

# Klog kapital, social kapital og finansiel kapital: Episoder i formidlingen af kapital i den videnbaserede økonomi

Af Jan Mouritsen, J. Munk Nielsen, J. Lindhart og B. Stakemann

## Resumé

Finansiering af videnbaserede projekter og virksomheder er vigtig i vidensamfundet. Denne artikel handler om, hvorledes denne finansieringsproces ser ud. Den analyserer på basis af interviews med kapitalmarkedets aktører, hvorledes samspillet mellem analytikere og projektmagere gradvist ændrer en teknologisk eller immateriel idé til en virksomhed med en tekno-kommerciel dagsorden. Det vises, hvorledes

denne finansieringsproces hverken begynder eller ender med overdragelse af finansiel kapital. Klog og social kapital er helt centrale elementer, hvorigennem analytikere og kapitalformidlere leverer viden om virksomhed og netværk, som disciplinerer entreprenøren, som gør projektet til en virksomhed, og som giver den finansielle kapital sin effektivitet – så forretning også bliver forrentning.

## Indledning

Finansieringen af den videnbaserede økonomi er et problem, som både har samfundsøkonomiske og virksomhedsøkonomiske aspekter.<sup>1</sup> Et af videnøkonomiens særlige problemer er, at de projekter, som skal finansieres, ofte er immaterielle, idet de består af en idé eller teknologi, der på finansieringstidspunktet kun har bevist sin overlevelsesdygtighed meget rudimentært.<sup>2</sup> Kapitalformidlerens problem er at finde de projekter, der kan udvikle sig til økonomisk bæredygtige projekter. Denne opgave er ikke triviell, da den ofte forudsætter, at kapitalformidleren eller analytikeren<sup>3</sup> er i stand til at oversætte den teknologiske idé til en tekno-kommerciel dagsorden, der kun er ved at udvikle sig på det tidspunkt, hvor entreprenøren møder op med sin idé. Spørgsmålet er derfor, hvorledes en finansieringsaktivitet overhovedet realiseres? Hvad sker der i de myriader af situationer, hvor projektmagere og kapitalformidlere mødes og træffer beslutninger om finansi-

ering af en aktivitet? Hvorledes får videnøkonomiens virksomheder kapital?

I denne artikel analyserer vi på basis af interviews med 20 analytikere og 10 projektmagere særligt analytikernes måde at overbevise sig om et projekts værdifuldhed. Denne proces er kompleks, når man se på den detaljerede interaktion mellem analytiker og projektmager.<sup>4</sup> Den er grundlaget for den prisfastsættelse, der ses hver dag - f.eks. på aktiepriser eller i beslutninger om rente eller overskudsdelingsmodeller. Snarere end at se på aktieprisernes bevægelser i forhold f.eks. til regnskabsmeddelelser, så har vi forsøgt at finde ud af, hvad der sker, mens prisen forhandles.<sup>5</sup> Vi ser på kapitalformidlingsprocessen som det medium, igennem hvilket ikke blot prisen fastsættes, men hvor investeringsobjektet også formes.<sup>6</sup>

Artiklen er bygget op på følgende måde. Først er der en kort oversigtsmodel over kapitalformidlingens faser. Det viser sig at

# Klog kapital, social kapital og finansiel kapital: Episoder i formidlingen af kapital i den videnbaserede økonomi

Af Jan Mouritsen, J. Munk Nielsen, J. Lindhart og B. Stakemann

## Resumé

Finansiering af videnbaserede projekter og virksomheder er vigtig i vidensamfundet. Denne artikel handler om, hvorledes denne finansieringsproces ser ud. Den analyserer på basis af interviews med kapitalmarkedets aktører, hvorledes samspillet mellem analytikere og projektmagere gradvist ændrer en teknologisk eller immateriel idé til en virksomhed med en tekno-kommerciel dagsorden. Det vises, hvorledes

denne finansieringsproces hverken begynder eller ender med overdragelse af finansiel kapital. Klog og social kapital er helt centrale elementer, hvorigennem analytikere og kapitalformidlere leverer viden om virksomhed og netværk, som disciplinerer entreprenøren, som gør projektet til en virksomhed, og som giver den finansielle kapital sin effektivitet – så forretning også bliver forrentning.

## Indledning

Finansieringen af den videnbaserede økonomi er et problem, som både har samfundsøkonomiske og virksomhedsøkonomiske aspekter.<sup>1</sup> Et af videnøkonomiens særlige problemer er, at de projekter, som skal finansieres, ofte er immaterielle, idet de består af en idé eller teknologi, der på finansieringstidspunktet kun har bevist sin overlevelsesdygtighed meget rudimentært.<sup>2</sup> Kapitalformidlerens problem er at finde de projekter, der kan udvikle sig til økonomisk bæredygtige projekter. Denne opgave er ikke triviell, da den ofte forudsætter, at kapitalformidleren eller analytikeren<sup>3</sup> er i stand til at oversætte den teknologiske idé til en tekno-kommerciel dagsorden, der kun er ved at udvikle sig på det tidspunkt, hvor entreprenøren møder op med sin idé. Spørgsmålet er derfor, hvorledes en finansieringsaktivitet overhovedet realiseres? Hvad sker der i de myriader af situationer, hvor projektmagere og kapitalformidlere mødes og træffer beslutninger om finansi-

ering af en aktivitet? Hvorledes får videnøkonomiens virksomheder kapital?

I denne artikel analyserer vi på basis af interviews med 20 analytikere og 10 projektmagere særligt analytikernes måde at overbevise sig om et projekts værdifuldhed. Denne proces er kompleks, når man se på den detaljerede interaktion mellem analytiker og projektmager.<sup>4</sup> Den er grundlaget for den prisfastsættelse, der ses hver dag - f.eks. på aktiepriser eller i beslutninger om rente eller overskudsdelingsmodeller. Snarere end at se på aktieprisernes bevægelser i forhold f.eks. til regnskabsmeddelelser, så har vi forsøgt at finde ud af, hvad der sker, mens prisen forhandles.<sup>5</sup> Vi ser på kapitalformidlingsprocessen som det medium, igennem hvilket ikke blot prisen fastsættes, men hvor investeringsobjektet også formes.<sup>6</sup>

Artiklen er bygget op på følgende måde. Først er der en kort oversigtsmodel over kapitalformidlingens faser. Det viser sig at

en stor del af de aktiviteter, der ligger i disse faser drejer sig om, hvorledes analytiker skaber sin overbevisning om investeringsobjektets duelighed. Det viser sig imidlertid også, at finansieringsprocessen ikke alene handler om at skabe en beslutning om finansiel kapital. Der er også tale om tilførsel af klog og social kapital, der er med til at reorganisere projektet fra et teknisk til et tekno-kommercielt fænomen. De næste afsnit handler om, hvad klog og social kapital er for noget. De viser, at klog og social kapital er med til at tilføre projekt-mageren kompetencer til at gøre værdien af den finansielle kapital større. Det drejer sig om strategividen, organisationsviden og styringsviden, samt om netværk.

### Kapitalformidlingens faser

Kapitalformidlingen kan præsenteres som en række distinkte fremadskridende faser. Nogle gange er tidsafstanden mellem dem ikke så stor, men processen har sin sekvens, og hver fase har en problemstilling, en række medier og en beslutning, der har valøren 'nej' eller 'ja'/'muligvis'. Det er en fasemodel, idet den viser rækkefølgen i afgørelser, der successivt gør et projektforslag acceptabelt, og som leder analytikeren igennem en genkendelig og kommunikerbar beslutningsproces.<sup>7</sup> Faserne kan kort opsummeres som følger gennem den række og sekvens af spørgsmål, analytikeren stiller sig selv:<sup>8</sup>

- 1) passer projektet til kapitaludbyderens strategi?
- 2) er der mening i projektvirksomhedens historie og/eller koncept?
- 3) er ledelse og nøglepersoner troværdige og stabile ressourcer?
- 4) kan produktet produceres, og er der et marked?
- 5) kan man blive enige om en pris?
- 6) kan kapitaludbyderen få lov til at lave projektvirksomheden om?
- 7) kan projektet retfærdiggøres i analytikere-ns virksomhed?

