

CHALMERS



Varför gräver svenskar guld i USA?

En studie om svenska entreprenörers motiv till att söka venture capital i USA

The Swedish-American venture capital connection

A study of Swedish entrepreneurs' rationale for seeking venture capital in the United States

Kandidatarbete i Industriell ekonomi

SAMUEL ANDERSSON

LUCAS ANDRÉN

OSCAR ANTONSSON

HENRIK EDSTRAND

ROBERT HEURLIN

KARIN SJÖDIN

Institutionen för Teknikens ekonomi och organisation

Avdelningen för Entrepreneurship and Strategy

CHALMERS TEKNISKA HÖGSKOLA

Göteborg, Sverige 2019

Kandidatarbete TEKX04-19-11

Förord

Denna rapport är resultatet av en studie som har genomförts under vårterminen 2019 som ett kandidatarbete inom Industriell ekonomi på Chalmers tekniska högskola. Arbetet har utförts på institutionen för Teknikens ekonomi och organisation under avdelningen för Entrepreneurship and Strategy och omfattar 15 högskolepoäng.

Vi vill börja med att rikta ett hjärtligt tack till vår handledare Anders Isaksson. Hans områdeskunskap, stora engagemang och kontinuerliga återkoppling har varit av största vikt för studiens genomförande.

Vi vill också tacka Magnus Gustafsson på Avdelningen för fackspråk och kommunikation. De intresseorganisationer som har hjälpt oss att komma i kontakt med företag förtjänar också ett tack, liksom Nordic Tech List och Nordic 9 som har upplåtit sina databaser.

Slutligen riktas ett särskilt tack till samtliga respondenter som tagit sig tid till att delta i studien. Ni har alla bidragit med mycket kunskap och många kloka insikter om ämnet, vilka har varit ovärderliga för studien.



Samuel Andersson



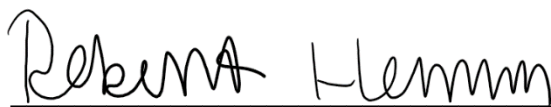
Lucas Andrén



Oscar Antonsson



Henrik Edstrand



Robert Heurlin



Karin Sjödin

Sammanfattning

Finansiering av startups med venture capital (VC) har traditionellt varit en lokal företeelse, där vissa investerare inte finansierar startups belägna mer än 20 minuter bort från deras kontor. Trots detta ökar andelen internationella VC-investeringar i Sverige såväl som i resten av världen. Eftersom startups söker internationellt VC trots att närhet visat sig vara fördelaktigt bör det finnas motiv som förklarar varför svenska entreprenörer söker finansiering i USA.

Studiens huvudsakliga syfte är att kartlägga och analysera de motiv svenska entreprenörer har för att söka venture capital-finansiering i USA. Studien ämnar vidare undersöka vilka skillnader entreprenörer upplever mellan den svenska och den amerikanska VC-marknaden, samt hur väl dessa stämmer överens med tidigare forskning. Slutligen syftar studien till att identifiera eventuella skillnader mellan de startups och entreprenörer som söker finansiering på de olika marknaderna, samt urskilja vilka krav VC-bolag ställer vid investeringstillfället.

Den teoretiska referensramen syftar till att ge en förståelse för venture capital som koncept, samt utgöra teoretisk grund för analysen. Referensramen består exempelvis av koncept och teorier relaterade till venture capital, internationalisering av VC, tunna marknader, finansiärers olika funktioner och inverkan av avstånd mellan investerare och startup.

Metoden var huvudsakligen kvalitativ. Data samlades in med hjälp av 33 semistrukturerade intervjuer med entreprenörer som fått finansiering från en svensk eller en amerikansk investerare. Därefter bearbetades insamlad data genom nivåkodning, då intervju svaren först tilldelades kodord varpå dessa sammanfördes i övergripande kategorier. Dessutom genomfördes en enkät i syfte att validera och rangordna identifierade motiv, samt en kvantitativ studie för att klassificera startup-företagen.

Studien visade att de främsta motiven svenska entreprenörer har till att söka VC i USA är att positionera sig på den amerikanska marknaden, att det finns mer pengar där och att man kan få tillgång till mer kompetenta VC-aktörer. Dessutom framgår att VC-bolag sällan ställer explicita krav på arbete med hållbar utveckling.

För startups är resultatet relevant då det belyser skillnader på de olika VC-marknaderna, vilket kan användas som underlag för beslut om var framtida finansiering ska eftersökas. Dessutom är studien av intresse för såväl politiska beslutsfattare som VC-bolag, då dess resultat kan ge vägledning till hur den svenska VC-marknaden bör utvecklas för att behålla svenska företag inom landets gränser.

Nyckelord: entreprenörskap, hållbara investeringar, internationella investeringar, startups, tunna marknader, VC, venture capital

Abstract

Financing of startups with venture capital (VC) has historically been a local phenomenon, where some venture capitalists only invest in companies located within twenty minutes of their office. Despite this tradition, the share of international VC funding is on the rise in Sweden as well as in the rest of the world. Considering that startups pursue financing abroad, despite the fact that proximity has been proven to be advantageous, there must be rationale that explains why Swedish entrepreneurs seek financing in the US.

The purpose of this study is to examine and analyze the rationale Swedish entrepreneurs have for seeking financing in the US. Furthermore, it intends to identify what differences the entrepreneurs experience between the Swedish and the American VC markets, and if these discrepancies are in accordance with previous research. Finally, it was examined whether any differences exist between the startups and entrepreneurs who seek financing on either market, and what demands VC investors put on startups at the time of financing.

The theoretical chapter aims to afford an understanding for venture capital as a concept, and to act as a theoretical reference when analyzing the gathered data. It mainly consists of theories related to venture capital, cross-border investments, thin markets, and proximity.

The method was mainly qualitative. Data was gathered from 33 semi-structured interviews with entrepreneurs who had received financing from either a Swedish or American investor. The next step was to analyze the data thematically, where the entrepreneurs' answers were awarded code words which were gathered in comprehensive categories. Finally, a survey was conducted with the intent to validate and rank the identified rationales for seeking VC in the US, and a quantitative study was done in order to classify the startups.

The study showed that the most prevalent motive Swedish entrepreneurs have for seeking VC in the US is to position themselves on the US market. The fact that there is more money available over there, and that American venture capitalists are considered more competent and more eager to give advice only makes it that much more enticing. Lastly, it is apparent that venture capitalists seldom put explicit sustainability demands on the startups they finance.

For startups, the result is notable as it shines a light on the differences between the two markets, which is information that can be used for future financing decisions. Additionally, the study is of interest to policy makers as well as venture capitalists as it can offer guidance on how the Swedish VC market should be developed so that domestic startups are incentivized to remain within the country's borders.

Keywords: cross-border investments, entrepreneurship, startups, sustainable venture capital, thin markets, VC, venture capital

Innehållsförteckning

1. Inledning	1
1.1 Bakgrund	1
1.1.1 Riskkapital som finansieringslösning för startup-bolag	1
1.1.2 Processen vid en VC-investering	2
1.1.3 Internationalisering av VC trots fördelar med geografisk närhet	3
1.1.4 Entreprenöriella motiv för att söka VC utomlands	4
1.2 Syfte	5
1.3 Problemanalys och frågeställning	5
2. Teoretisk referensram	7
2.1 Marknadsdata	7
2.1.1 Storleksskillnader mellan de svenska, europeiska och amerikanska VC-marknaderna ..	7
2.1.2 Investeringsrender på de svenska, europeiska och amerikanska VC-marknaderna	9
2.1.3 Högre prestation hos amerikanska VC-bolag	9
2.2 Hur avstånd mellan startup och investerare påverkar VC-finansiering	10
2.3 Matchningsproblematik på tunna marknader	12
2.4 Välutvecklade metoder för värderingar på den amerikanska marknaden	12
2.5 VC-investerarens roll för kompetensökning	13
2.6 VC-investerarens roll vid etablering på nya marknader	14
2.7 VC-investerarens roll för att säkra framtida finansiering	15
2.8 VC-investeringar för hållbar utveckling	15
2.9 Sammanfattning av den teoretiska referensramen	16
3. Metod	18
3.1 Forskningsansats	18
3.2 Metodologiskt angreppssätt	19
3.3 Urval	20
3.3.1 Urval av litteratur	20
3.3.2 Urval av företag till intervjustudie	20
3.3.3 Urval av företag till enkätundersökning	21
3.3.4 Urval av företag till kvantitativ studie	21
3.4 Datainsamling	22
3.4.1 Datainsamling genom intervjustudie	22
3.4.2 Datainsamling genom enkätundersökning	23
3.4.3 Datainsamling till kvantitativ undersökning	23

3.5 Bearbetning av Data.....	24
3.5.1 Bearbetning av intervjudata.....	24
3.5.2 Bearbetning av enkätdata	25
3.6 Metodkritik och hantering av felkällor	25
4. Empiri	27
4.1. Motiv för svenska entreprenörer till att söka VC i USA.....	27
4.1.1 Kategorier	27
4.1.2 Egna motiv till att söka VC i USA.....	29
4.1.3 Allmänna motiv till att söka VC i USA	30
4.1.4 Allmänna motiv till att söka VC i USA enligt enkätundersökning	31
4.1.5 Egna motiv till att söka VC i Sverige men inte i USA.....	32
4.2 Upplevda skillnader mellan de svenska och amerikanska VC-marknaderna	33
4.2.1 Marknadsdynamik.....	35
4.2.2 Kultur	35
4.2.3 Monetär kraft	36
4.2.4 Aktörer på VC-marknaden	36
4.3 Startup-företagens karaktäristik.....	36
4.3.1 Branschtillhörighet.....	37
4.3.2 Akademisk bakgrund hos grundarna.....	38
4.4 De krav entreprenörer upplever att VC-bolag ställer vid investering.....	38
4.4.1 Eventuella hållbarhetskrav	40
4.4.2 Krav på styrelseplats	40
4.4.3 Rapporteringskrav	40
4.4.4 Krav på bolagsflytt.....	41
5. Analys	42
5.1 Analys av motiv till att söka VC i USA.....	42
5.1.1 Positioneringsmotiv.....	42
5.1.2 Monetära motiv	44
5.1.3 Kompetensrelaterade motiv	45
5.2 Analys av skillnader mellan svenska och amerikanska VC-marknaden.....	46
5.2.1 Marknadsdynamik.....	46
5.2.2 Kulturskillnader	47
5.2.3 Skillnader i Monetär Kraft.....	48
5.2.4 Skillnader mellan aktörer på VC-marknaderna	48

5.3 Analys av startup-företagens karaktäristik	49
5.3.1 Branschtillhörighet	49
5.3.2 Grundarnas akademiska bakgrund	50
5.4 Analys av krav som entreprenörerna upplever att VC-bolagen ställer på dem.....	50
5.4.1 Eventuella hållbarhetskrav	50
5.4.2 Styrningsrelaterade krav	51
5.4.3 Krav på bolagsflytt.....	51
6. Diskussion & Slutsats	53
6.1 Diskussion	55
6.2 Förslag till vidare forskning	57
6.3 Studiens implikationer	57
7. Källförteckning.....	58
Bilagor	
Bilaga A - Intervjumall	i
Bilaga B - Fullständig redogörelse för kodorden i avsnitt 4.2	iii
Bilaga C - Enkät	iv

Innehållsförteckning över figurer och tabeller

Figurer:

Figur 1: Amerikanska riskkapital-bolags investeringar i Europa.....	4
Figur 2: Venture capital-investeringar i relation till BNP.....	8
Figur 3: Branschtillhörighet hos VC-finansierade företag på respektive marknad.....	37
Figur 4: De fyra frågeställningarnas analysmoment.....	53

Tabeller:

Tabell 1: Mängd investerat kapital i respektive lands startup-företag.....	8
Tabell 2: Sammanställning av mängden intervjudata	23
Tabell 3: Egna motiv till att söka VC i USA.....	30
Tabell 4: Allmänna motiv till att söka VC i USA.....	31
Tabell 5: Enkätundersökning.....	32
Tabell 6: Skillnader mellan den amerikanska och den svenska VC-marknaden.....	34
Tabell 7: Grundarnas akademiska bakgrund.....	38
Tabell 8: Kravbild.....	39

1. Inledning

Företagande och entreprenörskap är fundamentala byggstenar i dagens marknadsdrivna samhälle. Etablering och expansion av företag kräver i allmänhet kapitalinvesteringar och är således förknippat med finansiella risker. Det finns olika typer av finansieringslösningar och denna studie undersöker en av dem, *venture capital* (VC). VC riktar sig primärt mot nystartade företag med tillväxtpotential, vilka ofta saknar finansiell stabilitet. För att minimera de risker som en sådan finansiering innebär och utveckla företaget i önskad riktning, förekommer ofta ett nära samarbete mellan entreprenör och investerare. Ett sådant samarbete underlättas om involverade parter befinner sig geografiskt nära varandra. VC har därför traditionellt sett främst varit en lokal företeelse, men under senare tid har en ökning av andelen investeringar som sker på internationella marknader kunnat urskiljas. Denna ökning uppträder trots att stora geografiska avstånd kan ge upphov till ett flertal samarbetsproblem mellan entreprenör och investerare. Somliga entreprenörer från Sverige väljer ändå att söka finansiering på marknader utanför den inhemska, exempelvis i USA.

