list should not just be the standard, usually very broad, questionnaire used for M&A deals, but should rather provide for a modular set of questions on certain key topics that can be adjusted according to the specific situation of the start-up and where it stands in its life cycles. Given that CVC investors are often well advised to expose themselves to a portfolio of start-up investments, they should also design their due diligence process so that it is scalable. This could include, for example, developing a standard for a condensed reporting format that has the blessing of all relevant functions of the corporate parent and, once populated by the in-house and/or external due diligence teams, will form the basis for the decision of the investment committee.

Simultaneously, founders should also appreciate the value that might lie in an investor's due diligence. The sad truth is that many start-ups could benefit the most

from good legal advice when they can least afford it, *i.e.* in the early rounds. The scrutiny that comes with an investor's due diligence can identify legal pitfalls at a relatively early stage that can otherwise come to haunt the start-up later on, *e.g.* missing IP assignments and confidentiality agreement for freelancers, interns or suboptimal employee contracts. Here, investor and start-up can work together to rectify these issues post-investment, bringing to bear the strengths of the corporate parent's sophisticated HR and IP teams.

Term Sheet (and Investment Documentation)

It is generally advisable to simplify and minimize the terms and conditions of the investment documentation. For example, in our practice we notice that in particular, experienced VC investors will usually put forward very brief term sheets concentrated on the economics of the investment and some key governance elements (such as board seats), while less experienced investors and investors from the corporate world often have rather lengthy term sheets that include many details, *e.g.* on share transfer restrictions that should (hopefully) be rather standard and non-controversial. For a CVC investor, it is advisable to have a good standard term sheet on the shelf, so it can be produced quickly when needed by the CVC unit and also as a benchmark when evaluating third-party term sheets, *e.g.* in case of a proposed investment syndicate. The legal department and the CVC investment team need to stay on top of the current state of typical deal terms in venture financings to make sure that the corporate's own standard terms are not out of market.

4. BESONDERE VERTRAGSREGELUNGEN BEI CVC-INVESTMENTS

Wir haben gesehen, dass das Motivationsbündel für ein Investment bei CVC-Investoren deutlich komplexer sein kann als bei ihren Kollegen aus dem VC-Bereich. In der Vergangenheit hörte man von VC-Investoren und auch von Gründern mitunter, dass von Corporate Vertragsbedingungen verlangt würden, die als zu hart und das Start-up stärker als nötig in seiner Freiheit und Agilität einschränkend betrachtet wurden. Dies hat sich allerdings nach unserer Einschätzung mittlerweile vielfach geändert. Nach unseren Erfahrungen wissen viele der erfolgreichen CVC-Investoren heutzutage ganz genau, was die aktuellen Marktstandards für VC-Deals sind. Dementsprechend passen sie sich an den Markt an und versuchen nicht, ihre eigenen Bedingungen um jeden Preis durchzusetzen.

Dieser Trend ist sicherlich begrüßenswert. Angesichts der komplexeren Motivation und der vielen Nuancen im CVC-Geschäft gibt es aber immer noch einige Deal Terms, die CVC- und VC-Investoren unterschiedlich beurteilen mögen. Dazu gehören unter anderem folgende:

Sitz im Beirat

Häufig beanspruchen CVC-Investoren das Recht, ein stimmberechtigtes Mitglied in den Beirat ihres Portfoliounternehmens oder zumindest einen Beobachter entsenden zu dürfen. Es gibt eine Menge Gründe, warum ein guter Beirats ganz oben auf der Liste von Gründern stehen sollte – dieser zentralen Stellschraube für den Erfolg eines Start-ups wollen wir uns in einer der nächsten Ausgaben der OLSNS widmen. An dieser Stelle sei daher lediglich festgehalten, dass ein versierter CVC-Investor mit Fachkenntnis und nachgewiesener Erfahrung in der Markterschließung und Skalierung für den Beirat des Portfoliounternehmens von großem Wert sein kann. Er bietet komplementäre Fähigkeiten und eine Perspektive, die andere, von VC-Investoren bestellte Beiratsmitglieder und die Gründer möglicherweise nicht haben. Wenn die CVC-Einheit in erster Linie strategisch motiviert und der Corporate-Investor besonders daran interessiert ist, von dem Start-up zu lernen, sollte er erwägen, eher ein Mitglied aus dem jeweiligen Geschäftsbereich des Unternehmens in den Beirat des Start-ups zu berufen, anstatt jemanden aus der CVC-Einheit selbst. Für beide Seiten kann es auch vorteilhaft sein, ein reguläres Beiratsmitglied aus dem CVC-Team und einen Beobachter aus dem jeweiligen Geschäftsbereich zu kombinieren. Während ersterer auf ein breiteres Spektrum an Fähigkeiten und Erfahrungen zurückgreifen kann, konzentriert sich letzterer auf das Business Development des Start-ups.

Rechte am geistigen Eigentum

Manchmal haben Start-ups bei strategisch motivierten CVC-Investoren Angst vor "technical leakage" und davor, dass ihr Know-how an den Corporate abfließen soll, um dort Wissenslücken zu schließen. CVC-Investoren sollten sich daher überlegen, diese Bedenken aktiv zu adressieren und ggf. vertragliche Bestimmungen in die Investment-Dokumentation aufzunehmen, welche die Interessen des Start-ups schützen (z.B. den Zugang zu bestimmten Informationen oder deren Weitergabe im Mutterunternehmen beschränken).