Hvis svaret er 'ja' på alle disse spørgsmål, så går finansieringsaktiviteten i gang, men den er ikke blot en overførsel af penge. Der overføres også klog kapital og social kapital, som begge er kapital i den forstand, at de er med til at skabe økonomisk værdi. Det gør de ved at reorganisere et teknisk orienteret projekt til en virksomhed: Fra en teknisk til en tekno-kommerciel dagsorden. Kapitalformidleren støtter kun et projektforslag finansielt, hvis pengene benyttes til at forandre virksomheden. Dette er ofte et ligefremt krav fra kapitalformidleren:

Det værste, man kan gøre, det er at gå ind i en virksomhedskonstruktion og bruge nogle af de første millioner på at betale gammel gæld af. Det bringer jo ikke virksomheden videre.

Pengene skal skabe aktiviteter i modtager-virksomheden, som skal 'videre', men det lader man imidlertid sjældent modtager-virksomheden klare alene. Der bliver leveret både klog og social kapital, som får pengene til at virke med et udviklings- og vækstperspektiv for øje. Herved laves projektet om, ejeren disciplineres, og der skabes forudsigelighed i projektets fremdrift.

Klog kapital består af strategividen, organisationsviden og styringsviden og er med til at bygge projektvirksomhedens kompetencer op. Social kapital udvider virksomhedens rum gennem et kontaktnet, som giver lettere adgang til information og samarbejdspartnere. Virksomhederne kan udveksle erfaringer eller ligefrem samarbejde om f.eks. forhandling af salgsaftaler, etablering af datterselskaber eller indkøb.

### Klog Kapital

Klog kapital tilfører ledelse og andre kompetencer til modtagervirksomheden. *Strategividen* sigter mod at udvikle virksomhedens mål og overordnede midler. *Organisationsviden* handler om virksomhedens og projektmagerens kompetencer f.eks. i form af ledelse, markedsføring, produktudvikling, patentering, produktionssty-

ring eller bogholderi. Og styringsviden handler om procedurer for rapportering og økonomistyring. Klog kapital griber ind og ændrer projektmagervirksomheden ved at gøre den til en virksomhed snarere end et projekt.

#### Strategividen

Med strategividen involverer kapitalformidler sig i formulering af projektmagervirksomhedens strategier. Dette kan findes i flere varianter afhængig af kapitalformidlers situation. *Børsmægleren* har hverken mulighed eller motivation for at påvirke driften og er derfor kun optaget af meget generelle udviklingsperspektiver. *Långiveren* er sjældent interesseret i det, fordi indsatsen ikke står mål med den rentebaserede fortjeneste, og indgriben vil som regel have form af rådgivning, der sigter på at øge engagementet, eller krisehjælp, der skal sikre at man ikke taber sine penge. Med hensyn til investorer er billedet mere varieret. Nogle nøjes med at sikre sig, at ledelsen virker kompetent, mens andre medvirker i meget høj grad med endda at etablere egentlig driftshjælp.

De enklest organiserede former for driftshjælp findes hos de investorer, der gennemfører deres engagement gennem en plads i virksomhedens bestyrelse, hvor de konstaterer generelt, om ledelsen virker fornuftig og er i stand til at løse aktuelle problemer. Et eksempel på relationen mellem investor og projektmager er følgende, hvor investor udtaler som følger:

Det er et spørgsmål om at finde ud af, om den relevante viden er til stede i virksomheden. Hvis den ikke er til stede i virksomheden - altså hvis ikke man kan være sikker på, at de mennesker har forstand på deres markeder, og forstand på deres produkt - så er den ikke noget for os. Det er i høj grad et spørgsmål om at finde ud af om tingene er til stede i virksomheden, fordi vi skal ikke drive den - vi skal ikke være eksperten i den forstand.

Selv om investor ønsker at være passiv i forhold til modtagervirksomheden, så kan vedkommende sagtens have indflydelse. For at kunne vurdere virksomheden er analytikeren nemlig nødt til at tænke sig om - og de tanker er en del af projektmagerens kontekst, fordi vurderingen af virksomheden i sig selv kan være en afklaringsproces for projektmageren. Det er vigtigt at 'tingene skal være til stede'. Således fortsætter investoren:

Men selvfølgelig skal vi vide nok til at kunne stille de rigtige spørgsmål. Det handler om, at få tjekket af, om de, der sidder på den anden side af bordet, er gode nok. Jeg skal ikke ind og sidde som direktør i en virksomhed, men jeg skal selvfølgelig vide, hvad der foregår og følge med. Og i det omfang, man ved noget om markedet og produkter, hvilket selvfølgelig i en eller anden udstrækning er nødvendigt, så kan man også begynde at stille de rigtige spørgsmål, eller komme med de gode idéer og se nogle visioner.

Hjælpen er her en afledt effekt af vurderingsprocessen, hvor analytikeren i kraft af sin kompetence og erfaring producerer et nyt perspektiv for og er sparringspartner for projektmageren ved at 'stille de rigtige spørgsmål'. Den form for sparring fortsætter typisk i bestyrelsesarbejdet, når eller hvis investoren selv indtræder i bestyrelsen eller udpeger en person til at repræsentere sine interesser.

En anden investor er mindre tilbageholdene. Her drejer det sig ikke bare om at stille spørgsmål, men også om at finde svar, dvs. principielle løsninger på de problemer, analytikeren identificerer i vurderingen:

Vi vurderer meget, om virksomheden står overfor løselige problemstillinger. Så laver vi sammen med ledelsen en diagnose: Hvad er hovedproblemstillingerne her? Teknologisk, udviklingsmæssigt, funktionsmæssigt, markedsmæs-

sigt osv. Ikke at vi kan gennemskue alt, hvad der skal gøres, og vi kan ikke lave en plan for tre år. Men vi skal se, hvad problemstillingerne er, og vi skal have *de principielle løsninger*, så vi kan se, hvordan man kan lave en strategi for at arbejde sig igennem det her.

Problemer oversættes til indsatsområder som sammenfattes i en strategi med de 'principielle løsninger'. Vurderingen er udviklings- og ledelsesorienteret, ikke kun værdiansættelsesorienteret.

Analytikeren kan gennem sin vurdering danne sig et indblik i virksomhedens strategi og planer og kan som nævnt også være med til at omforme dem. En stor del af denne omformning sker imidlertid ikke alene i diskussionen af projektvirksomhedens generelle struktur og strategiske overvejelser. Der ligger en mulighed for at gøre noget ved at være til stede, når aktiviteten går i gang som konsekvens af finansieringsaktiviteten.

Her tager investoren udgangspunkt i en bestyrelsespost. Pensionskasser har typisk valgt at udpege folk, de kender og har tiltro til, mens mere ventureprægede investorer selv vil sidde i bestyrelsen for at mindske beslutningsafstanden og sikre sig en tæt opfølgning på investeringen:

Udgangspunktet er, at vi selv vil ind og sidde i bestyrelserne. Hvis vi laver en ny sag, så skal er en fra [min organisation] i bestyrelsen og følge med i tingene. Så er man i hvert fald kommet tættere på *beslutningerne*. Det betyder også, at man mange gange får faresignalerne tidligt, og så er der ikke er så mange dumme undskyldninger. Man har selv bragt sig i situationen, og burde i hvert fald have vidst, hvad er det der er sket, hvad er der gået galt, og hvad forklaringerne er.

Strategierne bliver lagt allerede i forbindel-

se med vurderingen af projektmuligheden, og som regel er kapitalformidleren interesseret i en form for opfølgning på engagementet ved at være 'tæt på beslutningerne'. Det afsluttes ikke med kapitaloverførelsen; det er nærmest først begyndt med den. Det fremgår af citatet ovenfor, at opfølgningsaktiviteterne varierer i sigte og detaljeringsgrad, ligesom forskellige aktiviteter kræver at kapitalformidleren involveres i forskellig grad.