1.1 Bakgrund

Förekomsten av innovation genom entreprenörskap sträcker sig tusentals år bakåt i tiden och har historiskt i hög grad bidragit till att föra den mänskliga civilisationen framåt (Carlen, 2016). Entreprenörer ligger bakom alltifrån urbaniseringen av det gamla riket Mesopotamien till den industriella revolutionen genom att de skapar och leder nystartade företag, så kallade startups (Carlen, 2016). Dessutom sporrar entreprenörskap konkurrens och innovation, varför det enligt Holcombe (1998) anses vara en motor till ekonomisk tillväxt.

1.1.1 Riskkapital som finansieringslösning för startup-bolag

Ett flertal problem kan komma att uppstå för startups. Bland annat kan det hos nystartade företag saknas kompetens och kunskap om den marknad företaget ämnar ta sig in på (Cremades, 2016). Vidare beskriver författaren att startups i regel behöver kapital under uppstartsfasen för att exempelvis täcka kostnader för marknadsföring eller för att överkomma inträdesbarriärer. Nystartade företag kan införskaffa kapital på olika sätt, exempelvis genom banklån, crowdfunding eller riskkapital (Cremades, 2016). Då startups sällan har en stabil finansiell situation eller historik, innebär tillhandahållande av kapital till sådana ofta en stor risk för finansiären (Caselli & Gatti, 2004). Att få ett banklån beviljat som startup kan enligt Beck och Demirguc-Kunt (2006) således bli svårt. Vidare gör den stora finansiella risken även att startups får en hög riskpremie vid lån, vilket leder till höga kostnader för företaget (Beck & Demirguc-Kunt, 2006).

En möjlig väg framåt för startups kan istället vara upplåta en andel av företaget och erhålla finansiering via riskkapital (Cendrowski, Martin, Petro, & Wadecki, 2012; Isaksson, 2006). På det viset menar författarna att nystartade företag kan flytta över risk till riskkapitalbolag, istället för att själva stå för den som vid fallet av ett banklån. Riskkapital innefattar enligt Cendrowski et al. (2012) bland annat kapital från ängelinvesteringar, private equity-fonder och venture capital-fonder. Författarna beskriver att private equity-fonder generellt har strategin att investera i relativt mogna och välutvecklade företag. Venture capital riktar sig, till skillnad från private equity, mot mer nystartade företag och är därför ett bra finansieringsalternativ för startups (Cendrowski et al.,

2012). Som finansieringsform har venture capital funnits i USA sedan 1940-talet (Gompers, 1994), men konceptet kom inte till Sverige förrän under sent 90-tal (Isaksson, 1999). Genom att möjliggöra uppkomst och utveckling av startups fungerar VC indirekt som en katalysator som sporrar industriell utveckling och därigenom ekonomisk tillväxt (Pradhan, Arvin, Nair, & Bennett, 2017). Det är dock inte alla sökande entreprenörer som erhåller finansiering via VC, vilket tydliggörs av Rao (2013) som visar att endast omkring två procent av de startups som söker finansiering faktiskt lyckas.

1.1.2 Processen vid en VC-investering

Det kapital som VC-bolag förvaltar och aktivt investerar ackumuleras i fonder och kommer från aktörer såsom pensionsförvaltare, försäkringsbolag och banker (Gompers & Lerner, 2004). Det finns flera olika föreslagna uppdelningar av processen kopplad till VC-investeringar (Tyebjee & Bruno, 1984; Payne, Davis, Moore, & Greg, 2009; Isaksson, 2006), men gemensamt identifierar de aktiviteter såsom anskaffning av investeringskapital, identifiering och urval av potentiella investeringsobjekt, värdering, involvering i startup-bolagens verksamhet samt utträde ur företaget.

Enligt Isaksson (2006) finns från VC-bolagens perspektiv två principiella angreppssätt för att hitta investeringsobjekt, ett proaktivt och ett reaktivt. Det proaktiva angreppssättet innebär att VC-investeraren aktivt letar efter startups att investera i, medan den reaktiva strategin innebär att investeraren låter sig bli uppsökt av startups som önskar finansiering. Vid tillämpning av en reaktiv metod är det dock enligt Fried och Hisrich (1994) vanligt att VC-bolagen och investerarna gör aktiva insatser för att synas inom aktuella branscher. I en enkätstudie av Macmillan, Siegel och Narasimha (1985) framkom ett antal kriterier utifrån vilka investerare sällar och väljer vilka startups de ska gå vidare med. Startups valdes bland annat bort på grund av låg potential hos projektets affärsidé eller alltför hård konkurrens i den aktuella branschen. Enligt Macmillan et al. (1985) är det dock entreprenören bakom investeringsobjektet som är den mest betydelsefulla faktorn för investeringsbeslutets utfall.

Köhn (2018) belyser i en översiktsartikel komplexiteten i att värdera startups och identifierar en tydlig heterogenitet i den litteratur som behandlar ämnet. Med utgångspunkt i att värdering av startups är mer en konst än en vetenskap konstateras att många faktorer samverkar i värderingsprocessen. Finansiell information ingår bland dessa faktorer, men är betydligt mindre signifikant vid värdering av startups än vid värdering av mer väletablerade företag. Författaren redogör för andra faktorer som påverkar hur en startup värderas och inkluderar bland annat entreprenören och teamet, immateriella tillgångar, allianser med andra företag samt marknadsmässiga aspekter.

Enligt Cumming och Dai (2010) har VC-investerare i allmänhet en betydande roll i de bolag de har investerat i. Isaksson (1999) nämner ett flertal aktiviteter där finansiären är delaktig efter investering, vilka inkluderar hjälp med finansiella problem, strategi, rekrytering, marknadsföring samt tillgång till kontakter och nätverk. Insatserna ämnar skapa optimala förutsättningar för tillväxt och värdeökning, vilket ligger i VC-bolagens intresse eftersom merparten av investerarens vinst kommer från försäljning av andelar i investeringsobjektet vid utträde, även kallat *exit* (Cumming & MacIntosh, 2001).

Processen från kapitalanskaffning till utträde utformas huvudsakligen med utgångspunkt i de beskrivna stegen, men enligt Berglund (2011) finns skillnader i hur processen tar sig uttryck beroende på vilken marknad som VC-bolagen är verksamma på. Författaren klarlägger att delaktiviteterna skiljer sig åt både i fråga om utformning och prioriteringsgrad mellan olika marknader.

1.1.3 Internationalisering av VC trots fördelar med geografisk närhet

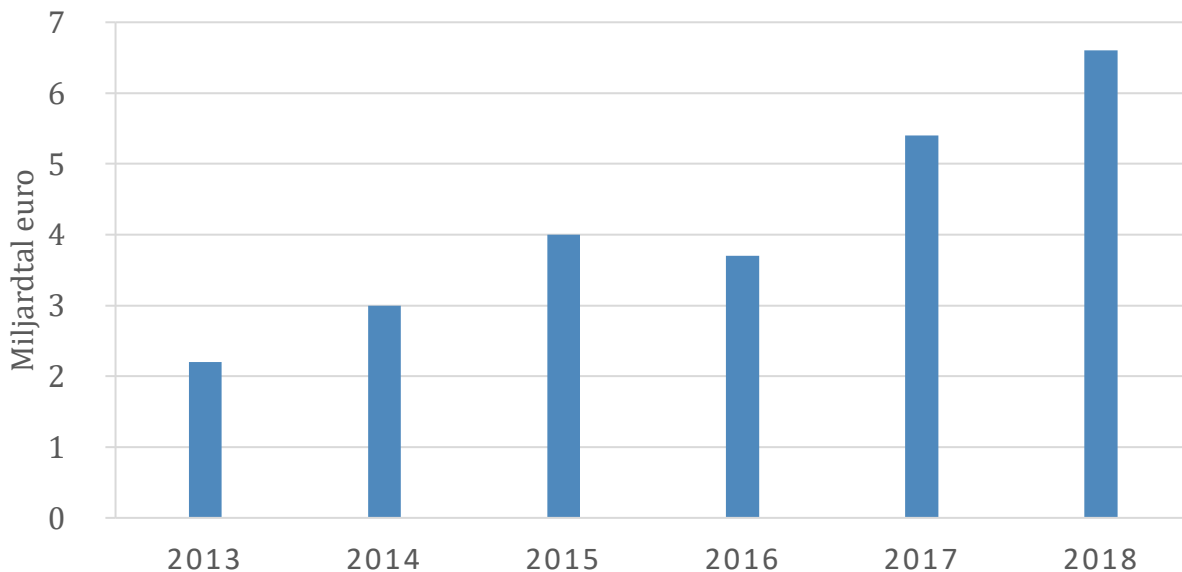
Venture capital skiljer sig från andra typer av finansiering med avseende på flera aspekter. Enligt Cumming och Dai (2010) bygger VC-investeringar i allmänhet på en tvåsidig matchning mellan entreprenör och investerare och behovet av fysiska möten mellan parterna bedöms vara stort. Författarna menar också att investeraren i allmänhet har en mer aktiv roll vid ägarskap genom VC än vid andra typer av finansiering, vilket skapar ett behov av att vara nära och kunna bevaka verksamheten. Uppfattningen om att *regional proximity*, hädanefters översatt till geografisk närhet, är en viktig faktor vid VC-investering delas av flera författare (Lutz, Bender, Achleitner, & Kaserer, 2013; Herrmann, Avdeitchikova, & Hjertström, 2016)

Vikten av geografisk närhet förklaras bland annat av att det är nödvändigt för investeraren att överbrygga de informationsasymmetrier som i allmänhet är vanligt förekommande inom VC (Cumming & Dai, 2010; Jensen och Meckling, 1979; Wright & Robbie, 1998). Cumming och Dai (2010) beskriver att VC-investeraren har behov av kanaler såsom personliga nätverk och konferenser för att över huvud taget hitta potentiella investeringsobjekt, och att dessa kanalers effektivitet potentiellt minskar med ökat fysiskt avstånd. Till följd av dessa aspekter finns enligt Cumming och Dai (2010) traditionellt en stark tendens hos VC-bolag att investera lokalt. Författarna påstår till och med att VC-investerare i vissa fall går så långt som att undvika att investera i bolag belägna mer än 20 minuter från kontoret. Vidare hävdar Wright och Robbie (1998) att kontrollen över kapitalet flyttas till entreprenörerna vid en VC-finansiering, vilka således kan ta beslut som indirekt drabbar investeraren. Även denna informationsasymmetri kan investeraren enklare hantera om parterna befinner sig geografiskt nära varandra (Jensen och Meckling, 1979; Wright & Robbie, 1998)

Lutz et al. (2013) påvisar i en studie baserad på data från den tyska VC-marknaden att sannolikheten för att en investering blir av minskar med avståndet mellan investerare och investeringsobjekt. Det finns dock skillnader mellan olika VC-bolag där anseende, branschspecialisering, nätverk och samverkan med andra VC-bolag påverkar i vilken utsträckning internationella investeringar genomförs (Cumming & Dai, 2010). VC-företag med högt anseende tenderar enligt författarna att göra fler investeringar i icke-lokala bolag. Stora nätverk och samarbeten med andra VC-bolag ökar också tendensen att investera över större geografiska områden (Cumming & Dai, 2010). Författarna visar vidare att VC-bolag med tydliga branschnischer i större utsträckning håller sig till lokala investeringar i jämförelse med mindre specialiserade VC-bolag. Det gäller därtill att andelen internationella investeringar ökar i takt med att konkurrenssituationen mellan VC-företagen på den inhemska marknaden ökar (Devigne, Manigart, Mulier & Vanacker, 2018).