Strategische Rechte

Strategische Rechte sind ein durchaus sensibles Thema, da viele Unternehmen instinktiv versuchen werden, "ihre" Portfoliounternehmen von der Konkurrenz abzuschotten. Es ist aber oft ratsam, bei der Finanzierung neuer Start-ups keine strategischen Rechte einzufordern, wissend, dass Gründer und VC-Investoren befürchten werden, diese könnten im Falle eines Exits den erzielbaren Preis drücken. So können beispielsweise Call-Optionen oder Rechte an geistigem Eigentum potenzielle Käufer abschrecken oder die Bewertung, die der Erwerber zu akzeptieren bereit ist, deutlich reduzieren. Die Forderung besonderer Rechte kann dann für das Unternehmen vielversprechendsten Start-ups davon abhalten, CVC-Investments anzunehmen.

Abweichungen zwischen den deutschen und den U.S.-amerikanischen Marktstandards gibt es (immer noch) im Hinblick auf Vorkaufsrechte. Diese sind bei Transaktionen auf dem deutschen Markt nach wie vor üblich. Gleichwohl sehen wir hin und wieder Vereinbarungen, die im Falle einer Change-of-Control-Transaktion eine Ausnahme vom sonst einschlägigen Vorkaufsrecht machen. In den USA werden diese Klauseln dagegen regelmäßig heftig diskutiert und von den Gründern und ihren VC-Investoren häufig strikt abgelehnt. CVC-Investoren in den USA erhalten daher oft nur eine Art "Erstverhandlungsrecht" oder sogar nur das Recht, über eine bevorstehende Transaktion zu einem bestimmten Zeitpunkt informiert zu werden. Ein Erstverhandlungsrecht ist zwar sicherlich weniger belastend für einen Exit-Prozess als ein echtes Vorkaufsrecht, aber selbst ersteres kann den Verkaufsprozess natürlich ein Stück weit erschweren. Das bloße Informationsrecht ist am wenigsten restriktiv, trotzdem ist es wichtig, genau zu definieren, welche Informationen wann geliefert werden müssen.

4. SPECIAL DEAL TERMS FOR CVC INVESTMENTS

As we have seen, the investment motivation and rationale for CVC investors might be more complex than is the case for their institutional VC peers, and in the past, many founders and VC-investors lamented that CVC investors would often request onerous terms and restrict the freedom and agility of their portfolio companies more than was strictly necessary. However, we think that the times are a-changin'. According to our experiences, many of the successful CVC investors these days know very well what the current market standards for VC deal terms are and play according to the prevailing tunes of the VC firms.

While this trend is certainly true, given the more complex motivation and the many nuances of CVC investments, there are still some deal terms where CVC and VC investors might still have a slightly different perspective. Among them are the following:

Board Participation

One right CVC investors usually want to see is the right to appoint a member to the advisory board of the portfolio company, or at least send an observer into the advisory board. There is much to say about why founders should make the creation of a high-performance advisory board a top priority, and we will weigh in on this linchpin of a start-up's success in one of the next editions of OLNS. Suffice to say, an experienced CVC investor with domain expertise and proven market building/scaling experience can be immensely valuable to the portfolio company's advisory board and provide a perspective and complimentary skill set that other VC-appointed board members and the founders might miss. If the CVC unit has a primary strategic motivation, and the corporate investor is particularly interested to learn from the start-up, it should consider appointing a member from its relevant business unit to the start-up's advisory board rather than someone from the CVC unit itself or – arguably more beneficial for both sides – appoint a regular advisory board member from its CVC team with a broader skill set and experience, and augment her by appointing an observer from the respective business unit to focus on business developing for the start-up.

Intellectual Property Rights

One of the concerns start-ups have with strategically motivated CVC investors is the fear of “technical leakage” and of their know-how being used to fill white spaces within the corporate's organization. Corporates should think about actively addressing these concerns and including contractual provisions in the investment documentation to protect the start-up's interests (e.g. restricted access to certain information or the implementation of Chinese walls).

Strategic Rights

This is a sensitive topic. Steeped in competitive thinking, many corporate parents will instinctively try to wall off “their” portfolio companies from competitors, etc. However, it is also often advisable not to request strategic rights as part of the funding of new ventures, because these may keep start-ups from reaching fair market value when they are sold. For example, call options, or rights to intellectual property rights, can scare off potential acquirers or significantly reduce the valuation the acquirer is willing to offer. Asking for strategic rights may steer the most promising start-ups away from CVC deals, as the founders and existing investors may fear the exit price will be compromised.

Where U.S. and German market standards (still) deviate is when it comes to right of first refusals. Rights of first refusals are still often standard in German market transactions, though we frequently also see agreements that make a carveout from the otherwise applicable right of first refusal in case of a change-of-control transaction. In the U.S., these clauses are often fiercely debated and frequently rejected by founders and their VC-backers. CVC investors in the U.S. often only get a right of first negotiation or even only a right of first notice. While a right of first negotiation is certainly less detrimental to an exit process than a right of first refusal, even the former can still put a chill on the process to sell the business. The right of first notice is the least restrictive, but it is important to precisely define what it allows for.

5. CVC-PORTFOLIOUNTERNEHMEN UND DAS THEMA "COMPLIANCE"

Geltung von Konzernrichtlinien

Natürlich muss auch das Start-up Vorkehrungen zur Vermeidung von Rechtsverstößen ergreifen, schon um Sanktions-, Reputations- und andere Risiken für sich und seine Investoren zu begrenzen. Ein CVC-Investor sollte ein Start-up aber trotzdem möglichst nicht wie ein klassisches Konzernunternehmen behandeln, wenn es um das Thema Compliance geht. Vielmehr sollte er sich auf grundlegende Compliance-Regelungen beschränken und diese so implementieren, dass insbesondere kartellrechtliche oder andere Sanktionen vermieden werden. Denn wenn der Corporate-Investor am Management des Start-ups beteiligt ist, werden beide unter Umständen als wirtschaftliche Einheit betrachtet. Ist dies der Fall, haftet das Unternehmen direkt für kartellrechtliche Verstöße des Start-ups und muss im Extremfall Geldbußen von bis zu 10 % des jährlichen Konzernumsatzes fürchten. Da diese Sanktionen auch direkt gegen den Corporate-Investor verhängt werden können, sind effektive Compliance-Regelungen beim Start-up und die Feststellung potentieller Compliance-Verstöße schon vor dem Investment wichtig.