#### **Konsensusdannelse, opdragelse og disciplinering**

Investors deltagelse i virksomhedens kapitalansøgning producerer 'konsensus' mellem analytiker og projektmager.<sup>9</sup> Her overføres klog kapital, fordi hvis dette ikke sker, så vil investor ikke være med. Denne 'konsensus' er derfor ikke blot en simple sag - hvis den ikke findes, så sker der ingen kapitalformidling. Derfor er der et vist disciplineringsmoment i denne proces. Projektmageren disciplineres i valget mellem et afslag eller en accept af analytikerens ideer, idet virksomhedens målsætning er på spil her.<sup>10</sup>

Investorer anskuer den videnintensive virksomhed gennem et vækst- eller *potentialerationale*, der indebærer, at en risiko kan accepteres, når den modsvares af et tilsvarende potentiale for vækst og dermed indtjening. Potentialerationale sætter sig igen i vurderingsfasen som en forhandling om virksomhedens strategi, hvor investoren søger at sikre sig, at projektmageren er interesseret i vækst:

Inden vi i givet fald beslutter os for at gå ind, skal vi naturligvis kunne blive enige med de øvrige ejere. Der lægger vi som sagt meget vægt på, at vi får et godt forhold til de egentlige "driving forces" i virksomheden. Dem skal vi kunne blive enige med. Naturligvis om det kapitalmæssige, men det er endnu vigtigere at blive enige om, hvad hovedmålet er for virksom-

heden - frem for alt med hensyn til ambitionsniveauet. Og det skal man have snakket meget godt igennem, for der er mange udmærkede begavede udviklingsfolk, som har ydet i virksomheden, som ikke har - i bund og grund - den ambition om at være en stor virksomhed, med alle de problemer, og alt det hårde arbejde der er i det.

Her antyder analytikeren, at projektmageren ('de drivende kræfter') skal være indstillet på en vækststrategi, hvis man skal modtage kapital - de skal have 'ambitioner'. Formelt kan de selv bestemme mål og midler, når blot de lægger dem åbent frem for analytikeren, der så kan bruge deres opfattelse af virksomheden som beslutningsgrundlag. Hvis disse mål og midler ikke indholder 'vækst', så er investors interesse lille.

Men analytikeren kan også være mere udfarende og søge at overbevise projektmageren om, at investorens syn er rigtigt, og at virksomhedens strategi skal ændres i et samarbejde mellem investor og virksomhed:

[Når vi har set virksomheden] taler vi lidt om, hvem vi er, hvorfor vi evt. kunne tænke os og komme ind, hvad vi kunne tilføre og hvilke idéer vi har. Så er der måske en gensidig interesse, og så kører processen, hvor man kommer tættere og tættere og undersøger mere og mere, og taler mere og mere, og begynder at skyde sig ind på om vi har fælles opfattelse af virksomheden, og hvor den skal hen. Det kan ikke nytte noget, at vi får foretaget en investering, og det første vi gør på det første bestyrelsesmøde er at sige, at vi i øvrigt lige skal have lavet strategien om, fordi den er vi ikke enige i. Det dur ikke, det kan vi ikke. Vi er mindretalsinvestorer, så vi må gå ind og få en fælles opfattelse så vidt mulig af virksomheden og dens situation. Det er der man kommer til en

fælles base og fælles opfattelse, der gør at man så også har en eller anden idé om i hvert fald i den nære fremtid, hvad er det så der skal til, hvorfor vi skal ind, hvad de skal penge bruges til, og hvad opgaverne i virksomheden er. Det kan godt være, at man hjælper hinanden lidt i den proces, fordi det er ikke sikkert, at de har en færdig strategi for, hvad virksomheden skal. Det kunne netop være derfor de gerne ville have nogen med for at få lidt *inspiration* og lidt *modspil*.

Investoren taler her om, at man hjælper hinanden, men siger samtidig, at investoren hele tiden forbeholder sig retten til at sige nej. Der lægges pres på projektmageren under forhandlingerne. 'Konsensus' kan blive til 'disciplinering', hvor projektmageren er nødt til at acceptere og overtage analytikerens forestillinger og ideer for at få adgang til kapital - man skal acceptere 'inspiration og modspil'.

Samtidig peger analytikeren på, hvorfor konsensusdannelsen ligger allerede i vurderingsfasen. Som mindretalsaktionær er investoren nødt til at øve indflydelse på forhånd ved at stille betingelser, da man ikke vil have bestemmende indflydelse i opfølgningen på investeringen. Vurderingen bliver således et spørgsmål om at teste muligheden for at skabe tilslutning til analytikerens strategi for virksomheden. Dialogen kan ligefrem inddrage de taktiske og operationelle niveauer i styringen af virksomheden:

Hovedsagen er at vi sammenfatter en slags diagnose for hvad virksomheden eller projektet er, og det giver et overblik over væsentlige problemstillinger. Så giver vi nogle *gode bud* på, hvad der kan gøres. Vi diskuterer dem meget grundigt igennem med de folk, der er i virksomheden, og hvis ellers der er enighed om ideen, så går vi ind i det.

Her er det ikke kun målene, men også midlerne - de 'gode bud' - der gøres til gen-

stand for forhandling. En så omfattende indgriben i projektmagerens virksomhed kan imidlertid møde modstand.

Opdragelsen eller disciplineringen betyder således også, at projektmageren skal vænne sig til samspillet med investoren og øge sin viden om, hvad samarbejdet går ud på. På spørgsmålet om projektmagerens syn på analytikerens aktive deltagelse svarer en investor:

I starten er de som regel sure over det, fordi de fleste - eller i hvert fald dem, der henvender sig til os - ønsker at vi slipper nogle penge hurtigst muligt og så er de helst fri for os. De fleste syntes i starten nok, at det er simpelthen for meget, det her. Man tager kvælertag på deres ide. Men tilgængæld har vi også haft den store glæde, at mange bagefter er kommet og har sagt, at de simpelthen ikke kunnet undvære det. F.eks. den der virksomhed, jeg nævnte før havde aldrig nogen sinde fået [NN] ordren, hvis ikke vi havde været med. Det ved de også godt. Og efterhånden - hen af vejen - så har der ikke været nogle bad feelings. Selvfølgelig er de sure over alle de spørgsmål vi går og stiller. Men der kommer alligevel det ud af det, at de bliver nødt til at tænke sig om, når de skal svare på et spørgsmål. De synes også, at bestyrelsesmøder er godt nok en pestilens, men det ender alligevel med, at nogle gange kommer der også nogle ideer, nogle gange bliver de altså lige nødt til at tænke sig om en ekstra gang. Når den indledende fase er overstået og man har lagt sig fast på at proceduren er sådan, så er der ingen problemer.

Det fremgår af citatet, at viljen til samarbejde udvikles parallelt med samarbejdet selv. Der sker gradvist en overgang fra 'kvælertag' til 'ideer', hvor samarbejdet bliver mere intensivt.

Klog kapital i form af strategividen skal forstås dobbelt som både konsensusdan-

nelse, opdragelse og disciplinering, samt som tilførelse af strategisk viden til virksomheden. Effekten er i begge tilfælde etablering eller ændring af virksomhedens strategi - og også projektmagerens identitet som entreprenør.

#### Organisationsviden

Den del af klog kapital som vedrører organisationsviden drejer sig om komplettering og strukturering af kompetencer. Det evindelige problem, at projektmageren er teknisk fokuseret, kan løses ved at ansætte folk med andre kompetencer, der er komplementære i forhold til iværksætterens. Virksomheden skal hurtigst muligt funktionsopdeles for at sikre en professionaliseret varetagelse af alle driftsopgaver. Her kan investor presse på og tage initiativet:

Nogle af de her virksomheder er jo små - måske kun tre ansatte eller sådan noget - i starten. Og så kan man ikke dele funktionerne op, men så snart, at der bare er mulighed for det, vi kalder organisation og ledelse, så insisterer vi på, at skal der altså være kvalificerede folk til at tage sig af de enkelte funktioner. Det nytter ikke noget, at den her opfinder søndag formiddag skal sidde og lave sit momsregnskab og sådan noget, fordi hvad sker der så? Han får moms bøder hver gang! Det interesserer ham ikke en pind. Det er meget bedre, at der bliver brugt lidt penge på folk, der så kan tage sig af det, som er kvalificerede til det, og som har lyst til det. Så kan opfinderen bruge sin energi på det, han er god til. Det er et problem, når man starter op. Men efterhånden som virksomheden vokser, så skal den altså også bemannes med professionelle folk, som kan de forskellige ting. Det skal man ikke spare på.

Investorens har en generel model for virksomhedsdrift, der indebærer et krav om, at en række funktionelle opgaver skal varetages samtidig, men forstås som adskilte - de

skal 'deles op'. Da projektmageren sjældent magter alle opgaverne selv, har investoren valget mellem at træde til personligt eller at sørge for at få ansat andre til at varetage de forsømte opgaver.