Enligt Chemmanur, Hull och Krishnan (2016) förekommer en ökning av andelen investeringar som utförs på marknader utanför den som VC-företaget är beläget på. Under tidigt 1990-tal stod gränsöverskridande affärer för omkring 10 procent av det totala antalet genomförda transaktioner

av VC-företag. Under 2008 utgjorde motsvarande siffra 22 procent (Chemmanur et al., 2016). Figur 1 visar därtill att mängden kapital som investeras av amerikanska riskkapitalister i Europa ökade trefalt mellan 2013 och 2018 (Dealroom, 2019).



Figur 1: Amerikanska riskkapital-bolags investeringar i Europa

Figuren visar summan kapital, i miljarder euro, som amerikanska riskkapitalbolag investerat i Europeiska bolag varje år mellan 2013 och 2018. En trendmässig ökning i investeringssumman kan urskiljas. Baserad på data från Dealroom (2019).

Ur ett globalt perspektiv uppvisar Schertler och Tykvová (2011) att andelen investerat VC i utländska företag, i förhållande till totalt investerat kapital, under åren 2000 till 2008 utgjorde omkring en tredjedel. Aizenman och Kendall (2012) påvisar i en studie att amerikanska VC-bolag under 1990-talets IT-bubbla i ökad grad investerade i icke-amerikanska bolag, och förklarar fenomenet främst med en generell ökning av investeringskapital. Författarna förklarar vidare att efter att IT-bubblan sprack minskade investeringstakten av VC-kapital i allmänhet, och den internationella investeringstakten i synnerhet. Sedan tidigt 2000-tal syns dock återigen en ökande trend i mängden investeringar amerikanska VC-bolag gör i icke-amerikanska bolag (Aizenman & Kendall, 2012).

1.1.4 Entreprenöriella motiv för att söka VC utomlands

Tidigare forskning klargör att andelen internationella investeringar av amerikanska VC-bolag ökar, men har främst fokuserat på VC-företagen och kartlagt de motiv dessa har för att proaktivt söka upp investeringsobjekt i utlandet. Det är dock vanligare med en reaktiv strategi, vilket istället innebär att investeringsobjektet söker upp VC-finansiären (Isaksson, 2006). Det är sannolikt att det förekommer internationella investeringar från amerikanska VC-bolag som grundar sig just i en reaktiv strategi från VC-bolagens sida. I sådana fall söker alltså svenska och andra icke-amerikanska entreprenörer aktivt upp amerikanska VC-bolag. Det saknas dock fördjupning kring varför entreprenörer aktivt väljer att söka internationell finansiering, till exempel varför svenska startup-bolag söker VC i USA. Enligt Herrmann et al. (2016) finns forskning som berör entreprenörers val av investerare utifrån finansiella parametrar, men inte om hur investerarens

geografiska läge påverkar entreprenörens val av finansiär. Det finns således utrymme för en studie som undersöker varför svenska entreprenörer söker VC i USA.

För svenska VC-bolag är det viktigt att förstå vilka motiv svenska entreprenörer har till att söka VC-finansiering utanför Sverige, för att om möjligt anpassa verksamheten och kunna behålla sina portföljbolag. Från en entreprenöriell synvinkel är det av intresse att förstå de skillnader som finns mellan den svenska och den amerikanska VC-marknaden, och veta vilka krav som ställs från VC-bolagen, för att fatta välgrundade beslut vid kapitalanskaffning. En kartläggning av utländska VC-investeringar bidrar dessutom till en bredare samhällsnytta, då utlandsflytt av startups som grundats och finansierats av aktörer i Sverige riskerar att urholka den inhemska marknaden. Kunskap om skillnader mellan marknaderna samt motiv till varför svenska entreprenörer söker sig utomlands, och vilka entreprenörer som gör det, är en grundförutsättning för att politiska beslutsfattare ska kunna genomföra förändringar som gör att fler entreprenörer vill stanna i Sverige. En studie ur entreprenörens perspektiv om varför startups väljer att söka finansiering utomlands, skillnader mellan marknaderna och hur kravbilden från VC-bolagen ser ut är således motiverad.

1.2 Syfte

Studiens huvudsakliga syfte är att kartlägga och analysera de motiv svenska entreprenörer har för att söka venture capital-finansiering i USA. Studien ämnar vidare undersöka vilka skillnader entreprenörer upplever mellan den svenska och den amerikanska VC-marknaden, samt hur väl dessa stämmer överens med tidigare forskning. Slutligen syftar studien till att identifiera eventuella skillnader mellan de startups och entreprenörer som söker finansiering på de olika marknaderna, samt urskilja vilka krav VC-bolag ställer vid investeringstillfället.

1.3 Problemanalys och frågeställning

För att uppfylla syftet bryts studien ner i fyra frågeställningar, vilka redovisas nedan.

Traditionellt sett har VC varit en lokal företeelse, vilket delvis kan förklaras av att geografisk närhet mellan entreprenör och investerare är fördelaktigt, men även av att entreprenörers behov traditionellt har kunnat tillfredsställas på den lokala marknaden. Det finns dock en trendmässig ökning av andelen internationella VC-investeringar. Det saknas tillräcklig förståelse som från entreprenörens perspektiv kartlägger de drivkrafter som svenska entreprenörer har för att söka finansiering i USA. Med syfte att utforska detta tomrum och ge VC-bolag förståelse för entreprenöriella motiv, formuleras följande frågeställning:

1. Vilka motiv har svenska entreprenörer för att söka venture capital i USA istället för i Sverige och hur relaterar de till befintlig forskning?

Givet att det finns motiv för svenska entreprenörer att söka finansiering i USA kan det antas att det hos entreprenörer även finns upplevda skillnader mellan den svenska och den amerikanska VC-marknaden. En undersökning av hur väl entreprenörernas uppfattningar stämmer överens med teori om faktiska skillnader kan vägleda entreprenörer vid beslut kring att söka finansiering i USA. Mot bakgrund av detta resonemang är det således av intresse att undersöka följande frågeställning:

2. Vilka skillnader finns, enligt entreprenören, mellan den svenska och den amerikanska VC-marknaden och hur förhåller sig dessa upplevda skillnader till tidigare forskning?

För att påvisa relevansen av de upplevda skillnader och motiv som framkommer bör dessa sättas i perspektiv till hur karaktäristiken skiljer sig åt hos de startups som får finansiering på respektive marknad. Förutom att förstå entreprenöriella motiv till att söka VC i USA och skillnader mellan svenska och amerikanska VC-marknaderna är det även av vikt för politiska beslutsfattare att ha insikt i vilken typ av startupbolag som erhåller finansiering på respektive marknad. Faktorer som antas påverka på vilken marknad startup-bolag erhåller finansiering är bransch och grundarens utbildningsbakgrund, varför följande frågeställning undersöks:

3. Finns det några särskiljande drag, i fråga om startup-bolagens branschtillhörighet eller grundarnas akademiska bakgrund, hos de som får finansiering i USA jämfört med de som anskaffar kapital i Sverige?

Denna studie undersöker venture capital-investeringar som sker över stora avstånd, och det är rimligt att anta att VC-bolagen ställer krav som syftar till att överbrygga detta avstånd genom att kontrollera vissa delar av startup-företagets verksamhet. Sådana kontroller kan tänkas ske genom krav på exempelvis rapportering, en plats i styrelsen, arbete med hållbar utveckling eller bolagsflytt närmare VC-investerarens säte. Förståelse för VC-bolagens kravbild kan dessutom vara av intresse för entreprenörer som söker VC, vilket motiverar följande frågeställning:

4. Vilka krav upplever entreprenörer att VC-bolag ställer på startup-företag vid investeringstillfället?

2. Teoretisk referensram

I detta kapitel presenteras teori som underbygger analysen och förklaringsmodeller till de upplevda skillnaderna mellan den amerikanska och svenska VC-marknaden. Marknadsdata togs fram och utifrån den konstateras att den amerikanska VC-marknaden är betydligt större och mer mogen än den svenska. Ytterligare skillnader mellan marknaderna är att VC-bolagen i USA använder sig av bättre anpassade värderingsmetoder, besitter mer teknisk kompetens samt är mer involverade i investeringsobjektens verksamhet. VC-aktörer kan anta flera roller än att enbart agera finansiär, bland annat kan de hjälpa entreprenören erhålla framtida finansiering eller bidra med kontakter och kompetens för etablering på nya marknader. Konceptet *tunna marknader* beskrivs som bakomliggande för den matchningsproblematik mellan VC-aktörer och startups som förekommer på outvecklade VC-marknader. Vidare klargörs att geografisk och relationell närhet mellan investerare och startup är viktigt för att VC-investeringar ska genomföras och vara framgångsrika, men att det finns sätt att överbrygga stora avstånd. Slutligen poängteras att VC-aktörer, genom sina investeringar, positivt kan påverka utvecklingen av startupmarknaden ur ett hållbarhetsperspektiv.

2.1 Marknadsdata

Den teoretiska referensramen börjar med att jämföra de två VC-marknaderna i Sverige och USA med avseende på bland annat genomsnittlig investeringsstorlek och antal investeringar som genomförts på respektive marknad, både i absoluta och relativa termer. Även trender inom VC-marknaden i Sverige och USA de senaste åren, samt relevant branschdata behandlas.