Zudem sollten CVC-Investoren darauf achten, dass die Gründer wettbewerbsrechtliche, anti-korruptionsrechtliche, datenschutzrechtliche, sozialrechtliche und steuerrechtliche Vorschriften einhalten und die Geschäftsführer ihren Pflichten nach § 43 GmbHG nachkommen. Das Risiko von Verstößen in diesen Bereichen ist bei Start-ups besonders hoch, da Gründer oft wenig Erfahrung haben, insbesondere wenn sie in andere Rechtsordnungen expandieren. Gründer sollten deshalb vom Investor ausführlich über rechtliche Pflichten und die Konsequenzen von etwaigen Verstößen informiert werden. Gerade aus Sicht des Corporate-Investors kann es sinnvoll sein, dem Start-up in diesem Bereich die Expertise der eigenen Rechtsabteilung zu Verfügung zu stellen.

Von der unbesehenen Anwendung des gesamten Compliance-Regelwerks des Unternehmens raten wir indes ab; ein solches wird ein Start-up regelmäßig zu sehr einengen bzw. knappe Management-Ressourcen über Gebühr beanspruchen. Compliance-Regelungen sollten vielmehr dem individuellen Risikoprofil des Start-ups entsprechen. Zudem kann es sinnvoll sein, auch die Kommunikation der Compliance-Regelungen an die Gegebenheiten des Start-ups anzupassen und

z.B. lange Compliance-Calls in leicht(er) verdauliche Häppchen zu unterteilen.

Auch Berichterstattungspflichten für das Start-up sollten auf ein sinnvolles Maß begrenzt und möglichst skalierbar gestaltet werden. In der Praxis sehen wir manchmal Fälle, in denen Corporate-Investoren versuchen, die (teils überbordenden) Industriestandards unbesehen auf ihr Start-up zu übertragen. Dadurch werden gerade in der Frühphase – erneut – wertvolle Management-Kapazitäten unnötig gebunden.

Ist eine Übernahme durch den Corporate-Investor für das Start-up eine realistische oder sogar die von allen Parteien präferierte Option, sollte sich das Unternehmen aber die Möglichkeit einräumen lassen, ab einem gewissen Zeitpunkt (ggf. schrittweise) die eigenen Richtlinien und Qualitätsstandards zu implementieren. So können die Integrationsfähigkeit des Start-ups und die reibungslose Vermarktungsfähigkeit der Produkte und Dienstleistungen durch den Corporate-Investor nach erfolgter Übernahme gewährleistet werden.

Kartellrechtliche Freigabe

CVC-Investments können als Zusammenschlüsse von Unternehmen der Fusionskontrolle unterfallen. Sie müssen dann – vor ihrer Umsetzung – bei den zuständigen Kartellbehörden angemeldet und von diesen freigegeben werden. Ob die Fusionskontrolle eingreift, hängt maßgeblich von zwei Fragen ab:

- Handelt es sich um einen Zusammenschluss?
- Wie hoch sind die Umsätze der beteiligten Unternehmen?

Ein Zusammenschluss ist in der Regel gegeben, wenn ein Anteil von 25 % oder mehr am Kapital oder an den Stimmrechten eines anderen Unternehmens erworben wird. Doch auch unterhalb dieser Schwelle kann ein Zusammenschluss vorliegen, und zwar wenn der Erwerber die "Kontrolle" über oder einen "wettbewerblich erheblichen Einfluss" auf das Zielunternehmen erwirbt. Ein solcher Einfluss kann beispielsweise durch bestimmte Veto- oder Beteiligungsrechte ausgelöst werden, etwa durch das Recht zur Entsendung eines Vertreters in die Leitungs- oder Aufsichtsgremien des Start-ups.

5. CVC PORTFOLIO COMPANIES AND COMPLIANCE CONSIDERATIONS

Application of Group Policies

Naturally, the start-up must adhere to elementary compliance rules to limit reputational and other risks for itself and the corporate. The corporate should, however, not treat the start-up as a “normal” subsidiary. Rather, it should implement basic compliance rules to avoid sanctions imposed under antitrust and similar laws (if the corporate is involved in the management of the start-up, the corporate and the start-up may be considered to belong to one and the same economic entity; this means that the corporate is directly liable for antitrust violations of the start-up and may face fines of up to 10 % of the group’s annual turnover). Since such sanctions can be imposed on and claimed from the corporate, ensuring an effective compliance system in the start-up and assessing potential compliance violations prior to the investment are in the corporate’s own best interest.

Furthermore, the corporate should make sure the founders adhere to competition, anticorruption, data privacy and tax laws, and the managing directors attend to their duties set forth in sec. 43 German Limited Liability Companies Act. The risk of violations of such laws is often increased with start-ups, since the founders are often inexperienced; and the risk exposure may increase even further when founders expand the business into other jurisdictions. In this respect, founders should be briefed on their legal duties and possible consequences and, where needed, given access to the corporate’s in-house legal resources.

When advising the founders on these rules and responsibilities, the corporate should be mindful of not overburdening the founders and management with new information. Compliance measures should be appropriately tailored to reflect the individual risk characteristics of the start-up. Likewise, the communication of compliance rules and measures should take the individual circumstances of the start-up into account, e.g. breaking up compliance calls into more manageable sessions.