Investorens tilføjelse til virksomheden kan også være forståelse, orientering eller rationalitet. Det klassiske skel går mellem udvikling og markedsføring, og et vigtigt element i organisationsviden er *kommercielliseringshjælp*. Typisk vil en investor tilføje en kommerciel horisont til iværksætterens tekniske horisont. Nedenfor fortæller en analytiker fra en pensionskasse om, hvordan de kommercielle perspektiver var afgørende for, at man engagerede sig i en virksomhed, der i udgangspunktet var meget teknisk orienteret. Virksomheden har udviklet en ekstremt præcis overfladebehandlingsteknik, som endnu kun er blevet brugt i få og dyre sammenhænge:

Vores opgave er at gøre denne virksomhed kommerciel. [...]. Denne virksomhed kan højne levetiden på et tyndt kugleleje. [...] Det siger så noget om at det kan godt ske, at det er interessant med kuglelejet for Ferrari der kan bruge det i deres ventiler på deres racerbiler, som de skal skifte så tit. Det kan godt ske, at det er interessant der, men det, det jo drejer sig om, er at få trukket teknologien over, så den bliver så billig, at den kan anvendes på mange andre produkter. Det er et perspektiv. De er langt fra på nuværende tidspunkt, men de sidder inde med en viden, som er unik, og når de kan gøre det sådan så kan de også finde ud af at gøre det knapt så godt. Vi prøver at få overbevist de der højteknologiske ingeniører, de har ansat, om at deres ambitionsniveau skal ligge lidt lavere. Hvis de ikke kan finde ud af det, må man ansætte nogle, der har lidt lavere ambitioner.

Her tilføres både strategividen og organisationsviden - og det opdrager iværksætteren til at gøre det tekniske betinget - 'virksom-

heden skal gøres kommerciel'. Strategien omformuleres til at rumme nye markeder og et produkt af en mindre ambitiøs kvalitet. Men samtidig investeres klog kapital i implementeringen af den nye strategi: Der skal udvikles et nyt produkt og evt. ansættes nogen til at gøre det, og det næste skridt vil formentlig være at organisere en salgsafdeling.

Endnu en vigtig opgave, som investoren kan varetage, er udadvendt monitorering af omverdenen:

Vi er også virksomhedens øjne udadtil, fordi vi løber rundt på alle mulige udstillinger, messer og sådan noget. Vi ser også for dem, hvad der sker rundt omkring i verden. Når de sidder et eller andet sted i Hillerød dybt fordybet i at udvikle en eller anden løsning, et eller andet teknisk problem, så lukker de fuldstændig verden ude. Vi har været ude for nogle sidder og udvikler et eller andet i Nordsjælland, samtidig med at der sidder nogle nede i Frankrig og laver nøjagtig det samme. Og de har ikke en jordisk chance for at finde ud af det, men det har vi, fordi vi snakker med de andre ventureselskaber rundt omkring i Europa.

Organisationsviden er med til at udvide virksomhedens horisont og gør den opmærksom på, at konkurrence kan komme langt fra i en globaliseret verden. Virksomheden skal kunne se, hvad der 'sker rundt om i verden', fordi verden ikke er i den lokale teknologi alene. Verden er i de globale markeder. Et yderligere eksempel på tilførelsen af organisationsviden findes i forbindelse med børsnotering. En projektmager fortæller:

En børsintroduktion tager vel omkring et halvt år af en ledelses tid, og da man ofte skal gå på børsen mens man er på vej op, og på vej ind på et marked - ikke når man topper, fordi så får man store sagsanlæg på nakken - så er det den



fase, hvor man egentlig har mere behov for alle ledelsesressourcerne i at køre den daglige drift, end at gå på børsen. Det appellerer jo meget til at få et ventureselskab ind, der har erfaring og har folk til at gøre det parallelt med, at man kan køre virksomheden.

Her er kapitalformidleren ekspert, der aflaster virksomhedens ledelse på et kritisk tidspunkt med nogle kritiske opgaver. Indsatsen drejer sig her om at på projekt-magerens dagsorden afgrænset og præciseret, så det er muligt for vedkommende at prioritere sine tekno-kommercielle opgaver højt – lederen skal have hjælp til at prioritere 'sin tid'.

#### Klog kapital som katalysator

Det kan muligvis virke søgt at benytte kapitalbegrebet som indgang til at karakterisere investorens deltagelse i virksomhedens ledelse. Imidlertid er denne monetære metafor vigtig, fordi finansiel kapital ikke kan stå alene. Tilgangen til finansiel kapital kan ikke forekomme uden klog kapital. Klog kapital bliver et omdrejningspunkt for den finansielle kapital snarere end omvendt. Investors forestillinger om afkast bygges op gennem de interpersonelle og kognitive aktiviteter, der gør tilførsel af finansiel kapital en god idé. Investors tilførsel af klog kapital aflønnes som regel ikke separat, men alene gennem en forbedring af den finansielle kapital afkast. Klog kapital er således en egentlig investering af tid og energi, hvis ikke der er særlige forhold til stede:

Afkastet bliver forhåbentlig bedre, og vi risikerer måske i sjældnere tilfælde, at det går galt. [...] I flere af vores projekter er vi sammen med andre investorer, hvor vi simpelthen *deler opgaverne* - de laver noget og vi laver noget. Hvis der er nogen der ikke gider at lave noget, eller det er kun os der laver noget, jamen så må vi have noget for det. Så er vi ovre i konsulentdelen, så vi har eksempler på

at der bliver betalt for det vi laver.

#### Er det så virksomheden eller de øvrige investorer?

Det er virksomheden. Man kan sige det også er de øvrige investorers penge og vore egne. Men det er der fuld forståelse for, de andre måske har ikke haft tid, lyst eller andet til at gå ind og bidrage med noget. Men der skal bidrages med noget, ellers så går det galt, det er rimelig sikkert.

Ligesom strategividen er organisationsviden et væsentligt element af den driftshjælp, der ligger inden for ideen om klog kapital. Organisationsviden ændrer modtagervirksomheden på det operationelle niveau ved en tilførsel og opbygning af kompetencer. Kapitalformidlerens klare forestilling om erhvervsvirksomhed implementeres i modtagervirksomheden, som en konsekvens af strategiske forskydninger - typisk fra en teknisk til en kommerciel orientering. Effekten af alt dette er, at investor 'reducerer sin risiko' og kan dermed bedre forudsige engagementets effekter og resultater.

#### Systemviden

Investoren kan hjælpe med at organisere virksomheden ved at stille krav om en regelmæssig rapportering. Den har ikke blot til formål at sikre sig, at virksomheden udvikler sig som forventet, men også at opmuntre ledelsen til at fokusere på de parametre, som investoren synes er interessante:

Man kan sige, at vi kører den fuldstændig som var det et datterselskab i et koncern uanset hvor stor ejerandel, vi har. Vi kræver, at de laver *rapportering* hver måned, som vi skal have senest den 15. i den efterfølgende måned, som fortæller os, hvordan er det gået i forhold til budgettet, for måneden og fra år til dato. Og hvis der er afvigelser, så skal vi have forklaringer. Plus vi skal have en forklaring eller et estimat af, hvordan

ser likviditeten ud de næste tre måneder. Det er simpelthen fordi, vi vil sikre os, at ledelsen også ved, hvordan det står til. Og det er lige præcis ud fra, at nogle af de folk der er dybt grebet af den her tekniske udvikling, de får aldrig tid til at finde ud af hvordan det egentlig går på den økonomiske side. Men i og med, at vi tvinger dem til at kikke igennem en gang om måneden og komme med deres kommentar, inden de sender ind til os, så sikrer vi os, at de i hvert fald også er orienterede om, hvad der sker.