2.1.1 Storleksskillnader mellan de svenska, europeiska och amerikanska VC-marknaderna

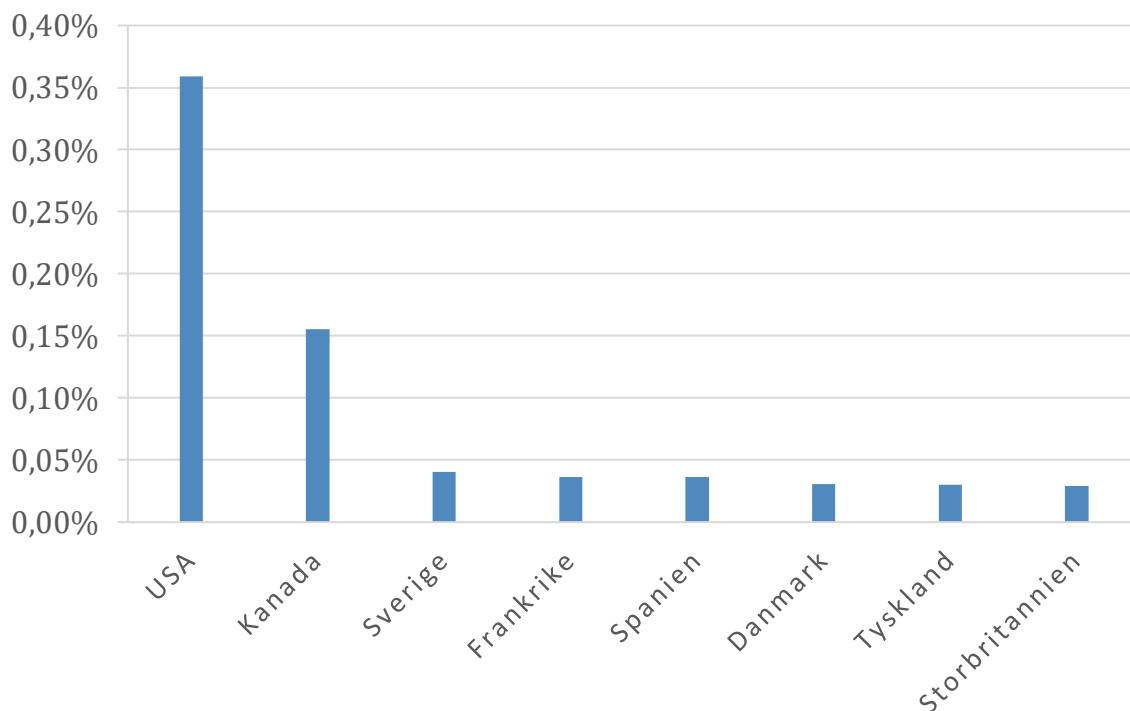
För att få en förståelse för marknaderna i Sverige och i USA, kan storleken på de VC-investeringar som görs i respektive lands startups jämföras. Den amerikanska VC-marknaden är den största i världen och under 2018 gick 53 procent av allt investerat kapital från VC-firmor till bolag tillhörande den amerikanska marknaden (KPMG, 2019). Enligt en rapport från Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD, 2017) så genomfördes det under 2016 VC-investeringar för omkring 67 miljarder dollar i USA. Denna summa kan jämföras med hela Europas investeringssumma på 4,7 miljarder dollar, där Sveriges andel var 0,21 miljarder dollar (OECD, 2017), vilket Tabell 1 visar.

Tabell 1: Mängd investerat kapital i startup-företag, per land

Tabellen presenterar den totala summan, i miljarder USD, av alla VC-investeringar som gjordes i respektive lands startups under 2016. Baserad på data från OECD (2017).

Land	Miljarder (USD)
Danmark	0,09
Sverige	0,21
Spanien	0,45
Storbritannien	0,76
Frankrike	0,89
Tyskland	1,1
Kanada	2,4
Europa total	4,8
USA	67

Enligt OECD (2017) är den amerikanska VC-marknaden inte bara störst i absoluta termer, utan även större än Sverige i relativa termer. I en majoritet av OECD:s medlemsländer står venture capital för en liten procent av landets BNP och i Sverige står VC-investeringar cirka 0,04 procent av BNP (OECD, 2017). Figur 2 visar att USA är ett land som sticker ut, där VC-investeringar står för drygt 0,35 procent av BNP.



Figur 2: Venture capital-investeringar i relation till BNP

Figuren visar hur stor andel av respektive lands BNP som utgörs av VC-investeringar. Det framgår att VC-investeringar som sker på den amerikanska VC-marknaden utgör en större andel av USAs BNP, än vad VC-investeringarna på svenska VC-marknaden gör av Sveriges BNP. Baserad på data från OECD (2017).

2.1.2 Investeringstrender på de svenska, europeiska och amerikanska VC-marknaderna

2018 var ett rekordår för den amerikanska VC-marknaden, enligt en rapport från National Venture Capital Association (NVCA, 2019). För första gången sedan internetbubblan i början av 2000-talet investerades i USA mer än 100 miljarder dollar (NVCA, 2019). Rapporten visar att amerikanska VC-bolag investerade totalt 130 miljarder dollar under 2018.

I rapporten från OECD (2017) kan utläsas att den amerikanska och den nordiska VC-marknaden investerar i liknande sektorer och branscher. Under 2016 var Informations- och kommunikationsteknik (IKT) den branschsektor som det gjordes flest VC-investeringar i på de båda marknaderna (OECD, 2017). En rapport från Myndigheten för tillväxtpolitiska utvärderingar och analyser (Tillväxtanalys, 2018) stärker rapporten från OECD då den visar att det år 2017 i Sverige investerades 910 miljoner kronor i IKT och 810 miljoner i livsvetenskap. Dessa summor motsvarar 39 respektive 34 procent av de totala VC-investeringarna. Samma branschsektorer var även de två största i USA och stod där för 54 respektive 23 procent av de totala VC-investeringarna (OECD, 2017).

Gällande den genomsnittliga storleken på en VC-investering så har den enligt OECD (2017) ökat i USA från 6,7 miljoner dollar år 2010 till 11 miljoner dollar 2016, samtidigt som den i Sverige har minskat från 1,1 miljoner dollar 2010 till 0,79 miljoner dollar 2016. En genomsnittlig VC-investering i Sverige var alltså cirka sju procent av en venture capital investering i USA 2016. Antal VC-investeringar per år har enligt OECD (2017) ökat från 360 stycken år 2009 till 1 123 investeringar år 2016 i USA. I hela Europa genomfördes under 2016 400 investeringar (OECD, 2017). Det fanns 329 VC-finansierade företag i Sverige år 2010, en siffra som sjönk till 262 år 2016. Samtidigt ökade antalet VC-finansierade företag i USA från 4 311 företag år 2010, till 6 009 företag år 2016 (OECD, 2017).

I Sverige ökar även investeringar från utländska fonder. Enligt en rapport från Tillväxtanalys (2018) visas att utländska fonder i allt större utsträckning investerar i svenska företag, och att de 2017 stod för 59 procent av de totala VC-investeringarna i svenska bolag. Denna trend har ökat sedan 2014, samtidigt som de privata svenska fonderna har minskat (Tillväxtanalys, 2018). Enligt Murray (2017) var en utländsk investerare i genomsnitt inblandad i 20 procent av de svenska VC-investeringarna som genomfördes mellan augusti 2016 och augusti 2017.

2.1.3 Högre prestation hos amerikanska VC-bolag

Copenhagen Economics (2018) slår fast att nordiska VC-firmor underpresterar jämfört med sina amerikanska konkurrenter. Rapporten jämför prestationsmultipeln *total value to paid-in* (TVPI), vilket ger ett mått på hur mycket fonderna som finansierar investeringarna som VC-bolagen gör, får tillbaka. Mellan 2009-2015 hade nordiska VC-firmor en TVPI på 1,4, medan amerikanska VC-bolag hade en TVPI som var 1,9, det vill säga 36 procent högre (Copenhagen Economics, 2018). Copenhagen Economics (2018) hävdar även att det i Sverige saknas aktörer som kan genomföra större investeringar, vilket leder till att svenska startups som växer till en viss storlek inte har något annat val än att söka sig utomlands för att erhålla vidare finansiering. Att det saknas svenska investerare för investeringar i ett senare stadie underbyggs även i en rapport från Industrifonden (2018) som hävdar att andelen investeringar som hade en utländsk aktör under 2017 uppgick till 50 procent för investering i storleksordningen 5,1-25 miljoner dollar, och 70 procent för investeringar som var större än 25 miljoner dollar. OECD (2017) skriver på samma tema att av de

företag som får VC befinner sig 50 procent av företagen som fått svenskt VC i ett tidigt skede och endast 16 procent i ett senare stadiet.

2.2 Hur avstånd mellan startup och investerare påverkar VC-finansieringar

Enligt Cumming och Dai (2010) finns traditionellt en stark tendens hos VC-bolag att investera i startups belägna i geografisk närhet. Informationsasymmetrier uppstår ofta vid VC-investeringar enligt både Cumming och Dai (2010) och Jensen och Meckling (1979). Författarna beskriver att investeraren får en informationsnackdel när den förser en startup med pengar, eftersom företagsledningen då förfogar över investerarens kapital. Relationen som uppstår mellan VC-investeraren och investeringsobjektet kan till följd av denna informationsasymmetri betraktas utifrån så kallad agentteori (Sapienza & De Clercq, 2000; Wright & Robbie, 1998). Wright och Robbie (1998) anknyter till det så kallade *principal agent*-problemet där entreprenören som erhåller finansiering får en roll som agent i vilken den har makt att ta beslut över investerarens pengar. VC-investeraren antar rollen som principal då den helt ger bort kontroll över pengarna till agenten (Wright & Robbie, 1998). Författarna poängterar faran för en moralisk risk i en sådan relation, vilket innebär att investeraren tar en stor risk då entreprenören i egenskap av agent kan agera i eget intresse med investerarens pengar oavsett om det är förenligt med investerarens avsikt vid finansiering eller inte (Wright & Robbie, 1998).

För att minimera de risker som är förenade med rollen som principal vid en VC-investering vidtar investerare ett flertal försiktighetsåtgärder (Kaplan & Strömberg, 2001). Författarna redogör för flera av de försiktighetsåtgärder som investerare utför, vilka bland annat inkluderar omfattande screening och due diligence före investering, för att i den utsträckning det är möjligt säkerställa att investeringsobjektet är pålitligt och lämpligt för investering. Vidare är investeraren i allmänhet aktivt deltagande i investeringsobjektets verksamhet efter investeringen för att kontrollera hur pengarna används, till exempel genom att ha en styrelseplats eller annan kontroll över startup-bolaget (Kaplan & Strömberg, 2001). Försiktighetsåtgärderna underlättas enligt författarna av att investeringsobjektet och investeraren ligger nära varandra med avseende på restid, vilket medför lägre kostnader och minskar tidsåtgången för inspektion av investeringsobjektets verksamhet. Kaplan och Strömberg (2001) konstaterar att geografisk närhet är en förenklande faktor för VC-investerare vid en investering.

Behovet av närhet mellan investerare och entreprenör kan även belysas utifrån *social exchange theory*, utbytesteori, då informationsasymmetrierna även kan hanteras genom en ömsesidig tillit mellan investerare och entreprenör (Nahapiet & Ghoshal, 1998). Tilliten bygger på relationer mellan parterna vilka enligt Larson och Starr (1993) byggs upp i en process där parterna successivt ökar gemensamma åtaganden och interaktioner. För att möjliggöra det relationsbygge som krävs för ömsesidig tillit är förekomsten av personliga interaktioner fundamentalt (McPherson, Smith-Lovin, & Cook, 2001). Ett ökat geografiskt avstånd leder till högre kostnader för att möjliggöra personliga möten (Benston & Smith, 1976). Williamson (1981) menar att just sådana transaktionskostnader har stor inverkan vid beslutsfattande och marknadsförlopp. Till följd av dessa ökade transaktionskostnader spelar enligt Lutz et al. (2013) geografisk närhet mellan parterna en betydande roll vid investering.

Att geografiskt avstånd är en viktig faktor vid investeringsbeslut visar sig i praktiken vid analys av investeringdata. Lutz et al. (2013) undersöker utifrån data från den tyska VC-marknaden sambandet mellan geografiskt avstånd mellan investerare och investeringsobjekt och sannolikheten för att en VC-investering blir av. Enligt författarna framkommer ett tydlig samband där sannolikheten för att en investering överhuvudtaget blir av minskar med avståndet mellan investeraren och investeringsobjektet. Lutz et al. (2013) menar att entreprenörer därmed bör göra aktiva val gällande var de baserar sin verksamhet. Författarna poängterar att startups kan gynnas av att aktivt söka sig till områden där det finns många VC-bolag, så kallade *venture capital clusters*. Martin, Berndt, Klagge och Sunley (2005) menar att regioner med få VC-bolag till följd av att dessa kluster bildas tenderar att fastna i en ond spiral där låg tillgång på VC leder till få entreprenörer och låg efterfrågan på kapital vilket i sin tur leder till ännu sämre utbud av VC.