It is also reasonable to establish a scalable reporting system that can be adjusted according to the development of the start-up. We have seen cases where corporate investors attempted to impose on a start-up without qualifications the (sometimes

excessive) reporting requirements standard in their industry – such attempts may lead, especially in the early phase, to the tying up of valuable management capacities.

If it is anticipated that at some point the start-up will exit to the corporate, the corporate should reserve the right to implement its own policies and quality standards at a particular time (possibly also step-by-step). This will allow for an easier integration of the start-up at a later time, and the smoother integration of the start-up’s products and services by the corporate after a successful takeover.

Merger Control

Some CVC investments may be subject to merger control. In such cases, the transaction will need to be reported to and cleared by the competent competition authority (or authorities) before it may be implemented. Whether or not a merger filing is required usually depends on two questions:

- Does the investment constitute a “concentration” within the meaning of the merger control rules?
- What are the revenues of the undertakings participating in the concentration?

On the first question, a transaction usually qualifies as a concentration if a share of 25 % or more of the equity or the voting rights in a company is being acquired. Below this threshold, an investment in another company may constitute a concentration if it confers “control” of, or a “competitively significant influence” in, the target upon the acquirer. This may be the case, for example, if the acquirer obtains certain veto rights or has the power to appoint representatives to the executive or supervisory boards of the start-up.

Regarding the second question, a filing is required if the “undertakings concerned” meet the statutory turnover thresholds.

For German merger control purposes, these are:

- (a) EUR 500 million worldwide in relation to all parties concerned,
- (b) EUR 25 million in Germany in relation to one party, and
- (c) EUR 5 million in Germany in relation to another party.

Liegt ein Zusammenschluss vor, so ist für die Frage der Anmeldepflicht entscheidend, ob die Umsätze der beteiligten Unternehmen die gesetzlichen Schwellenwerte erreichen. Für die deutsche Fusionskontrolle liegen diese bei:

- (a) EUR 500 Millionen weltweit in Bezug auf alle beteiligten Unternehmen zusammen;
- (b) EUR 25 Millionen in Deutschland in Bezug auf ein beteiligtes Unternehmen allein; und
- (c) EUR 5 Millionen in Deutschland in Bezug auf ein anderes beteiligtes Unternehmen.

Da die meisten Start-ups schon die Umsatzschwelle von EUR 5 Millionen nicht erreichen, sind viele CVC-Investitionen nicht anmeldepflichtig. Wichtig – und dies wird häufig übersehen – ist allerdings, dass zu den “beteiligten Unternehmen” nicht nur der CVC-Investor und das Zielunternehmen gehören, sondern ggf. noch weitere Gesellschafter, die entweder 25 % oder mehr der Anteile halten oder das Zielunternehmen (allein oder mit anderen) kontrollieren.

Im Jahre 2017 wurde der Anwendungsbereich der deutschen Fusionskontrolle zudem noch ausgeweitet. Nun sind auch Transaktionen umfasst, die die Schwelle von EUR 5 Millionen nicht erreichen, sofern die Gegenleistung für die Übernahme EUR 400 Millionen übersteigt und das Zielunternehmen in erheblichem Maße in Deutschland aktiv ist.

In der Praxis ist eine sorgfältige Prüfung der Beteiligungsstruktur, der Umsätze und der Gegenleistung notwendig, um die Frage nach einem Eingreifen der Fusionskontrolle abschließend beantworten zu können. Dies gilt umso mehr, wenn das Start-up auch außerhalb Deutschlands aktiv ist, sodass neben der deutschen Fusionskontrolle auch eine Fusionskontrolle in anderen Rechtsordnungen Anwendung finden kann.

Es wird erwartet, dass sich in Deutschland die Vorgaben zur Fusionskontrolle in der zweiten Jahreshälfte 2020 erneut ändern. Es sollen bestimmte kleinere Transaktionen ausgeschlossen werden, um die Anmeldepflichten für kleinere Unternehmen zu reduzieren und beim Bundeskartellamt Kapazitäten für komplexere Fälle zu schaffen. Wir werden diese Entwicklung natürlich genau beobachten und gerne mit Ihnen teilen.

Because most start-ups don't reach the threshold of EUR 5 million, CVC investments are often not subject to a merger filing obligation. However, the term "undertaking" includes all entities and persons under common control, *i.e.* the entire group of companies to which a company involved in the transaction belongs. In addition, the undertakings concerned are not only the CVC investor and the start-up (and their affiliates), but also other potential shareholders that either (i) hold 25 % or more of the shares in the target or (ii) control the target (alone or jointly with other parties).

In 2017, the scope of German merger control was further expanded. It now also covers transactions that do not meet the threshold (c) of EUR 5 million, provided the consideration for the acquisition exceeds EUR 400 million and the target is active in Germany "to a significant extent."

Determining whether a transaction needs to be filed with the German Federal Cartel Office, therefore, requires a careful analysis of the transaction structure, the value of the consideration and the corporate governance of the start-up, as well as information on the revenues generated by the parties participating in the concentration. This becomes even more important when the activities of the start-up are not limited to Germany, so that in addition to German merger control, the relevant rules in other jurisdictions need to be considered.

It is expected that in the second half of 2020, German merger rules will be changed once again to exclude certain smaller transactions to reduce notification requirements for smaller businesses and to free up resources at the Federal Cartel Office for more complex cases. We are closely monitoring this development and share them with you.