'Rapporteringen' er her et virkningsfuldt instrument i disciplineringen af ledelsen. Investoren pointerer, at rapporteringsmekanismen ikke alene gør det muligt at gribe ind. Den gør det også mulig at få ledelsen selv til at ændre sin praksis. Den eksterne kontrol oversættes til en intern kontrol, der kan fungere som et 'replikat' af investorens egen dømmekraft i virksomheden." Hvad sker der så, når denne dømmekraft ikke er tilstede? Investoren fortsætter:

Vi har så nogle medarbejdere her i huset som behandler [regnskabet], kikker på det, og hvis nu det ser mærkeligt ud så ringer vi og spørger "hvad er det nu for noget". Nogle gange så siger de; "vi kan ikke finde ud af det". De kan ikke finde ud af, hvad det er de skal sende til os og sådan noget. Så tager vi ud og hjælper dem. Vi er endda gået så vidt, at vi købte et EDB system og et regnskabsprogram til en virksomhed, og så byggede vi rapporteringen op. Så kom de med den første plastikpose fyldt med bilag, og vi satte dem ved et bord her i to dage og viste dem hvordan systemet fungerede og tastede de her bilag ind. Vi fiksed dem op med computer og det hele og så skulle de bare gå i gang. Så tæt på går vi ikke altid, men det virker. Den virksomhed har vi solgt her for nylig her til 3 gange vores investering. De har stadig den computer!

Styringsviden i form af EDB system og rapportering har både strukturerende og opdragende effekter – derfor 'hjælper vi dem'. Sigtet med kontrollen er et alternativ til selv at deltage i ledelsen idet ledelsens interesse og opmærksomhed forskydes fra det tekniske til det økonomiske.

Metaforen klog kapital er rammende, fordi investors indskud af driftshjælp er en investering, som forrentes over tid. Investor slutter netop sit eksempel med at fortælle, at han har solgt sin aktiepost med en stor fortjeneste, mens computeren - og den styringsviden, som ledelsen har - står i virksomheden endnu. Den kloge kapital er 'vekslet' til finansiel kapital.

Ord som opdragelse og disciplinering kan have en negativ klang, men det er ikke til sigtet. Således er projektmanageren ikke uvidende om, at mødet med investoren kan medføre en disciplinering. Ønsket om nye og fastere strukturer kan endda være en grund til, at projektmanageren søger kapital. I nogle tilfælde regnes den kloge kapital således for vigtigere end den finansielle. En direktør i en udviklingsorienteret virksomhed fortæller om baggrunden for, at ejerkredsen blev udvidet med en pensionskasse og et udviklingselskab:

Og vi havde i mange år haft en opfattelse af, at vi skulle have sådan nogle med, fordi jeg har altid gerne villet løfte virksomheden ud over det jeg altid har betegnet som småfusk. Altså, privatejede selskaber - helt private selskaber - er ofte noget, hvor dårlig kultur får lov at udvikle sig, altså børnene får job, og venner og bekendte hjælper og sådan noget, og det har jeg altid været utrolig meget imod. Jeg har altid følt at det var en styrke at have sådan nogle institutionelle investorer med, som kørte efter regelrette principper.

Her var baggrunden for kapitalansøgningen ikke et konkret og akut behov for finansiel

kapital, men derimod et ønske om at organisere virksomheden mere effektivt og frivilligt at underkaste sig en kritisk instans for at modvirke tilbøjeligheder til en uprofessionel kultur – man vil væk fra 'småfusk'.

**Strategi-, organisations- og styringsviden**  
Som det er fremgået har strategividen, organisationsviden og styringsviden det til fælles, at de udgør kapitalformidlerens forsøg på at transformere modtagervirksomhedens strategi og identitet. Den kloge kapital er en mulighed for at deltage i virksomhedens ledelse uden selv at overtage ledelsen. I stedet for at deltage i beslutninger, ændrer kapitalformidleren virksomhedens egen måde at tage beslutninger på, fordi virksomheden qua den kloge kapital bliver anderledes - og i kapitalformidlerens øjne også bedre rustet til at tage beslutninger. Klog kapital håndterer skismaet mellem 'hands on'- og 'hands off'-idealene i kapitalformidlerens forhold til modtagervirksomheden.

Ønskesituationen er, at virksomheden skal kunne klare sig selv i stedet for at lægge beslag på kapitalformidlerens tid og energi, men målet er først og fremmest at tjene penge på engagementet. Dette kan kræve en aktiv indgriben i virksomhedens drift. Dilemmaet søges løst ved den styring på distancen, der bliver mulig gennem indskuddet af klog kapital. Virksomheden omskabelses i kapitalformidlerens ønskebillede gennem konsensusdannelse, opdragelse og disciplinering og gennem planlægning, omorganisering og kontrol.

### **Social kapital**

Social kapital er med til at udvide virksomhedens rum. Til forskel fra klog kapital er den med til at danne eksterne relationer og netværk, og den er social, fordi den - igennem investor - er med til at skabe en form for community.<sup>17</sup> Den giver et kontaktnet, som letter adgang til information og samarbejdspartnere. Investor kan trække på sine kontakter i bestyrelsesarbejdet eller i

løsningen af specifikke opgaver for virksomheden, men nogle investorer arbejder også bevidst med at etablere et netværk mellem 'sine' virksomhederne, hvor projektmagerne møder hinanden ansigt til ansigt:

Vi har en slags klub med de virksomheder vi investerer i. Vi holder seminar mindst én gang om året, hvor vi tager nogle emner op, som vi mener interesserer en bred gruppe af den der type virksomheder, vi er med i. Og så har vi en aften, hvor vi får en middag og overnatter og spiser morgenmad sammen. Vi får en god chance for at snakke med dem, og de kommer til at kende alle medarbejdere her i huset. Og de kommer til at kende hinanden. Det har vist sig, at de har meget glæde af det, da flere af dem faktisk samarbejder bagefter, fordi de har jo de samme problemer. Nogle af dem har oven i købet fundet ud af, at de kan bruge de samme distributionskanaler til at sælge deres produkter. Så man kan sige, det bliver ligesom en familie, havde jeg nær sagt.

Ideen med klubdannelsen er, at virksomhederne selvom de arbejder med forskellige produkter og teknologier har det tilfælles, at de ledelsesmæssigt støder på problemer og opgaver, der ligner hinanden på tværs af brancherne. Virksomhederne kan derfor have glæde af at udveksle erfaringer eller ligefrem samarbejde om f.eks. forhandling af salgsaftaler, etablering af datterselskaber eller indkøb – ved at komme til at 'kende' hinanden kan man komme til at 'samarbejde'. Kontaktnettet spredes gerne udover landegrænserne:

En anden ting vi også gør med nogle af virksomhederne, er at vi slæber dem med til udlandet. Vi er med i en forening der hedder [...], og det er en forening af sådanne som os her i Europa. De har utroligt mange aktiviteter, herunder noget der kaldes technology

events. De inviterer virksomheder som beskæftiger sig med [...] teknologi af den ene eller anden art til en fælles europæisk konference, så de også kan snakke sammen. Vi har som regel et par virksomheder med på sådant noget. Det er så med til at de får *udvidet deres horisont* lidt. De bliver også en anelse mere internationale, så de også begynder at tænke i andre baner og så får lavet nogle kontakter. Så det har de tit glæde af.

'Horisonten skal udvides', så man får den internationale eller globale situation tæt på. Man kan også udveksle erfaringer gennem publikationer:

Vi sender også et nyhedsbrev ud til vores virksomheder, hvor vi også tager nogle problemstillinger op som f.eks. at det har betydning at vi måske tager med ud og står som garant for virksomheden i en forhandlingssituation. Vi beder også nogle af de virksomheder, som vi har investeret i, om at *fortælle* et eller andet de synes der kan være af generel interesse. Så kan de også drage nytte af nogle *erfaringer* de andre har.

Denne investors interesse i at knytte kontaktnet og danne klubber identificerer 'udvikling' som en social aktivitet, idet 'fortællinger' af gode historier kan skabe 'erfaringer'. Videnøkonomien er en netværksøkonomi:

Jeg tror, at jo bedre *netværk* man har, desto bedre kan man begå sig, og jo bedre forretninger kan man lave. Det er simpelthen altafgørende. Og vi lever i en international verden, så det nytter altså ikke noget, at man bare kikker lige uden for ens egen næsetip - man skal altså ud. Og de her virksomheder skal i hvert fald ud, hvis de overhovedet skal overleve.

Netværkstanken indebærer også, at nogle analytikere anbefaler projektmagere at lade sig integrere sig i andre virksomheder:

Vi henviser i et vist omfang opfindere og iværksættere til vores porteføljevirk-somheder. Vi siger, at vi ikke kan se projektet som en selvstændig investering, men vi mener at de kunne have glæde af at investere et frugtbart samarbejde med nogle virksomheder. 'Må vi sende materialet videre til dem for at få en vurdering på, om de synes det er interessant, og så kan de tage direkte kontakt til dig?' Så kan man lave samarbejdsaftaler eller ansætte vedkommende som konsulent. Måske lave et fælles selskab, men vores virksomhed som den ene ejer og projektmageren som den anden. Hvis det passer direkte ind i deres produkt.