Det finns dock utrymme att överkomma vissa av de hinder ett stort geografiskt avstånd för med sig. Lutz et al. (2013) påvisar till exempel att geografisk närhet är av mindre betydelse när investeringen sker genom syndikering, det vill säga när flera VC-bolag är delaktiga, då det räcker att endast en medinvesterare befinner sig nära investeringsobjektet. Författarnas uppfattningar bekräftas av en studie av Fritsch och Schilder (2008) vilken konstaterar att syndikering är ett sätt att överbrygga problematik med ett alltför stort avstånd till investeringsobjekten. Ytterligare en underlättande faktor vid investeringar över stora geografiska avstånd är uppkomsten av ny teknik och med den bättre infrastruktur för kommunikation (Abdou & Varela, 2014). Filatotchev, Bell och Rasheed (2016) hävdar dessutom att ny teknik möjliggör att relationer kan byggas trots dessa avstånd, och att individer ändå kan skapa sociala band sinsemellan. Vidare menar Cumming och Dai (2010) att VC-företag med stora nätverk och bra rykte uppvisar större benägenhet att utföra investeringar på längre geografiska avstånd.

Geografisk närhet verkar alltså vara av stor vikt, men inte helt avgörande vid investeringsbeslut, något som bekräftas av Herrmann et al. (2016) vilka konstaterar att begreppet *proximity*, hädanefter översatt till närhet, har fler dimensioner än den geografiska. Författarna lyfter flera aspekter av närhet däribland organisationell, kognitiv och social närhet, vilka samlas under begreppet *relational proximity*, hädanefter översatt till relationell närhet. Herrmann et al. (2016) poängterar att bilden av entreprenören som agent och investeraren som principal i viss mån kan anses missvisande då även entreprenören tar stora risker och överlämnar kontroll genom att ge upp delar av bolaget i vilket de har investerat pengar, tid och engagemang. Författarna konstaterar därmed att den relationella aspekten av närhet har större betydelse än den geografiska, och således blir mer avgörande för investeringsbeslutet. Herrmann et al. (2016) hävdar dock att geografisk närhet underlättar etablerandet av relationell närhet.

Det kan alltså konstateras att geografisk närhet ökar sannolikheten för att en VC-investering blir av (Lutz et al., 2013) och är viktigt för VC-bolag vid investeringsbeslut (Cumming & Dai, 2010). Det tycks dock finnas utrymme för att andra faktorer, såsom relationell närhet, kan överbrygga behovet av geografisk närhet, framförallt om ett entreprenöriellt perspektiv beaktas (Herrmann et al. 2016). Letaifa och Rabeau (2013) konstaterar att det till och med under vissa omständigheter kan vara motiverat för entreprenörer att aktivt söka sig bort från lokala kluster och istället söka globala investerare för att etablera relationer gynnsamma för samarbete och innovation.

2.3 Matchningsproblematik på tunna marknader

Nightingale et al. (2009) beskriver den brittiska VC-marknaden och konstaterar att det finns problem kopplade till antalet av och karaktäristiken hos de aktörer som agerar på den. Författarna menar att både utbud på VC och efterfrågan av finansiering är för liten för att marknaden ska kunna fungera optimalt, och kallar denna företeelse tunn marknad. Isaksson (2010) spekulerar i att liknande problematik förekommer på den svenska VC-marknaden. Som en följd uppstår svårigheter med matchningen där entreprenörer upplever problem med att hitta investerare, samtidigt som investerare har svårt att hitta lämpliga startups att investera i (Nightingale et al., 2009). Fenomenet betyder inte nödvändigtvis att det finns en obalans mellan utbud och efterfrågan men innebär praktiskt att aktörerna upplever det mer effektivt att söka sig till en väletablerad marknad där en eftersträvansvärd matchning är mer sannolik (Nightingale et al., 2009).

Bertoni, D'Adda och Grilli (2016) beskriver ytterligare företeelser bland startups som verkar på tunna marknader, däribland att högpresterande startups på sådana marknader i en större utsträckning väljer att inte söka VC över huvud taget, utan istället förlitar sig på en organisk tillväxtkurva. Författarna utvecklar sitt resonemang genom att beskriva matchningssituationen på tunna marknader som *frog-kissing* snarare än *cherry-picking*. Matchningssituationen innebär att VC-företag på tunna marknader typiskt investerar i företag som har ett större behov av finansiell uppbackning snarare än i toppkandidater eftersom de högpresterande bolagen inte söker VC-finansiering i samma utsträckning.

Mot bakgrund av denna observation presenterar Bertoni et al. (2016) hur påverkan av en VC-investering skiljer sig beroende på om den utförs på en tjock eller tunn marknad. Författarna påvisar att effekten av värdeadderande aktiviteter för startup-bolagens prestation är av mindre betydelse på tjocka marknader än tunna. På tjocka marknader menar författarna istället att VC-företagen redan vid investeringsbeslutet väljer högpresterande bolag och att signifikansen av värdeadderande aktiviteter således blir mindre framträdande. Bertoni et al. (2016) konstaterar vidare att VC-företagens förmåga att från början välja högpresterande bolag skiljer sig mellan olika marknader, och att den amerikanska VC-marknaden är välutvecklad i det avseendet.

2.4 Välutvecklade metoder för värderingar på den amerikanska marknaden

Miloud, Aspelund och Cabrol (2012) poängterar vikten av att nå fram till en värdering av startup-bolaget som både investeraren och entreprenören är tillfreds med, och som startup-bolaget kan exekvera i linje med. Enligt författarna är värderingen viktig då den för samman entreprenörens och VC-firmans ambitioner och mål med investeringen, samt säkerställer en rättvis behandling. Miloud et al. (2012) påpekar dessutom att en värdering som anses korrekt av båda parter minskar risken för att konflikter mellan entreprenören och investeraren uppstår.

Internationella startups som får VC i USA erhåller ofta en högre värdering och får mer pengar jämfört med de som stannar på hemmamarknaden (Lockett, Wright, Sapienza, & Pruthi, 2002; OECD, 2017). Amerikanska VC-bolag investerar därtill mer kapital i startups än vad VC-investerare från Europa gör, både i förhållande till BNP och mängden kapital som investeras per startup (Manigart et al., 2000; OECD, 2017). En potentiell förklaringsmodell till att företagsvärderingar i USA är betydligt högre än i Europa skulle enligt Gompers och Lerner (2000) kunna vara konkurrenssituationen mellan VC-bolag. På marknader med många VC-bolag och

mycket investeringskapital tenderar VC-bolagen att värdera startups högre (Gompers & Lerner, 2000).

Både Lockett et al. (2002) och Manigart et al. (2000) hävdar att en VC-firmas värderingsmetod påverkas av investerarens och VC-bolagets bakgrund och omgivning. Att värderingarna av entreprenörer och startups skiljer sig åt i Europa respektive i USA skulle också kunna förklaras med att olika värderingsmetoder används (Manigart et al., 2000). Till följd av att den amerikanska VC-marknaden är mer utvecklad än den europeiska är värderingsmetoderna som nyttjas där mer anpassade för värdering av just startups (Manigart et al., 2000). Författarna menar att unga VC-marknader generellt sett är mer finansorienterade och i större utsträckning nyttjar traditionella värderingsmetoder, vilka huvudsakligen grundar sig i finansiell företagsdata. Manigart et al. (2000) hävdar att dessa förhållanden med stor sannolikhet beror på att VC-investerarna på mindre marknader ofta har en finansiell bakgrund. Bryman, Cederberg, Ekström och Björnsson (2003) visar att detta gäller specifikt för den svenska marknaden där VC-investerare ofta har en finansiella bakgrund, medan amerikanska investerare i större utsträckning har entreprenöriella erfarenheter.

Dittmann, Maug och Kemper (2002) finner i en undersökning av vilka värderingsmetoder som tyska VC-bolag använder att nuvärdesberäkningar av kassaflöden är den i särklass mest frekvent använda metoden, trots att finansiell data ofta saknas för unga bolag. Författarna framhåller också att liknande studier gjorda på andra europeiska VC-marknader har nått samma resultat. Bland amerikanska VC-bolag påvisar däremot Gompers, Gornall, Kaplan och Strebulaev (2016) att de värderingsmetoder som är vanligast är multipelvärderingar. Få amerikanska VC-bolag utgår från nuvärdesberäkningar av kassaflöden vid värdering av startups, och vissa amerikanska VC-bolag inte utgår från någon finansiell data alls (Gompers et al., 2016). Amerikanska studier angående värdering av startups konstaterar dessutom att många av de traditionellt nyttjade metoderna, såsom beräkningar och estimeringar av framtida kassaflöden, ger direkt felaktiga eller orealistiska resultat (Damodaran, 2009). Jämfört med mindre utvecklade VC-marknader lägger amerikanska VC-firmor dessutom större vikt vid att bedöma nyckelpersonerna bakom startup-bolaget vid värdering av potentiella investeringsobjekt (Lockett et al., 2002).

2.5 VC-investerarens roll för kompetensökning

Baum och Silverman (2004) menar att startups ofta saknar rutiner gällande styrning och ledning av företaget. Inom dessa områden kan VC-investerare ofta bidra med kompetens. Sørensen (2007) menar vidare att VC-firmor specifikt kan vara behjälpliga i arbetet med att ta fram en strategisk plan för företaget, samt hjälpa till med marknadsföring och rekrytering av nya medarbetare. Vidare menar Berglund (2011) att amerikanska VC-investerare i allmänhet besitter mer teknisk kompetens än sina svenska motsvarigheter, vilket leder till att de också har större tekniskt kunnigt nätverk. Berglund (2011) hävdar även att det finns en skillnad i VC-investerarnas syn på sin egen roll, där de amerikanska VC-investerarna i första hand fungerar som en partner för startup-bolagen medan de svenska i första hand agerar som finansörer. Vidare visar författaren att det i Kalifornien var av större vikt att ha en bra relation mellan VC-bolag och startup, någonting som visade sig inte vara av lika stor vikt i Sverige. Denna relation leder också till att de amerikanska VC-bolagen träffar sina startups mer frekvent (Berglund, 2011).

Enligt Bottazzi, Da Rin och Hellmann (2007) har investerarens involvering i investeringsobjektets verksamhet en avgörande betydelse för startup-bolagens prestation. Författarna poängterar att investerarens kunskap om den bransch som investeringsobjektet verkar i korrelerar med hur framgångsrikt startup-bolaget blir. Författarna konstaterar med andra ord att VC-investerarens branschspecifika kompetens, och applicering av denna i investeringsobjektets verksamhet, har en stor betydelse för startup-bolaget och dess prestation efter investering.

2.6 VC-investerarens roll vid etablering på nya marknader

VC-bolag har ofta en personlig relation med potentiella köpare av produkten, tack vare sina industrinätverk (Zacharakis & Shepherd, 2001). Enligt Mäkelä och Maula (2005) kan värde skapas då internationellt venture capital tas in, genom att fungera som en legitimering av produkten eller tjänsten, vilket underlättar intåget på den nya marknaden. Från tidigare forskning har man även sett att VC-bolag spelar en viktig roll i att göra startup-bolag förtroga på deras nya, utländska marknader (Mäkelä & Maula, 2005). Vidare förklarar författarna att VC-firmor hjälper entreprenörerna med ett flertal olika aktiviteter, såsom att förmedla kontakt med både kunder och partners, samt bidra med kunskap vid eventuella legala utmaningar. VC-bolagen fyller således en viktig funktion vid en internationell expansion, då de kan sätta entreprenörer i kontakt med potentiella kunder, leverantörer, banker och partners (Meglio, Mocciaro Li Destri, & Capasso, 2016).

VC-investerare kan således hjälpa startup-bolag att nå ut till nya marknader. Mäkelä och Maula (2005) påvisar dock att investeraren många gånger pressar entreprenörer till att etablera sig på marknaden i det land VC-bolaget bedriver sin verksamhet i, även om marknadsförutsättningarna på just denna marknad inte är optimala för startup-bolaget. Författarna beskriver att internationellt VC vid sådana tillfällen påverkar det finansierade startup-bolaget negativt, till följd av de kostnader som uppkommer i samband med internationella investeringar som då inte kan motiveras med mer gynnsamma marknadsförutsättningar (Mäkelä & Maula, 2005).