B. Our International Platform for Technology Companies



The leading German legal data base JUVE nominated us for **Private Equity and Venture Capital Law Firm of the Year** in Germany 2019 and 2017, and named our partner Sven Greulich one of the top VC lawyers in Germany (2019)



Tech Group of the Year

2018

Law360



Leader in Venture Capital and Corporate Practice

Legal 500



Most Active VC law firm in Europe

for 4 years in a row

PitchBook Q4 2019

Dedicated to the needs of technology companies and their investors

**Betterment | Cisco | Getaround | Microsoft
NVIDIA | Oracle | Revolut | SoFi | Sonos | Stripe**

Orrick counsels more than 2,700 tech companies as well as the most active funds, corporate venture investors and public tech companies worldwide. Our focus is on helping disruptive companies tap into innovative legal solutions.

We are a top 10 law firm for global M&A volume (*MergerMarket*) and the #1 most active law firm in European venture capital (*Pitchbook*).



Honored for Connecting the German Mittelstand with Start-ups

In its **2017 European Innovative Lawyers Report**, the *Financial Times* awarded our German Technology Team a top three position in the category of supporting start-ups and innovation. In this Europe-wide and in-depth research, the *Financial Times* labeled our corporate venture capital initiative led by Düsseldorf partner Sven Greulich as "outstanding." In its reasoning, the *Financial Times* further stated: "Connecting Germany's Mittelstand (mid-sized companies) with start-ups, the firm is tackling tax issues in stock option plans, making bridges between Silicon Valley and Germany, and showing the way for successful investments."



The 2019 State of European Tech Report prepared by *Atomico* in collaboration with *Slush* and supported by Orrick, is the latest evidence of Europe's growing influence in the global tech ecosystem.

A TRULY GLOBAL PLATFORM.



Coatue Management

Investment into the \$1 billion Series H for Swiggy
Investor's Counsel

Getaround

\$300 million Series D financing
Company Counsel

Revolut

\$250 million Series C financing
Company Counsel

Stripe

\$250 million Series G financing
Company Counsel

WE ADVISE TECH COMPANIES AT ALL STAGES:

20% of all **US\$ 1 Billion+ Unicorns**
in the U.S. and U.K. Markets

6 of the world's biggest **tech companies**

In 2019, advised on more than **970**
VC financings valued at **over \$18.9bn**
for companies based in **45** countries.

Operating in 25 markets worldwide, we offer holistic solutions for companies at all stages, executing strategic transactions but also protecting intellectual property, managing cybersecurity, leveraging data and resolving disputes. We are helping our clients navigate the regulatory challenges raised by new technologies such as crypto currencies, autonomous vehicles and drones. A leader in traditional finance, we work with the pioneers of marketplace lending.

We innovate not only in our legal advice but also in the way we deliver legal services, earning us the #1 spot on *Financial Times'* list of the most innovative North American law firms in 2016, 2017, 2018 and 2019 runner-up.

INNOVATION @ORRICK

As one of the world's most innovative and forward-thinking law firms, Orrick is constantly looking at ways to improve the delivery of legal services and deliver greater value to clients



ORRICK LABS

Powering Innovation

Dedicated in-house team of technologists focused on creating leading-edge legal service solutions to enhance quality, security and efficiency



Orrick Analytics

Bringing state-of-the-art technology and statistical analysis to litigation and transactional services

Improving Project Management for FIs

Built an online project dashboard and created a "playbook" to draft and negotiate agreements for hundreds of trades

Cutting Legal Services Costs

Worked with LendingClub to streamline compliance review's and cut volume and cost of legal support by about 50%

Creating First-of-a-kind-structures

Worked with Mercy Corps to develop the Community Investment Trust enabling low-income residents to invest in local commercial properties for future financial gain



DIRECT LENDING

Powered by Orrick

Only legal portal for the corporate direct lending community utilizing technology to provide simple solutions to common issues



LendingClub

Collaborated to streamline compliance reviews and cut client's volume and cost of legal support by about 50%

Derivatives in Review

Helping clients understand important legal and regulatory developments in the area of derivatives

Distressed Download

Latest news and industry trends in the distressed debt and restructuring markets



ORRICK CARES

Communities Worldwide

We share a firm-wide commitment to making a social impact. Our European pro bono and sustainability director has helped our teams provide 5,350 hours in pro bono service in the past year

INCLUSION & WELLNESS

Inclusiveness is a core value that shapes the way we run our firm. It's part of our daily conversation about investing in talent, staffing our teams and measuring our success

INNOVATION INSPIRES US.

And we're committed to leading it. We're working to improve legal services delivery.

WE INNOVATE BY:

IMPROVING WORKFLOW WITH HUMAN-CENTERED DESIGN.

APPLYING ANALYTICS TO LEGAL PROBLEMS.

BRINGING GREATER CERTAINTY TO PRICING.



**INNOVATIVE
LAWYERS2019**
EUROPE WINNER

Innovation in Diversity and Inclusion

For the fourth year in a row, Orrick has been recognised by the *Financial Times* in its annual **Innovative Lawyers Report Europe** for various projects focused on delivering these innovative solutions. Overall, the Report ranks Orrick among the top five US-origin law firms in Europe.



**INNOVATIVE
LAWYERS2019**
NORTH AMERICA WINNER

Legal Products | Streamlined Processes | Technology Adoption | Tailored Solutions

“Orrick is reimagining how to use data in the delivery of legal services.”

REENA SENGUPTA - RSG CONSULTING

C. Die Autoren / About the Authors



Carsten Bernauer
Düsseldorf
cbernauer@orrick.com

Carsten Bernauer ist Counsel im Bereich Technologietransaktionen und M&A. Carsten ist neben der Beratung "klassischer" nationaler und grenzüberschreitender Unternehmens- und Private-Equity-Transaktionen sowie Konzernumstrukturierungen (einschließlich Restrukturierungen im Rahmen von Insolvenzen) insbesondere auch auf die Beratung von Venture-Capital-Finanzierungen und Technologieunternehmen durch alle Wachstumsphasen spezialisiert.