Med den sociale kapital lægges yderligere argumenter til det forhold, at en finansieringsproces er mere end overførsel af finansiel kapital. Den sociale kapital omsættes til kapital, fordi netværk udgør en genvej til viden og kontakter, der ellers kan være svære, dyre eller decideret umulige at få adgang til. Således er kapitalmetaforen igen passende, fordi netværket kan omsættes i penge, det sociale er vitterligt kapital.

**Når kapitaler arbejder: Mobilisering af klog, social og finansiel kapital**  
Mobiliseringen af kapital afhænger - som det er antydnet ovenfor - af kapitalformidleren, engagementet og kapitalmodtageren.

#### Kapitalformidleren

Kapitalformidleren må være i besiddelse af klog kapital for at kunne tilføre den til projektmageren, hvilket betyder, at kapitaludbyderens kompetencer er en del af kapitalformidlingen og med til at producere perspektivet i og effekten af projektmagerens teknologiske idé. Der er forskel på, hvilke kompetencer kapitalformidleren har, og derfor er forslagene til, hvorledes klog og social kapital kan og skal se ud, variable. F.eks. nøjes mange med et overfladisk kendskab og et kontaktnet, mens andre

også satser på en mere detaljeret viden, der udvider kompetenceområdet til også at inddrage teknisk sparring:

For eksempel er [NN kapitalformidlingsvirksomhed], som har [en række] *dobbeltuddannede* servicefolk, parat til at gå ind aktivt og hjælpe med til at de bliver organiseret. Flertallet af danske venturesselskaber går nok ind, så kan de bidrage med ledelseskompetence. Nogle har markedskompetence, som man kan bidrage med. Vi kan egentlig ikke komme med det tekniske, udviklingsmæssige bidrag, og det er lige så meget en erkendelse af det kan vi ikke, og så skal vi også holde os fra det.

Analytikerens syn på sin egen rolle i forhold til projektmageren er som nævnt afgørende for omfanget af driftshjælp – herunder om man vil have 'dobbeltuddannede' folk. For banker og børsmæglere er målet alene en vurdering i og med, at der ikke indledes et driftsorienteret samarbejde med virksomheden. Banker ser det ikke som deres opgave at drive virksomheden:

Man vil gerne låne penge ud, men man vil ikke gå fra udlån over i en ejerrolle. Hvis man låner penge ud til en virksomhed som ikke har noget kapital, så kommer man i en ejerlignende rolle, fordi så skal banken også være med til at bestemme, hvordan virksomheden skal drives. Hvis man alle penge i banken så kan det godt være at de bånd som gives med banken at de er så snærende, at ejeren skal ned i banken spørge hver dag. Det kan man jo ikke drive en virksomhed på vel? Det er heller ikke måden at låne penge på. Så det er der man går ind og siger jamen så skal vi skaffe kapitalen, og så få investorer til at investere.

Ønsket om en passiv rolle – eller modstand mod 'ejerrollen' – hænger sammen med, at de ressourcer et aktivt engagement ville

kræve ikke modsvares af bankens mulighed for indtjening, da renten sættes af markedsvilkår, ikke af engagementsvilkår. Det økonomisk incitament har betydning for de kompetencer som banken hhv. børsanalytikerne udruster sig med. Banken ruste sig til en rentabilitetsvurdering – til 'tallene' – ikke til strategisk og organisatorisk sparring:

Jeg tror, det er i erkendelse af, at vi blot ved noget om tal. Altså, vi vil ikke kunne gå ud til en virksomhed og sige: Dine medarbejdere er for dårlige - anskaf dig nogle nye.

Netop den indgriben, som bankmanden her afviser, er ikke fremmed for investoren:

Produktion og logistik ser vi også på. Og så kommer vi derefter til organisationen også. Organisationsudvikling, og hvad der skal til. Og så ser vi naturligvis på økonomien. Og så kommer vi til den finansielle side af sagen.

Da investoren tilføjer organisationsviden til flere virksomheder i en portefølje opstår en 'stordriftsfordel', som den enkelte virksomhed hermed også får mulighed for at udnytte. Investor kan tilføre virksomheden en række kompetencer, der gør den daglige drift lettere og mere overkommelig for iværksætteren i en lille nystartet virksomhed:

Vi bliver brugt meget som *sparringspartnere* fordi de folk kommer jo ud for en hel masse nye problemstillinger. De ved ikke hvem de skal snakke med det om. Udgangspunktet er jo, at vi har folk, der har en teknisk baggrund, som forstår den der faglige terminologi. Det gør det meget nemmere at begynde at snakke med os om det, fordi vi taler samme sprog. Det lyder måske lidt fjollet, men det er det faktisk ikke, fordi hvis der er noget der er meget teknisk og specielt, så er det altså også meget fagligt inden

for en helt specielt terminologi. Så i og med at de føler at de kan snakke med nogen der snakker ligesom de gør, og forstår den tekniske del af det, så er der taget hul på dialogen. Når de så kommer ud i nogle nye problemer, så har de taget hul på dialogen med os, og de bruger sådan set hele vores organisation, fordi vi har nogen med [den rette] baggrund her i huset. Det er så der dialogen starter, det næste trin er måske en eller kontrakt de skal have. Det er klart at den medarbejder der sidder på det [tekniske] område ikke har forudsætning inden for det. Så har vi en jurist i huset, som de spørge om, hvordan man f.eks. skal lave et datterselskab i Spanien eller sådan et andet. Så kan de spørge nogle med økonomisk baggrund om andre ting. På den måde så kommer man til at kende hinanden.

Analytikeren i eksemplet er fra et investeringselskab, der som det fremgår har valgt at satse kraftigt på muligheden for at tilføre organisationsviden ved at opbygge varierede kompetencer gennem 'sparring'. Denne idé om klog kapital ligger bag udviklingstanken, og forestillingen om afkast gennem vækst fordrer et engagement, der rækker ud over det snævert finansielle bl.a. fordi det drejer sig om at 'risikostyre' de mulige finansielle strømme. Det aktive ejerskab er mere end ord:

Det kommer an på hvor stor en ejerandel vi har. Hvis det er sådan at vi har en væsentlig ejerandel så er det en del af vores investering. Man kan ikke tjene penge på bare komme med nogle penge, der skal mere til. Du skal tænke på, at når vi går ind og investerer i sådanne projekter, så er der meget stor usikkerhed forbundet med det. Det er faktisk, for at sige det ret firkantet, et område, hvor ingen andre vil investerer. Så det er meget risikobetonet, og samtidig har vi det der med, at vi skal også tjene penge på det. Hvis vi kom med nogle penge og

sagde, "så, værsgo' og gå i gang", så kan vi være hundrede procent sikker på, at vi tabte. Så der skal noget mere til, og penge er så kun en del af det, og det der så er mere til, det er at hjælpe dem på vej til at blive en virksomhed. Også via de erfaringer, vi har, stoppe dem inden, det går galt på nogle områder. Og det går aldrig nogen sinde som det er planlagt, aldrig, men ved at følge med hurtigt, så kan man sige hov nu er i på vej ud af en forkert retning, stop. Så må I på kurs igen. Så man kan sige det du kan godt kalde det en slags konsulentydelse, men det er egentlig en del af vores forretningskoncept/filosofi det er en del, en stor del måske, af investeringen.

#### Engagementet

Da alle kapitalformerne er begrænsede ressourcer for kapitalformidleren, forsøger man at sætte restriktioner på anvendelsen af dem:

Vi kan jo ikke overkomme at arbejde i ret mange virksomheder i en lang periode, men når vi er med, er det som regel til at starte med - det første halve eller hele år. F.eks. m.h.t. at lave budgetter: Det skal den ansatte ledelse jo gøre, men hvis de ikke er særlig øvede i at gøre det, ja, så går vi ind, og hjælper dem med det. Vi er ikke tilknyttede ude i virksomheden, vi bliver det heller ikke. Der skal være en kompetent ledelse. I den første fase kan vi ofte være ret langt henne i at være med til at lave budgetterne for at lære dem det, og så kan de altså selv næste gang.