Vidare bekräftar Buchner, Espenlaub, Khurshed och Mohamed (2018) att internationella investeringar oftare underpresterar i jämförelse med motsvarande investeringar som sker lokalt. Författarna påvisar att startup-bolags internräntor, vid finansiering från VC-bolag som inte är situerade på samma marknad som startup-bolaget, genomsnittligen uppgår till mellan 12-28 procent lägre än om VC-bolaget funnits på den inhemska marknaden. Vidare förklarar Buchner et al. (2018) att bakomliggande faktorer till den sämre prestationen vid internationella investeringar delvis kan förklaras genom det längre geografiska avståndet, institutionella skillnader samt kulturella skilljaktigheter. Författarna beskriver därtill att skillnader i risktagande mellan olika länder med stor sannolikhet inte är en bakomliggande faktor till förhållandet mellan internationella och lokala investeringar.

Ur VC-företagens perspektiv finns dock fortsatt incitament för att genomföra internationella investeringar, däribland bidragandet till diversifiering av portföljbolagen (Buchner et al., 2018). Författarna menar att denna faktor kan vara motiverande nog, ur ett VC-perspektiv, för att fortsätta genomföra internationella investeringar även om företagen ej kan förvänta sig mer lönsamma investeringar.

2.7 VC-investerarens roll för att säkra framtida finansiering

Milosevic, Le Pendeven och Fendt (2018) beskriver att investerarens bakgrund och erfarenheter har stor betydelse för investeringsobjektens möjlighet att erhålla framtida finansiering. Författarna menar att sannolikheten för att ett investeringsobjekt får finansiering i framtida rundor ökar om tidigare investerare har erfarenheter från den bransch där startup-bolaget är verksamt. Vidare beskrivs det även att VC-bolagets rykte och fondstorlek har signifikant påverkan på om dess portföljbolag kan förväntas erhålla ytterligare kapitaltillskott i framtida finansieringsrundor (Milosevic et al., 2018; Gompers & Lerner, 1999). På ett likvärdigt vis påvisar Zarutskie (2010) att tydligast påverkan på ett startups möjligheter att erhålla framtida finansiering från andra VC-bolag är tidigare investerarens erfarenheter av att själva driva startups samt genomföra investeringar i unga tillväxtbolag.

Milosevic et al. (2018) konstaterar vidare att startup-bolag med finansiärer som själva har varit entreprenörer eller har ingenjörsbakgrund i stor utsträckning får framtida finansiering. Författarna argumenterar för att sannolikheten för framtida finansiering jämförelsevis minskar betydligt då investeraren enbart har erfarenheter från bankväsendet eller liknande finansiell bakgrund men saknar entreprenöriell erfarenhet och teknisk bakgrund. Milosevic et al. (2018) hävdar att VC-bolag med anställda som endast har erfarenheter inom finans istället sänder negativa signaler till potentiella framtida investerare, eftersom portföljbolagen till sådana VC-bolag generellt håller lägre kvalitet. Författarna menar vidare att den negativa påverkan för möjlighet till framtida finansiering kan uppkomma som en effekt av de finansorienterade VC-bolagens oförmåga att erbjuda värdeadderande aktiviteter som kräver avancerad tekniskt förståelse eller entreprenöriell erfarenhet.

2.8 VC-investeringar för hållbar utveckling

Venture capital har en nyckelroll i att leda utvecklingen mot hållbara startups (Bocken, 2015). Som verktyg för att inte endast fokusera på ekonomisk avkastning presenterar författaren resultatmättet *Triple Bottom Line*, som förutom vinst också mäter startup-bolagets ekologiska och sociala hållbarhet. Att en social och ekologiskt hållbar affärsmodell i sig inte räcker tydliggörs dock, då hållbara startups måste konkurrera ut etablerade företag även finansiellt med en stark affärsmodell (Bocken, 2015). Bugg-Levine och Emerson (2011) hävdar att konceptet hållbara investeringar fick fäste under finanskrisen 2008, och argumenterar vidare för att samhället idag ser effekterna av miljöpåverkan och sociala problem, såsom fattigdom. I kombination med en aktiv hållbarhetsdiskussion på sociala medier blir hållbarhet idag vitalt för ett bolags framväxt (Bugg-Levine & Emerson, 2011). Brist på kunskap hos VC-aktörer och en alltför kortsiktig investeringshorisont är enligt Bocken (2015) två av anledningarna till att hållbara investeringar inte fungerar. Den huvudsakliga förändringen som krävs för mer hållbara venture capital-investeringar är att startups tidigt behöver fokusera på ekologisk och social hållbarhet, även om detta är på bekostnad av ekonomisk prestation (Bocken, 2015).

2.9 Sammanfattning av den teoretiska referensramen

I detta kapitel har branschdata, teorier och centrala begrepp kring ämnet venture capital redovisats. Till en början redogjordes det för att den amerikanska marknaden är större än den svenska både i absoluta och relativa termer (OECD, 2017). Absoluta termer innebär att mer kapital finns på den amerikanska VC-marknaden, samtidigt som relativa termer innebär att VC-marknaden är större i förhållande till BNP. OECD (2017) visar också att den genomsnittliga VC-investeringen är större i USA än vad den är i Sverige. Vidare påstår Copenhagen Economics (2018) att nordiska VC-bolag underpresterar i jämförelse med de amerikanska konkurrenterna. Både OECD (2017) och Tillväxtanalys (2018) slår fast att det på de båda VC-marknaderna investeras i liknande branscher.

Nightingale et al. (2009) beskriver konceptet med tunna marknader, vilka uppstår till följd av att det varken finns tillräckligt stort utbud eller stor efterfrågan på venture capital. Denna brist ger upphov till en marknad som inte fungerar optimalt. Som en följd av en tunn marknad uppstår problem med matchningen mellan entreprenör och investerare, där entreprenören upplever problem med att hitta rätt investerare, och investerare har svårt att hitta lämpliga startups att investera i. Isaksson (2010) spekulerar i att liknande problematik förekommer på den svenska VC-marknaden och att den därför kan anses vara tunn.

Cumming och Dai (2010) hävdar att det hos VC-bolag traditionellt har funnits en stark tendens att investera i startups belägna i geografisk närhet, samt att informationsasymmetrier ofta uppstår vid VC-investeringar. Denna informationsasymmetri kan enligt Wright och Robbie (1998) betraktas utifrån agentteori och kopplas till *principal agent*-problemet, där VC-investeraren i rollen som principal ger bort kontrollen över det investerade kapitalet till entreprenören. I en sådan relation finns enligt författarna en fara för en moralisk risk då entreprenören i rollen av agent kan agera i eget intresse med investerarens pengar, vilket inte alltid överensstämmer med investerarens avsikt vid finansieringstillfället. Kaplan och Strömberg (2001) hävdar att investeraren vidtar flera åtgärder för att minimera de risker det innebär att vara principal vid en VC-investering. En sådan försiktighetsåtgärd, är enligt författarna, att investeraren ofta aktivt deltar i startup-bolagets verksamhet efter investeringen för att på så sätt ha kontroll över hur pengarna används. Såväl Kaplan och Strömberg (2001) som Cumming och Dai (2010) säger att dessa försiktighetsåtgärder underlättas om investeringsobjektet och investeraren befinner sig geografiskt nära varandra. Ett mindre geografiskt avstånd mellan investerare och entreprenör leder enligt Lutz et al. (2013) till att relationen mellan parterna lättare kan upprätthållas till följd av att transaktionskostnaderna begränsas. Författarna hävdar även att sannolikheten för att en investering blir av minskar med ett ökat geografiskt avstånd. En annan faktor som förenklar investeringar över stora geografiska avstånd är uppkomsten av ny teknik vilken underlättar långväga kommunikation (Abdou & Varela, 2014). Herrmann et al. (2016) säger att begreppet närhet även kan diskuteras utifrån en relationell aspekt, där en god relation mellan investeringsobjekt och investerare kan överbrygga avsaknad av geografisk närhet.

Amerikanska investerare har i högre grad en teknisk eller entreprenöriell bakgrund medan svenska ofta har en finansiell sådan (Berglund, 2011). Denna bakgrund bidrar, enligt författaren, till att amerikanska VC-investerare besitter både en högre teknisk kompetens och har ett större tekniskt nätverk. Svenska och amerikanska VC-aktörer har dessutom olika syn på vilken roll de har, då amerikanska investerare i högre grad fungerar som partners medan de svenska mer är renodlade finansiärer (Berglund, 2011). Milosevic et al. (2018) hävdar också att investerarens bakgrund och

erfarenheter spelar stor roll för startup-bolagets möjlighet att få framtida investeringar. Författarna konstaterar att startups som har en investerare med entreprenörs- eller ingenjörsbakgrund har större sannolikhet att erhålla framtida finansiering jämfört med startups vars investerare har finansiell bakgrund.

En företagsvärdering som både entreprenören och investeraren anser vara korrekt är enligt Miloud et al. (2012) viktigt, då detta genom investeringen förenar de båda parternas ambitioner och mål. Författarna betonar också att en rättvis värdering kan minska risken för konflikter mellan entreprenörer och investerare. Gompers och Lerner (2000) menar att konkurrenssituationen på en marknad påverkar värderingen. En marknad med många VC-aktörer och mycket kapital tenderar enligt författarna att värdera startups högre. Lockett et al. (2002) påstår att internationella startups som erhåller VC i USA får en högre värdering där än på sin hemmamarknad.

Hållbar utveckling tar allt större plats i samhällsdebatten. Bugg-Levine och Emerson (2011) trycker på att samhället idag påverkas av effekterna av miljöförstöring och sociala problem. Bocken (2015) konstaterar att kunskapsbrist hos VC-aktörer samt ett alltför kortsiktigt perspektiv är bidragande faktorer till att hållbara investeringar inte fungerar. Enligt författaren fyller investerare en viktig roll för att få fram hållbara startups. Bocken (2015) påpekar vidare att den förändring som krävs för att få mer hållbara VC-investeringar är att startups i ett tidigare skede behöver fokusera på hållbarhet, trots att det till en början kan vara negativt för företagets ekonomi.

3. Metod

Med utgångspunkt i att studiens syfte till största del riktar in sig på kartläggning av motiv och upplevelser valdes en kvalitativ metodansats. För att besvara frågeställning tre genomfördes dock även en kvantitativ delstudie av branschtillhörighet och grundarnas akademisk bakgrund. Den kvalitativa studien baserades på data från semistrukturerade intervjuer med svenska entreprenörer som sökt eller fått venture capital i Sverige eller i USA, medan den kvantitativa huvudsakligen utgick från allmänt tillgänglig data. Startup-bolagen för intervjustudien identifierades framförallt genom sökningar i databaser. Samtliga intervjuer spelades in och transkriberades, varpå intervjudata bearbetades genom att mönster och frekvent förekommande teman identifierades. Dessa klassificerades utifrån ett antal kodord och kategorier i en strukturerad nivåkodning. För att validera den kvalitativa studien genomfördes därefter en enkätundersökning vars fråga baserades på de teman som framkom under intervjustudien.

3.1 Forskningsansats

Blomkvist och Hallin (2015) konstaterar att forskningsstrategier översiktligt kan delas upp i kvalitativa och kvantitativa strategier. Enligt Campbell, McNamara och Gilroy (2004) utgår kvantitativa metoder från objektiv mätbarhet av entydiga variabler och tillämpas när kvantifierbara resultat eftersöks. Kvalitativa metoder riktar däremot enligt författarna in sig på tolkning av mindre strukturerad data och strategin kräver att forskaren subjektivt tolkar data. (Campbell et al., 2004).