Carsten Bernauer is a Counsel in our Tech Transaction and M&A Practice. Beside advising on "traditional" national and cross-border corporate and private equity transactions as well as corporate restructurings (including insolvency restructurings), he particularly focuses on venture capital financing and advising technology companies through all growth stages.



Ellen Ehrenpreis
Silicon Valley
eehrenpreis@orrick.com

Ellen Ehrenpreis ist Partnerin im Bereich Technologietransaktionen. Sie hat mehr als zwanzig Jahre Erfahrung im Technologie- und Venture-Bereich und nutzt Ihre Technologieexpertise und ihr juristisches Know-how in der Beratung junger Wachstumsunternehmen und ihrer Investoren bei einer Vielzahl von Fragestellungen. Ellens umfangreiche Expertise und ihre pragmatische Herangehensweise sind nicht zuletzt Resultat ihrer jahrzehntelangen Karriere als Anwältin im Silicon Valley und ihrer Erfahrungen als Prozessanwältin und Unternehmerin.

Ellen Ehrenpreis is a partner in our Technology Companies Group. She has spent more than twenty years in the tech and venture ecosystem and leverages her broad network and deep understanding of both the tech sector and legal landscape to effectively and strategically advise emerging companies and investors on a wide range of critical needs. Her unique skill set and business-driven approach derive from her decades-long career as a Silicon Valley lawyer and her broad experiences earlier in her career as both a successful litigator and business owner.



Sven Greulich (Editor)
Düsseldorf
sgreulich@orrick.com

Dr. Sven Greulich, LL.M. (Cantabur) EMBA, Partner im Bereich Technologietransaktionen und M&A, ist spezialisiert auf Venture-Capital-Finanzierungen und die Beratung wachstumsstarker Technologieunternehmen. Seine Tätigkeit für innovative Technologieunternehmen gerade an der Schnittstelle zwischen Deutschland und den USA wurde mehrfach ausgezeichnet. Das Fachmagazin JUVE zählt Sven zu den 20 führenden Venture-Capital-Beratern in Deutschland.

Dr. Sven Greulich LL.M. (Cantabur) EMBA is a partner in our Tech Transaction and M&A Practice and focuses on venture capital financing and advising high-growth technology companies. His work for technology companies in cross-border engagements has won several awards. The leading journal JUVE lists Sven as one of the Top 20 venture capital advisors in Germany.



Gregory Heibel
Silicon Valley
gheibel@orrick.com

Greg Heibel ist Partner im Bereich Technologietransaktionen und hat hunderte von Finanzierungsrunden, Unternehmensankäufe und -verkäufe und IP-Transaktionen für Mandanten aus den unterschiedlichsten Sektoren begleitet, u.a. in den Bereichen Netzwerktechnologie, Wireless, Internet, Software, Life Sciences und Konsumgüter. Greg hat zudem eine Vielzahl börsennotierter Unternehmen bei ihren Kapitalmarkttransaktionen sowie Unternehmensübernahmen begleitet und berät laufend zu Corporate-Governance-Fragen.

Greg Heibel is a partner in our Technology Companies Group who has completed hundreds of financings, mergers, acquisitions and intellectual property transactions for clients in the networking, wireless, Internet, software, life sciences and consumer industries. Additionally, Greg has represented numerous publicly traded companies in their public offering, mergers and acquisitions and ongoing corporate governance.



Blake Ilstrup
Seattle
bilstrup@orrick.com

Blake Ilstrup ist Partner im Bereich Technologietransaktionen. Er berät insbesondere wachstumsstarke innovative Unternehmen aus dem Technologie- und Life Science-Sektor sowie deren Gründer und Investoren. Blake hat Unternehmen bei hunderten von Venture-Capital-Finanzierungen, M&A-Transaktionen und auch einer Reihe von Börsengängen begleitet. Ein weiterer Tätigkeitsschwerpunkt ist die Dauerberatung von Unternehmensleitung und Aufsichtsgremien sowie die Strategieberatung.

Blake Ilstrup is a partner in our Technology Companies Group. His practice focuses on advising high-growth technology and life sciences companies and their founders, advisors and investors. Blake has counseled companies on hundreds of venture capital financings and M&A transactions, numerous public offerings, as well as service as a trusted advisor to management teams and Boards on both strategic and day-to-day matters.



Christine Kaniak

Munich
ckaniak@orrick.com

Christine Kaniak, LL.M. (Waikato) ist Partnerin im Finance-Team von Orrick. Christine berät zu "klassischen" Akquisitionsfinanzierungen und bei Restrukturierungen sowie zu verschiedenen Debt- und Equity-Finanzierungen im Technologie- und Venture-Bereich.

Christine Kaniak, LL.M. (Waikato) is a partner in our Finance Team. She advises on acquisition financings and restructurings but also on debt and equity financings in the tech and venture ecosystem.



Neel Lilani

San Francisco
nlilani@orrick.com

Neel Lilani ist Managing Director bei Orrick und verantwortet den Bereich Unternehmensentwicklung für Technologieunternehmen. Neel ist regelmäßiger Ansprechpartner für Technologieunternehmen in Fragen der Finanzierung und Geschäftsstrategie und betreut die Venture-Capital-Beziehungen von Orrick.

Neel Lilani is Managing Director of Orrick's global corporate development efforts for technology companies. Neel frequently consults with technology companies on financing and business strategy and manages Orrick's venture capital relationships.



Onur Öztürk

Düsseldorf
ooetzuerk@orrick.com

Onur Öztürk ist Associate im Bereich Corporate sowie M&A und Private Equity. Er berät deutsche und internationale Mandanten in allen Fragen des Gesellschaftsrechts. Sein Schwerpunkt liegt auf inländischen und grenzüberschreitenden M&A- und Venture-Capital-Transaktionen.