At der med kapital følger et krav om forrentning gælder også for klog kapital:

At bruge tid på en investering på en halv million holder jo ikke. Mange gange må man også sige, jamen, i forhold til hvad vi kan og skal, så kunne vi da gøre en hel masse, men det var måske andre ressourcer, der egentlig var

behov for. Så skulle man lave en organisation, som kunne varetage det område, og hjælpe dem med en helt masse praktiske ting, og få det på plads. Det gør vi da også med nogle af de virksomheder, vi går ind. Få nogle rapporteringer op og stå, og få nogle regnskabssystemer til at fungere osv.

Derfor gives driftshjælpen fortrinsvis til virksomheder, som investoren har et betydeligt økonomisk engagement i. Analytikerens fokus på driftsproblemer indeholder en kompetence, som mange kan drage nytte af. Men analytikeren må holde fast i, at engagementet har karakter af forretning og dermed forrentning, så investor ikke ender med at blive ubetalt iværksætterkonsulent:

Vi kigger da også på meget, som vi som udgangspunkt ved ikke rigtig er noget for os. Vi siger til dem, at du skal ikke tale med os, eller du får svært ved bare at få en stor pose penge, og så går resten af sig selv. De nogle andre behovet, og så siger vi til folk, prøv at tal med den og den eller gå ud til den virksomhed.

Investoren har ikke ubegrænsede ressourcer, og derfor er en del af kommunikationen om, hvorledes man kan adskille sig fra en projektmanager med æren i behold og uden for stor anvendelse af tid og penge, vigtig.

#### Kapitalefterspørgeren

Den typiske kapitalefterspørger er virksomheder i etableringsfasen, som tilføres organisations- og styringsviden:

Man kan sige, at vi fungerer som koncernledelse for dem, fordi vi har nogle stabsfunktioner, der kan hjælpe dem lidt. Det er klart vi har ikke tid gøre alle ting for dem. Det skal vi heller ikke, fordi de skal også gøre det selv, men indimellem er der behov for, at vi går ind

og gøre nogle konkrete ting. Og ofte i f.eks. kontraktforhandlinger og sådan noget, der er vi med i større ting.

Afgørende for kapitalens sammensætning er også projektmanagerens ideer om, hvad kapitaludbyderen skal bidrage med. Det drejer sig især om venturekapitalister og udviklingsselskaber, da det fortrinsvis er dem, der supplerer den finansielle kapital med klog og social kapital. Det aktive ejerskab kritiseres af nogle, og venturekapitalister har et ry for at ville bestemme det hele:

De der ventureselskaber har en tendens til faktisk at overtage hele ledelsessiden – at sætte deres egne folk ind i stedet for. Faktisk er én af grundene til, at vi ikke har nogen ventureselskaber, at vi ikke kunne acceptere det. Vi havde en stærk investorgruppe i forvejen, og de tænkte, hvis vi køber 40% af virksomheden, skal I ikke have over 50% magt i den. Men det, der typisk sker, når man går til et ventureselskab, er jo at man bliver forlovet - pakket godt sammen med dem. De sætter sig på det, og de vil styre det, fordi de tror ikke på, at en eller anden skør videnskabsmand kan håndtere det. Hvad de dog ikke gør - de dér ventureselskaber - af krumspring for at sørge for, at de får deres investering. Men hvis man kan undgå dem, så er det en god idé.

Der er væsentlige spørgsmål om suverænitetsafgivelse, men det behøver ikke være et problem for projektmanageren:

Jeg sidder her for at drive virksomheden og gøre den til en succes, men jeg anerkender at de, der kommer med skillinger, også har deres andel af en succes. Så den balance generer mig ikke. Men jeg hører tit om andre, der siger, at de ikke skal tro de kan bestemme noget, bare fordi de kommer med nogle penge. Men det er helt naturligt, at de skal det,

det har jeg haft et fuldstændig afklaret forhold til hele tiden.

På den måde vil projektmagerens attitude være med til at afgøre, hvilken kapital der kan nå virksomheden. De venturekapitalister, der anser en bred kapitalsammensætning som en del af deres strategi, vil takke nej til de projektmagere, der kun er interesseret i penge, mens de projektmagere, der er interesseret i en aktiv sparring vil få tilsgagn. Således er det finansielle systems måde at fungere på ikke en snæver lønsomhedsanalyse, men en proces hvor parternes strategier og attituder spiller en afgørende rolle.

### Konklusion

Kapitalformidling i den videnbaserede økonomi drejer sig om finansiering af 'vanskelige projekter', dvs. projekter, der ikke har faste konturer – de er ofte en idé eller en uprøvet teknologi. Kapitalformidling er her en proces, hvor den finansielle kapital blot er et element. Der er også formidling af klog kapital og social kapital, der begge er med til at reformulere den oprindelige idé fra en tekniske dagsorden til en tekno-økonomisk dagsorden. Den er med til at lave en virksomhed ud af et teknologisk potentiale, og i den proces sker der ikke alene en overdragelse af viden og kapital: Der er tale om en proces, hvor projektmager disciplineres og udstyres med ambitioner, hvor virksomheden reorganiseres og gøres styringseget, hvor det teknologiske projekts kompleksitet tilpasses indtjeningsmæssige krav, og hvor investor gradvist gør en kompliceret multidimensional teknologisk potentialitet til en todimensional aktualitet nedskrevet i en forretningsplan og i et budget.

Ved at tilføre klog kapital gør investor investeringsobjektet til en virksomhed gennem strategividen, organisationsviden og styringsviden. De har til formål at udstyre virksomheden med en strategi, med et sammenhængende system af kompetencer, samt med informationssystemer og systematisk rapportering. Den sociale kapital

virker ved at udbrede virksomheden og skaffe samarbejdspartnere, internationalisering og netværk i almindelighed.

Både den kloge og den sociale kapital omsættes til penge. Finansiell kapital virker ikke uden de to andre former for kapital, fordi den finansielle kapital skal cirkuleres effektivt. På mange måder er den kloge og den sociale kapital imidlertid ikke blot et supplement til den finansielle kapital – måske tværtom. Den finansielle kapital er en node i et langt større netværk af aktiviteter der starter før og ender efter de finansielle kapital er installeret. Dette større netværk er klog og social kapital, der gør det muligt at transformere et teknologisk til et tekno-kommercielt projekt.

### Summary

*The article examines the financing of knowledge-based projects and enterprises, a process which is important in the knowledge society. On the basis of interviews with capital market players, it is analysed how the interaction of analysts and project makers gradually turns a technological or intellectual idea into an enterprise with a techno-commercial agenda. It is shown how this financing process neither begins nor ends with the transfer of financial capital. Clever capital and social capital are core elements which analysts and capital brokers use to provide knowledge about the organisations and networks which discipline the entrepreneur, who then turns the project into an enterprise and makes effective use of the financial capital – so that mere business becomes more business.*



## Noter

<sup>1</sup> Se Drucker (1993) og Stehr (1994) for oversigtlige diskussioner af, hvorledes vidensamfundets økonomiske og sociale organisation ser ud.

<sup>2</sup> Erhvervsfremme Styrelsen (1996), Erhvervsministeriet (1997).

<sup>3</sup> Analytikerne er ansatte i banker og andre långivningsvirksomheder, investmentbanker, børsmæglervirksomheder og andre rådgivningsfirmaer, pensionskasser og andre institutionelle investorer, udviklingsselskaber og andre venturekapital- og investeringsselskaber, og ansatte i myndigheder og organisationer, der administrerer offentlige støtteordninger.

<sup>4</sup> Se f.eks. Hägglund (2001), som ser på relationer mellem investorer og analytikere i forbindelse med modne virksomheder. Vi ser på opstartsvirksomheder.

<sup>5</sup> Vi har her været inspireret af Latour (1987), som siger at 'ting' eksisterer i heterogen netværk. 'Ting' eksisterer, når de er del af et netværk af heterogene elementer, og de bliver desto stærkere, jo længere netværket er. Dette princip indebærer, at vi fokuserer på, hvorledes priser på og betingelser for en finansieringsaktivitet etableres og stabiliseres.

<sup>6</sup> Her er analytikeren et vigtigt omdrejningspunkt (Bowman m. fl., 1987), fordi processen op til engagementet ofte organiseres af denne.