Vilken forskningsstrategi som är lämplig beror på studien som genomförs. Creswell (2014) menar att en kvalitativ forskningsansats lämpar sig bra för studier där syftet är att förklara eller förstå ett fenomen där frågeställningarna bäst besvaras med ostrukturerad data och där entydiga mätbara variabler saknas. Mot bakgrund av detta lämpar sig en kvalitativ forskningsansats för att besvara tre av studiens frågeställningar. En metod som enligt Hedin (2011) klassas som kvalitativ i dess flesta former är intervjustudier där det är just respondentens subjektiva upplevelser och tankar som framkommer. Utifrån studiens utformning är en kvalitativ intervjustudie lämplig för frågeställningarna ett, två och fyra, då det i dessa är den subjektiva upplevelsen som ska kartläggas. Resultatet från denna intervjustudie kommer även valideras med en enkätstudie, vilket är lämpligt för att undvika de felkällor en kvalitativ studie kan föra med sig (Hedin, 2011). Vidare tillkommer en kvantitativ undersökning av frågeställning tre, som behandlar startup-bolagets branschtillhörighet och grundarnas akademiska bakgrund och besvaras med hjälp av mätbara variabler.

Huvudsakligen finns det tre typer av intervjustudier: *strukturerade*, *semistrukturerade* och *ostrukturerade* (Patel & Davidson, 2011). I denna studies kvalitativa del är det respondenternas uppfattning och tankar som ska identifieras och då lämpar sig en intervjumetodik utan svarsalternativ eller försök till ledning från intervjuaren. Därför tillämpades semistrukturerade intervjuer. I sådana intervjuer tilläts enligt Patel och Davidson (2011) tillägg av relevanta följdfrågor som inte på förhand är specificerade i intervjumallen. Vidare styr respondentens svar ordningsföljden på frågorna och intervjuens riktning. Enligt författarna ger det respondenten möjlighet att utan påverkan redogöra för sina tankar och eventuella associationer. På så vis erhålls data som belyser respondentens syn på den aktuella frågan fränkopplat från intervjuarens hypoteser och antaganden kring potentiella svar (Patel & Davidson, 2011). Till skillnad från helt ostrukturerade intervjuer baseras semistrukturerade intervjuer på en intervjumall med frågor eller

ämnena som ska beröras (Patel & Davidson, 2011), vilket är lämpligt i denna studie för att få en effektiv datainsamling som berör de ämnena som är relevanta för att besvara studiens frågeställningar.

3.2 Metodologiskt angreppssätt

Det finns olika sätt att angripa syftet på, och ofta används begreppen *induktiv*, *deduktiv* och *abduktiv* (Fejes & Thornberg, 2015). Ett deduktivt angreppssätt utgår enligt författarna från befintliga teorier och regler utifrån vilka hypoteser formuleras. Hypoteserna testas eller undersöks sedan genom att studera verkligheten. Ett induktivt angreppssätt utgår istället från en mängd enskilda fall, från vilka generella slutsatser dras (Fejes & Thornberg, 2015). Dessa angreppssätt kan enligt författarna kombineras och komplettera varandra och då benämns metodiken som abduktiv.

Studiens har tydliga inslag av induktiva element. Generella slutsatser om entreprenörers motiv och skillnader mellan marknaderna dras utifrån en mängd fall, i denna studie i form av intervjuer. I studien tillämpas dock också en deduktiv ansats. Redan i samband med syftesformuleringen genomfördes litteraturstudier för att etablera en generell förståelse för ämnesområdet. Den tillförskaffade kunskapen användes senare för att generera antaganden, vilka delar av syftet utgår ifrån. Utifrån teoriunderlag antas premissen att venture capital traditionellt är en lokal företeelse. Entreprenören bör då ha särskilda motiv för att söka finansiering på annat håll än den lokala marknaden, vilket kan ses som en hypotes som frågeställning ett ämne testa genom deduktion. Vidare används teoriunderlaget för att formulera intervjufrågor underbyggda av hypoteser om vilka motiv som skulle kunna ligga till grund för att söka VC i USA. Med dessa aspekter i åtanke, det vill säga att studien har såväl induktiva som deduktiva inslag, kan studien lämpligen kategoriseras som abduktiv.

Ett inslag som stärkte klassificeringen som abduktiv var att en kompletterande enkätstudie genomfördes. Genom att utgå från flera fall togs en teoretisk referensram kring vilka motiv entreprenörer har för att söka VC i USA fram induktivt. Utifrån de motiv som framkom i intervjuerna, ställdes hypotesen att dessa motiv delas av svenska entreprenörer i allmänhet. Denna hypotes testades därefter deduktivt genom enkätstudien. Genom att utföra en enkätstudie för att bekräfta de resultat som framkom i intervjustudien genomfördes också metodtriangulering (Hedin, 2011). Triangulering innebär enligt Hedin (2011) att flera metoder kombineras för att stärka studiens trovärdighet. Vidare förklaras att triangulering är vanligt i just kvalitativa studier för att undvika felkällor orsakade av forskarens subjektiva tolkning av insamlad och ostrukturerad data (Hedin, 2011).

Studiens övergripande upplägg stämmer överens med McMillans (2012) definition av *grounded theory*. Författaren beskriver grounded theory som en kvalitativ forskningsansats där teori tas fram med empirisk data som utgångspunkt. Ansatsen grundar sig ofta på intervjustudier där forskaren i en iterativ process samlar och analyserar intervjudata för att öka förståelsen för ämnesområden (McMillan, 2012). Därefter nyttjas insamlad data vid fortsatt datainsamling och analys. Vidare förklarar Denscombe (2014) att forskaren kan börja samla in data genom till exempel semistrukturerade intervjuer utan att på förhand veta exakt vad som eftersöks, då ett öppet sinne hos forskaren initialt eftersträvas. Genom ett iterativt samspel mellan datainsamling och kodning

eftersträvas, enligt författaren, etablerande av följdfrågor som är relaterade till redan insamlad och kodad intervjudata.

3.3 Urval

Till följd av studiens utformning var det nödvändigt att göra ett urval av litteratur samt företag till respektive delstudie. Lämplig litteratur valdes som underlag för att skriva bakgrunden och den teoretiska referensramen. Vidare krävdes separat urval av företag till intervjustudien, enkätstudien samt den kvantitativa delstudien.

3.3.1 Urval av litteratur

För att sammanställa den teoretiska referensramen samt formulera bakgrunden, behövde befintlig teori studeras. Då vetenskapliga artiklar var av störst intresse gjordes sökningar i Scopus, en databas som samlar just vetenskaplig, kvalitetsgranskad litteratur. Ett stort antal sökningar gjordes inom vardera ämnesområde. Exempelvis användes sökfrasen “cross-border” AND “venture capital” för att få information om internationaliseringen av VC-industrin. Vidare identifierades och nyttjades sådana artiklar som refererats till i den uppsökta litteraturen. I de fall artiklarnas ålder har gett anledning att ifrågasätta innehållets relevans har artikelinnehållet validerats med hjälp av data från mer aktuella rapporter. De äldre, vetenskapliga artiklar som hänvisats i rapporten refereras dessutom flitigt i aktuell forskning och kan därför anses vara relevanta. Som komplement har även ett antal böcker använts och då har författare samt förlag undersökts för att säkerställa att de håller god kvalitet. Urval av ämnesområden och tillhörande litteraturinsamling utfördes iterativt i takt med att intervjustudien genomfördes. Således valdes litteratur utifrån de teman som successivt framkom genom de områden som respondenterna berörde.

3.3.2 Urval av företag till intervjustudie

För att besvara de frågeställningar som berör skillnader mellan de två VC-marknaderna, motiv för att söka VC i USA och krav från VC-bolagen intervjuades två grupper av entreprenörer. Dels intervjuades entreprenörer i startups som tagit in eller aktivt sökt amerikanskt venture capital (grupp U), och dels intervjuades entreprenörer i startups som tagit in svenskt VC, men inte amerikanskt (grupp S).

Ett flertal databaser med information om svenska bolag, och investeringar som gjorts i dessa, nyttjades för att identifiera lämpliga företag till studien och få en bild av populationen av företag inom de två grupperna. De databaser som användes var *Crunchbase*, *Nordic 9* och *Nordic Tech List*. Sökningar gjordes efter bolag som fått eller aktivt söker venture capital-finansiering och ännu inte har gjort exit. Crunchbase är den mest heltäckande av databaserna, och sökningar som gjordes på företag i denna gav 1 073 träffar på företag som fått VC i Sverige, och 147 träffar som fått i USA. Siffrorna från Crunchbase ger en indikativ men inte fullständig bild av storleksordningen på populationerna aktuella för respektive grupp. Som komplement till databassökningar användes även företagsnätverk, personliga kontakter och rekommendationer för att ytterligare bidra till kartläggningen om populationens storlek.

Till en början prioriterades sökning efter företag till grupp U med målet att hitta samtliga svenska företag som fått VC i USA. För att hitta företag till grupp S gjordes liknande sökningar via databaserna. Då antalet potentiella företag för grupp S var betydligt fler än för grupp U var det

nödvändigt att utföra ett urval, vilket gjordes slumpmässigt. De potentiella företag som identifierades sammanställdes i en intern databas. Totalt sammanställdes 59 företag som var representativa för grupp S, och 67 för grupp U. Ett slumpmässigt urval av företagen i respektive grupp kontaktades. I samband med initial kontakt fick respondenterna information om studiens syfte, och i de flesta fall även ta del av intervjumallens huvudfrågor. Antalet intervjuer för att uppnå *teoretisk mättnad* approximerades på förhand, men det exakta antalet fastställdes genom en kontinuerlig bedömning av nyttan av att utföra ytterligare intervjuer. Enligt Bloor och Wood (2006) används teoretisk mättnad ofta vid fastställande av omfattningen av datainsamling vid intervjubaserade, kvalitativa studier. Intervjuer genomförs alltså tills dess att inga nya konceptuella insikter bedöms kunna dras från att genomföra ytterligare intervjuer.

Intervjuer genomfördes, spelades in och transkriberades successivt, varpå den teoretiska mättnaden kontinuerligt bedömdes. Fler företag kontaktades efter behov till dess att fler intervjuer inte bedömdes tillföra någon ny information. Ett antal företag flyttades dessutom från grupp S till grupp U, då det i intervjun framkom att de aktivt söker VC i USA. Initialt eftersträvades samma antal intervjuer i grupp U och S, men det exakta antalet i respektive grupp bestämdes alltså efter behov för att uppnå teoretisk mättnad. Totalt kontaktades i grupp S 55 företag, varav 15 deltog i studien, medan det i grupp U kontaktades 65 företag av vilka 18 till slut deltog.

3.3.3 Urval av företag till enkätundersökning

Urval av respondenter till enkätundersökningen gjordes initialt på samma sätt som för intervjustudien, då företag som identifierats som potentiella deltagare i intervjustudien kontaktades. Denna urvalsgrupp innefattade 89 företag. Då det var angeläget uppnå ett stort antal svarande utökades urvalet genom att identifiera företag via Crunchbase. Samtliga aktiva svenska företag som enligt databasen erhållit VC-finansiering i antingen Sverige eller USA, men som ännu ej genomfört exit valdes som potentiella deltagare i enkäten. Därefter gjordes ytterligare ett urval och de 634 företag som uppgivit en email-adress kontaktades.

3.3.4 Urval av företag till kvantitativ studie

Frågeställning tre ämnar jämföra företag som har fått amerikanskt VC, med företag som inte har fått det. Därmed gjordes genomgående en strikt uppdelning mellan företag som fått respektive inte fått amerikanskt VC vid besvarande av frågeställning. För att kvantitativt kartlägga och jämföra branschtillhörighet mellan företag som fått VC i Sverige respektive USA, identifierades företag i Crunchbase. Urvalet av företag utgjordes av resultatet från två olika sökningar i databasen. En första sökning utfördes där startup-bolagets samt investerarens huvudkontor valdes till "Sweden" för att identifiera startups som fått VC i Sverige. En andra sökning filtrerades med startup-bolagets huvudkontor satt till "Sweden", medan investerarens huvudkontor istället sattes till "United States". Denna sökning syftade till att identifiera startup-bolag som fått amerikanskt VC. Sökningarna genererade två grupper, en med 1 073 företag som fått svenskt VC, och en med 147 företag som fått amerikanskt VC.