Onur Öztürk is an associate in our M&A and Private Equity Practice Group. Onur advises German and international clients in all aspects of corporate law. His focus lies on domestic and cross-border M&A and Venture Capital transactions.



Christoph Rödter

Munich
croedter@orrick.com

Dr. Christoph Rödter ist Partner im Bereich M&A und Private Equity und berät Mandanten bei öffentlichen und privaten M&A-Transaktionen sowie internationalen Konzernumstrukturierungen. Christoph ist spezialisiert auf den Bereich des Aktienrechts, die Beratung von Vorständen und Aufsichtsräte und besondere Aspekte der Corporate Governance.

Dr. Christoph Rödter is a partner in our M&A and Private Equity Practice and has profound experience in advising clients on public and private M&A transactions and international group reorganizations. Christoph's particular focus lies on stock corporation law, board advice and corporate governance aspects.



Johannes Rüberg

Düsseldorf
jrueberg@orrick.com

Dr. Johannes Rüberg ist Senior Associate im Bereich Technologietransaktionen und M&A. Johannes ist insbesondere auf die Beratung junger Unternehmen und ihrer Investoren von der Gründung, über mehrere Finanzierungsrunden bis zu ihrem Exit spezialisiert.

Dr. Johannes Rüberg is a senior associate in the Technology Transaction and M&A Practice and focusses in particular on advising technology companies and their investors from incorporation through financings to exit transactions.



Nikita Tkatchenko

Düsseldorf
ntkatchenko@orrick.com

Dr. Nikita Tkatchenko, Partner im Düsseldorfer Orrick Büro, gehört der M&A und Private Equity Gruppe an. Nikita berät vornehmlich bei M&A-Transaktionen, Restrukturierungen und im Gesellschaftsrecht.

Dr. Nikita Tkatchenko is a Partner in our Dusseldorf office and member of the M&A and Private Equity Practice. He advises mainly on M&A transactions, restructuring and general corporate law.

PREVIOUS GUIDES IN THIS SERIES



OLNS #1 – Venture Debt for Tech Companies May 2019

Venture Debt is a potentially attractive complement to equity financings for business startups that already have strong investors on board.

It is a highly flexible instrument with very little dilutive effect for founders and existing investors.

OLNS#1 focuses on Venture Debt and includes practical tips and legal considerations based on years of experience counselling high-growth companies and their investors across the globe.

Topics include:

- What is Venture Debt
- Advantages of Venture Debt Financing
- Disadvantages and Risks of Venture Debt Financing
- Customary Terms and Conditions and Drafting Tips

For emerging technology companies, gaining access to financial resources is a key challenge. Traditional bank loans are often unavailable, and the financial means of the founders are usually limited. An (equity) financing by institutional venture capital investors often represents the most expensive form of capital. Thus Venture Debt can be very attractive for emerging technology companies.



OLNS #2 – Convertible Loans for Tech Companies August 2019

Due to their flexibility and reduced complexity compared to fully-fledged equity financings, convertible loans are an important part of a startup's financing tool box. In a nutshell: a convertible loan is generally not meant to be repaid, but to be converted into an equity participation in the startup at a later stage.

OLNS#2 is filled with practical tips for founders and investors alike and comprehensively presents all the essentials you need to know about convertible loans, including:

- Advantages and Disadvantages of a Convertible Loan Financing
- Material Terms and Conditions of a Convertible Loan Agreement and Drafting Tips
- Convertible Loans and Notarization
- Tax Considerations (Germany)
- Public Subsidy Programs for Convertible Loan Agreements
- SAFEs

Convertible loans belong to the group of mezzanine or hybrid financing instruments and are generally not tied to certain stages of the life cycle of the startup as borrower. Convertible loans must be distinguished from convertible bonds and venture debt financings, the latter of which are described comprehensively in our OLNS#1 Venture Debt for Tech Companies.

ACCESS THEM HERE:

<https://www.orrick.com/Practices/Technology-Transactions-Germany>

OTHER ORRICK GUIDES THAT MAY INTEREST YOU



OLNS #3 – Employment Law for Tech Companies December 2019

Young technology companies are focused on developing their products and bringing VC investors on board. Every euro in the budget counts, personnel is often limited, and legal advice can be expensive. For these reasons, legal issues are not always top of mind. But trial and error with employment law can quickly become expensive for founders and young companies.

OLNS#3 contains employment law must-haves for young technology companies in Germany and key issues for startups to watch out for in the U.S. OLNS#3 covers:

- Different staffing options – employees, fixed-term contracts, independent contractors, trainees, working students
- Properly classifying your team members as employees or independent contractors – in Germany and the U.S.
- How to draft your first employment contract (and what to watch out for if you take templates from the Internet)
- The many pitfalls of the oh-so-popular fixed-term contracts
- When you can use DocuSign (and when not)
- How to use the probationary period wisely (and to properly prepare dismissals if things don't work out)
- How to use non-competes and retention payments to protect the company's know-how

We have many years of experience helping German and international technology companies at every stage of the life cycle – from hiring their first employees, through several financing rounds, to IPO.



Our comprehensive new **Venture Capital Deals in Germany Guide** discusses many of the most contested issues in venture financings, presenting both the investor's and the founder's perspective and introduces venture deal structures in the German market.

- Tax-optimized holding structures and common mistakes in early financing rounds
- The investment agreement and the various kind of investment structures
- The shareholders' agreement with a special emphasis on the most relevant provisions around economics and control
- Sample term sheet

We also point out differences between the U.S. and the UK so that this Guide may also serve as a useful tool for investors from these jurisdictions considering investments in young German technology companies.