<sup>7</sup> Det væsentlige spørgsmål er her, hvorledes analytikere og andre på kapitalmarkedet oversættelser små og skrøbelige indikationer til en samlet historie om, hvorledes effekten af finansieringen vil være. Den bygger på en sammenstilling af en lang række valører a la typen 'ja'/nej' der successivt udvikler og underbygger den samlede konklusion. Latour (1987, 1990) siger at man samler elementer og derved skaber helt nye samlede billeder.

<sup>8</sup> Dette er baseret på Mouritsen m.fl. (2001).

<sup>9</sup> Se også Holland (2001) om, hvorledes 'corporate governance' ser ud i situationer, hvor der er en delikat balance mellem disciplin og motivation.

<sup>10</sup> Der er her en betydelig relation mellem viden og magt (Foucault, 1980), som indebærer, at den viden, som bestemmes til at være relevant, hænger sammen med, ikke blot hvilken viden, der er interessant, men også hvis viden, der skal nyde fremme. I denne sammenhæng er

konsensusdannelse ikke alene en afklaring af interesser og positioner, men en gradvis accept af, at kun nogle kriterier er relevant viden. Som det fremgår senere betyder dette bl.a., at teknologiske kriterier ikke blot sættes i relief af tekno-kommercielle kriterier. Nogle gange ændre teknologisk stolthed fra at være et aktiv til at være et passiv.

<sup>11</sup> Rapporteringsteknologien skaber her projektmagerens identitet. Den er med til at give kriterierne for god adfærd, og den disciplinerer vedkommende ved på forhånd at specificere, hvad vedkommende skal stå til regnskab for. På den måde etablerer det en problemhorisont, som er automatiseret ved gennem systemet konstant at komme tilbage i en bestemt form og med et bestemt formål (Foucault, 1979). Dette skaber mulighed for, at investor kan handle på distancen (Latour, 1987, 1990, Robson, 1992).

<sup>12</sup> Begrebet social kapital kan betyde flere ting (se Nahapiet & Ghoshal, 1998).

## Litteratur

- Bouwmann, M.J., Frishkoff, P.A. & Frishkoff, P.** : How do Financial Analysts Make a Decision? A Process Model of the Investment Screening Decision, *Accounting, Organizations and Society* vol. 12, no. 1, s.1-29, 1987.
- Drucker, P.** : Post-capitalist society New York, 1993.
- Erhvervsministeriet** :Erhvervsredegørelsen København 1997.
- Erhvervsfremme Styrelsen** : Vækst og kapital København 1996.
- Foucault, M.** : Discipline and Punish, New York, 1980.
- Foucault, M.** : Power/Knowledge New York, 1980.
- Hägglund, P.** : Företaget som investeringsobjekt EFI, Stockholm Universitet, 2001.
- Holland, J.** : Financial Institutions, Intangibles and Corporate Governance, *Accounting, Auditing and Accountability Journal* vol. 14 no. 4 . s. 497-529, 2001.
- Latour, B.** : Science in Action Milton Keynes, 1987.
- Latour, B.** : Drawing Things Together, i Lynch, M. & Woolgar, S. Representation in Scientific Activity Cambridge, 1990.
- Mouritsen, J., Munk Nielsen, J., Lindhart, J. &**

## Noter

<sup>1</sup> Se Drucker (1993) og Stehr (1994) for oversigtlige diskussioner af, hvorledes vidensamfundets økonomiske og sociale organisation ser ud.

<sup>2</sup> Erhvervsfremme Styrelsen (1996), Erhvervsministeriet (1997).

<sup>3</sup> Analytikerne er ansatte i banker og andre långivningsvirksomheder, investmentbanker, børsmæglervirksomheder og andre rådgivningsfirmaer, pensionskasser og andre institutionelle investorer, udviklingsselskaber og andre venturekapital- og investeringsselskaber, og ansatte i myndigheder og organisationer, der administrerer offentlige støtteordninger.

<sup>4</sup> Se f.eks. Hägglund (2001), som ser på relationer mellem investorer og analytikere i forbindelse med modne virksomheder. Vi ser på opstartsvirksomheder.

<sup>5</sup> Vi har her været inspireret af Latour (1987), som siger at 'ting' eksisterer i heterogen netværk. 'Ting' eksisterer, når de er del af et netværk af heterogene elementer, og de bliver desto stærkere, jo længere netværket er. Dette princip indebærer, at vi fokuserer på, hvorledes priser på og betingelser for en finansieringsaktivitet etableres og stabiliseres.

<sup>6</sup> Her er analytikeren et vigtigt omdrejningspunkt (Bowman m. fl., 1987), fordi processen op til engagementet ofte organiseres af denne.

<sup>7</sup> Det væsentlige spørgsmål er her, hvorledes analytikere og andre på kapitalmarkedet oversættelser små og skrøbelige indikationer til en samlet historie om, hvorledes effekten af finansieringen vil være. Den bygger på en sammenstilling af en lang række valører a la typen 'ja'/nej' der successivt udvikler og underbygger den samlede konklusion. Latour (1987, 1990) siger at man samler elementer og derved skaber helt nye samlede billeder.

<sup>8</sup> Dette er baseret på Mouritsen m.fl. (2001).

<sup>9</sup> Se også Holland (2001) om, hvorledes 'corporate governance' ser ud i situationer, hvor der er en delikat balance mellem disciplin og motivation.

<sup>10</sup> Der er her en betydelig relation mellem viden og magt (Foucault, 1980), som indebærer, at den viden, som bestemmes til at være relevant, hænger sammen med, ikke blot hvilken viden, der er interessant, men også hvis viden, der skal nyde fremme. I denne sammenhæng er

konsensusdannelse ikke alene en afklaring af interesser og positioner, men en gradvis accept af, at kun nogle kriterier er relevant viden. Som det fremgår senere betyder dette bl.a., at teknologiske kriterier ikke blot sættes i relief af tekno-kommercielle kriterier. Nogle gange ændre teknologisk stolthed fra at være et aktiv til at være et passiv.

<sup>11</sup> Rapporteringsteknologien skaber her projektmagerens identitet. Den er med til at give kriterierne for god adfærd, og den disciplinerer vedkommende ved på forhånd at specificere, hvad vedkommende skal stå til regnskab for. På den måde etablerer det en problemhorisont, som er automatiseret ved gennem systemet konstant at komme tilbage i en bestemt form og med et bestemt formål (Foucault, 1979). Dette skaber mulighed for, at investor kan handle på distancen (Latour, 1987, 1990, Robson, 1992).

<sup>12</sup> Begrebet social kapital kan betyde flere ting (se Nahapiet & Ghoshal, 1998).

## Litteratur

- Bouwmann, M.J., Frishkoff, P.A. & Frishkoff, P.**: How do Financial Analysts Make a Decision? A Process Model of the Investment Screening Decision, *Accounting, Organizations and Society* vol. 12, no. 1, s.1-29, 1987.
- Drucker, P.**: Post-capitalist society New York, 1993.
- Erhvervsministeriet**: Erhvervsrederegørelsen København 1997.
- Erhvervsfremme Styrelsen**: Vækst og kapital København 1996.
- Foucault, M.**: Discipline and Punish, New York, 1980.
- Foucault, M.**: Power/Knowledge New York, 1980.
- Hägglund, P.**: Företaget som investeringsobjekt EFI, Stockholm Universitet, 2001.
- Holland, J.**: Financial Institutions, Intangibles and Corporate Governance, *Accounting, Auditing and Accountability Journal* vol. 14 no. 4 . s. 497-529, 2001.
- Latour, B.**: Science in Action Milton Keynes, 1987.
- Latour, B.**: Drawing Things Together, i Lynch, M. & Woolgar, S. Representation in Scientific Activity Cambridge, 1990.
- Mouritsen, J., Munk Nielsen, J., Lindhart, J. &**

Stakemann, B. : Kapitalmarkedet og videnøkonomien: Analytikernes repræsentationer og den videnbaserede virksomhed, Institut for Produktion & Erhvervsøkonomi, Handelshøjskolen i København 2001.

**Nahapiet, J. & Ghoshal, S. :** Social Capital, Intellectual Capital and the Organizational Advantage, *Academy of Management Review* vol. 23, no. 2, s. 242-266, 1998.

**Robson, K. :** Accounting numbers as 'inscription': Action at a Distance and the Development of Accounting', *Accounting Organisation and Society* Vol. 17, No. 7, s. 685-708, 1992.

**Stehr, N. :** *Knowledge societies*. London 1994.