To help German founders understand and navigate the U.S. market, Orrick has launched its **Go West Guide** and just published its updated and expanded 2nd edition.

Over close to 100 pages, it provides practical tips and legal considerations based on years of experience counseling high-growth companies in the U.S., Germany and worldwide:

- When and how to look for U.S. investors
- Key differences of funding rounds in Germany / the U.S.
- How to "flip" a German GmbH into a U.S. company – and the pros and cons
- Key operational considerations
- Unique U.S. market risks, inter alia trade secrets and litigation.

Sources:

500 Startups – Unlocking Corporate Venture Capital, 2019

Safi Bahcall, *Loonshots – How to Nurture the Crazy Ideas that win Wars, Cure Diseases, and Transform Industries*, 2019

available at: <http://go.500.co/unlocking-corporate-venture-capital>

Bain & Company, *Five Things Companies Get Wrong about Corporate Venture Capital*, 2019

available at: <https://www.bain.com/insights/five-things-companies-get-wrong-about-corporate-venture-capital/>

The Boston Consulting Group, *Corporate Venturing Shifts Gears*, 2016

available at: <https://www.bcg.com/publications/2016/innovation-growth-corporate-venturing-shifts-gears-how-largest-companies-apply-tools-innovation.aspx>

The Boston Consulting Group, *How the Best Corporate Ventures Keep Getting Better*, 2018

available at: <https://www.bcg.com/de-de/publications/2018/how-best-corporate-venturers-keep-getting-better.aspx>

BVCA, *Guide to Corporate Venture Capital*, 2013

available at: <https://www.bvca.co.uk/Portals/0/library/documents/BVCA%20Guide%20to%20Corporate%20Venture%20Capital.pdf>

Henry Chesbrough, *Making Sense of Corporate Venture Capital*, *Harvard Business Review*, 2002

Iskender Dirik, *A Manual for Corporate Venture Capital*

available at: <https://id.vc/download/manual-for-corporate-venture-capital.pdf>

EY-Parthenon, *Auf zu neuen Ufern – Transformationsaktivitäten in der deutschen Medienindustrie*

available at: <https://www.ey-parthenon.de/publikationen/auf-zu-neuen-ufern/>

INTRAMEZZO, *Corporate Venture Capital & Talent Report 2016*

available at: https://intramezzo.co.uk/wp-content/uploads/2016/05/IMZ_CVCT_interactive.pdf

Patrick Flesner / Michael Wade / Nikolaus Obwegeser, *Making Corporate Venture Capital Work*, *MIT-Sloan Management Review*, 2019

Tobias Gutmann / Jessica Schmeiss / Stephan Stubner, *Unmasking Smart Capital - How Corporate Venture Capital Units Configure Value-Adding Services*, *Research-Technology Management*, 2019

Scott Kupor, *Secrets of Sand Hill Road – Venture Capital and How to Get It*, 2019

Julia Prats / Josemaria Siota, *How Corporations Can Better Work With Startups*, *Harvard Business Review*, 2019

Michael Rolfes / Alex "Sandy" Pentland, *Working Paper on Organizational Dynamics within Corporate Venture Capital Firms*, *Cornell University*, 2016

Andrew Romans, *Masters of Corporate Venture Capital*, 2016

Tobias Weiblen / Henry Chesbrough, *Engaging with Startups to Enhance Corporate Innovation*, *California Management Review*, 2015

WHU – Institute of Family Business / Andersch, *Internes Corporate Venturing (ICV) in Familienunternehmen – Eine explorative Studie über die organische Erschließung neuer und digitaler Geschäftsfelder in deutschen Familienunternehmen*

available at: <https://cms.andersch.strandover.com/storage/uploads/2019/10/16/5da6e2a0edcb92019-05-ICV-Studie-final.pdf>

Danksagungen / Acknowledgements

Die Autoren danken Lars Wöhning und Justine Koston aus dem Know-how-Team von Orrick für ihre wertvollen Beiträge zu dieser Publikation. Sie sind weiterhin Andreas Gerhards und Jenny Bühlhoff vom Business-Development-Team, James Keeley vom Marketing-Team, Dean Skibinski und Nuno Teixeira aus Orricks Design-Team sowie dem wissenschaftlichen Mitarbeiter Moritz von Sass für die wertvolle Hilfestellung und Unterstützung bei der Erstellung, graphischen Umsetzung und Produktion der neuesten Ausgabe der Orrick Legal Ninja Series dankbar.

The authors wish to acknowledge the valuable contribution of Lars Wöhning and Justine Koston from Orrick's research team. They are also thankful to Andreas Gerhards and Jenny Bühlhoff from Orrick's business development team, James Keeley from the marketing team, Dean Skibinski and Nuno Teixeira from Orrick's creative team as well as research assistant Moritz von Sass for their contributions to the writing, editing, design and production of this latest edition of the Orrick Legal Ninja Series.

IHRE ANSPRECHPARTNER YOUR CONTACTS

Dr. Sven Greulich, LL.M. (Cantabur) EMBA

T +49 211 3678 7261

sgreulich@orrick.com

DÜSSELDORF

Orrick-Haus
Heinrich-Heine-Allee 12
40213 Düsseldorf
T +49 211 3678 70

MÜNCHEN

Rosental 4
80331 München
T +49 89 383 9800

[orrick.de](https://www.orrick.de)

AMERICAS | EUROPE | ASIA

Orrick, Herrington & Sutcliffe LLP | 51 West 52nd Street | New York, NY 10019-6142 | United States | tel +1 212 506 5000
Attorney advertising. As required by New York law, we hereby advise you that prior results do not guarantee a similar outcome.

©2020 Orrick, Herrington & Sutcliffe LLP. All rights reserved.