Undersökningen av grundarnas akademiska bakgrund, genomfördes med samma företag som deltog i intervjustudien. Grupperingen av företagen anpassades dock till frågeställning tre, vilken specifikt ämnar jämföra startups som fått VC-finansiering i USA med de som inte fått det. Således genomfördes viss anpassning av tidigare indelning. Av de startups som deltog i intervjustudien hade 13 fått amerikanskt VC medan 20 erhållit svenskt, men inte amerikanskt VC.

3.4 Datainsamling

Insamling av data genomfördes på olika sätt för respektive delstudie. Huvudsaklig datainsamling utgjordes av intervjuer med 33 entreprenörer, och resultatet validerades med data från en enkätundersökning. Kvantitativ data för att besvara frågeställning tre samlades in från databasen Crunchbase samt genom sökningar på internet.

3.4.1 Datainsamling genom intervjustudie

Intervjuer genomfördes med två olika grupper av svenska entreprenörer. Samtliga intervjuer utgick från den intervjumall som återfinns i Bilaga A och genomfördes med en person från företaget som var delaktig under finansieringsprocessen. Intervjumallens huvudfrågor berördes i samtliga intervjuer men var tyngdpunkten låg, ordning på frågorna, samt vilka följdfrågor som ställdes anpassades till den specifika intervjusituationen.

För att få en generell bild av entreprenörens behov och syfte med att söka VC-finansiering ställdes inledningsvis frågor som behandlade anledningar till söka VC över huvud taget. Frågor kopplade till varför entreprenören valde att söka VC hos just det bolag och på just den marknad som respondenten gjort, utformades för att specifikt kartlägga motiv till val av marknad och aktör. Vidare formulerades frågor för att kartlägga investeringsprocessen vilket gjordes för att kunna identifiera skillnader mellan VC-processen på svenska och amerikanska marknaden, utifrån entreprenörens perspektiv. För besvarandet av frågeställning fyra konstruerades därtill intervjufrågor som berörde krav från VC-bolag, med särskilt fokus på hållbarhet. Vidare formulerades intervjufrågor kopplade till vad entreprenören fått ut av aktuell VC-investering i efterhand, med syftet att kartlägga skillnader i faktiskt utkomst av investeringar från amerikanska respektive svenska VC-aktörer. Slutligen formulerades intervjufrågor som explicit uppmanade respondenten att spekulera i vilka motiv de tror svenska entreprenörer i allmänhet har för att söka amerikanskt VC. Frågan utformades för att ge en heltäckande bild av de motiv som entreprenörer har, samt för att se huruvida det finns en enhetlig bild av den amerikanska marknaden och anledningar till att söka finansiering där.

De företag som intervjuades var av varierande storlek och mognadsgrad. De minsta hade inga anställda förutom grundarna, medan de största hade uppemot 300 medarbetare. Omsättningen varierade från 0 kronor till närmare 100 miljoner kronor. Totalt genomfördes mellan den 7 mars och den 17 april 2019 33 intervjuer, varav 18 tillhörde grupp U och 15 grupp S. Intervjuerna hölls på svenska med ett undantag som hölls på engelska, och de tog i genomsnitt 22 minuter och 46 sekunder att genomföra. Den totala intervjutiden uppgick till 11 timmar och 23 minuter och omfattade 79 900 ord transkriberat material, vilket motsvarar 150 sidor. Information gällande den insamlade intervjudatans kvantitet finns sammanfattat i Tabell 2. Intervjuerna genomfördes huvudsakligen via telefon- eller videosamtal, men i enstaka fall utfördes de istället ansikte mot ansikte eller skriftligen. Med få undantag hölls intervjuerna i fasta par om två intervjuledare. Samtliga respondenter anonymiserades genom att de tilldelades ett alias baserat på vilken grupp de tillhörde följt av ett löpnummer. Respondenterna namngavs som U1-U18 och S1-S15 för grupp U respektive grupp S.

Tabell 2: Sammanställning av mängden intervjudata

Tabellen visar en sammanställning över intervjuernas längd (tim:min:sek) i tid och transkriberat antal ord. I tabellen framgår tidsåtgången på den längsta och den kortaste intervjun samt genomsnittslängd och total summerad intervjutid. Dessutom framgår minsta, maximala, totala och genomsnittliga antalet ord för de transkriberade intervjuerna. Notera att total summerad intervjutid uppgår till 11 timmar och 23 minuter, och totala antalet ord till 79 900.

	Intervjulängd				Transkribering			
	Min	Max	Medel	Totalt	Min	Max	Medel	Totalt
Grupp U	13:47	38:29	21:54	06:12:16	1 111	3 710	2 267	40 813
Grupp S	11:54	38:37	23:54	05:10:46	1 205	4 936	2 606	39 087
Totalt			22:46	11:23:02			2 437	79 900

3.4.2 Datainsamling genom enkätundersökning

I denna studie användes en enkät, som finns bifogad i Bilaga C, för att validera och rangordna resultaten från den kvalitativa intervjustudien. Enkäten designades och sammanställdes med hjälp av enkätverktyget *SurveyMonkey*. Den utformades som en enda, enkel flervälsfråga för att motverka den risk med en låg svarsfrekvens som Wisker (2009) hävdar att alltför långa enkäter och öppna frågor kan leda till. I enkäten fick respondenterna rangordna sina uppfattningar om de tre vanligaste motiven till att svenska entreprenörer söker VC-finansiering i USA. Svarsalternativen utgjordes av de nio främsta motiv som framkom i de intervjuer som genomfördes tidigare i studien. Dessutom tillkom ett tionde alternativ för övriga anledningar, vilket gav entreprenörerna möjligheten att skriva in ett eget svar.

Enkäten mailades inledningsvis till 78 av de företag som kontaktats i intervjusyfte, och ytterligare 11 kontaktades via LinkedIn. Därefter gjordes ett massutskick till de företag som identifierades i Crunchbase-sökningen. Totalt sett skickades 723 mail, varav 10 ej kom fram. Den mjukvara som användes för enkäten kunde endast hantera ett begränsat antal svar, varför enkäten stängdes när 106 svar erhållits. Detta var två dagar efter massutskicket.

3.4.3 Datainsamling till kvantitativ undersökning

För att kvantitativt jämföra branschtillhörighet hos svenska startups som fått finansiering på svenska respektive amerikanska VC-marknaden analyserades data från Crunchbase. Varje företag beskrivs i Crunchbase av en mängd olika kategorier, vilka kan hänföras till övergripande kategorigrupper branscher. Ett företags branschbeskrivning utgörs alltså av en mängd kategorigrupper på Crunchbase, men vidare benämns kategorigrupper istället som nyckelord för att inte förväxlas med ordet kategori. För att jämföra branschtillhörighet hos företag som fått VC på de olika marknaderna sammanställdes andelen företag som beskrivs med respektive kategorigrupp. Sammanställningen genomfördes separat för de 147 svenska startup-bolag som erhållit VC-finansiering i USA, och jämfördes med de 1 073 svenska startups som fått VC från sin hemmamarknad. Datan visualiserades i stapeldiagram med hjälp av Excel.

Kartläggningen av entreprenörerna skedde genom att undersöka den akademiska bakgrunden hos startup-bolagens grundare. Företagens grundare identifierades genom besök på företagens hemsidor och andra webbplatser. Därpå gjordes fortsatta sökningar för att ta reda på vilken, om någon, akademisk bakgrund de hade. Den information som användes för att sammanställa

grundarnas utbildningsbakgrund kom från grundarna själva genom personliga LinkedIn-sidor eller citat i tidningsartiklar. Grundarnas akademiska bakgrund indelades sedermera utifrån de huvudsakliga kategorierna *Tekniska utbildningar*, *Ekonomiska utbildningar* och *Övriga utbildningar*. Vissa entreprenörer hade flera utbildningar och de inordnades då under alla de aktuella utbildningskategorierna. I de fall ingen högre utbildning kunde uttydas kategoriseras entreprenörernas bakgrund som *Oklar*. För att möjliggöra jämförelse mellan grupp U och grupp S sammanställdes respondenternas utbildningsbakgrunder med avseende på utbildningskategori samt vilken grupp respondenten tillhörde.

3.5 Bearbetning av Data

Den data som samlats in under intervjustudien krävde omfattande bearbetning genom kodning och kategorisering av respondentsvaren. Data från enkätundersökningen bearbetades genom viktning och rangordning av svarsalternativen. Det krävdes ingen omfattande bearbetning, utan enbart visualisering, av den kvantitativa data som samlats in för att besvara frågeställning tre.

3.5.1 Bearbetning av intervjudata

Datainsamlingen bestod av 33 intervjuer, vilket resulterade i 79 900 ord transkriberat material. Enligt McMillan (2012) består en grundlig data-analys av tre steg: först organisering och kodning, därefter kategorisering och summering av kodorden, och till sist tolkning av data för att söka mönster. Författaren menar att denna analys påbörjas redan under datainsamlingen, då intervjuledaren ofta kan uppfatta teman och mönster i respondenternas svar i ett tidigt skede. En av de mest markanta skillnaderna mellan kvalitativ och kvantitativ analys är enligt Davies och Hughes (2014) att just datainsamlingen och analysen till viss del sker simultant. Även den teoretiska referensramen vidareutvecklas under denna fas, då intervjuledaren under intervjuerna identifierar koncept som sedan kan användas för att fördjupa diskussionen i senare intervjuer (Davies & Hughes, 2014).

Organiseringsfasen inbegriper att bearbeta intervjumaterialet. McMillan (2012), Wisker (2009) och Davies och Hughes (2014) menar alla att transkriberingarna ska läsas igenom ett flertal gånger för att kodord ska kunna identifieras. Dessa kodord används senare för att kategorisera data. Då studiens samtliga intervjuer transkriberades ordagrant började organiseringsfasen med att rensa intervjudata så att endast väsentlig information återstod. Enligt Davies och Hughes (2014) metod färgkodades därefter texten baserat på det ämne som berördes och projektgruppen gjorde anteckningar om hur texten tolkades. Genom färgkodningen separerades de olika frågeställningarna, vilka sedan analyserades var för sig. De olika delarna tilldelades därefter kodord baserade på respondenternas svar och de ämnesområden som berördes. Under denna fas markerades också relevanta citat, vilka senare användes i rapporten för att understödja och påvisa studiens slutsatser.

När allt intervjumaterial var organiserat kunde nästa fas påbörjas - kategorisering och summering av kodorden. En kategori är enligt McMillan (2012) bredare än ett kodord och omfattar flera sådana. Författaren menar också att vissa kodord passar in i flera kategorier. Kategorierna valdes av projektgruppen då de ansågs vara lämpliga samlingsbegrepp för kodorden och dess innebörd.

3.5.2 Bearbetning av enkätdata

Viss bearbetning var nödvändig av den data som erhöles via enkätsvar. Under enkätstudien mottogs sex ofullständiga eller felaktigt ifyllda enkäter vilka togs bort från datamängden. De 100 kvarvarande enkätsvaren sammanställdes genom viktning i enlighet med respondenternas rangordning av de tre främsta motiven. Det svar som ansågs vara viktigast tilldelades tre poäng, det som ansågs vara näst viktigast gavs två poäng och det tredje alternativet gavs ett poäng. Dessutom sammanställdes antalet totala förekomster i topp tre, utan viktning. Om respondenterna valde det på förhand angivna svarsalternativet *Annat* fanns en möjlighet att skriva ett eget svar. Även dessa förslag togs i beaktning när enkäten sammanställdes.

3.6 Metodkritik och hantering av felkällor

Det föreligger risker vid genomförandet av intervjuer, vilket är studiens huvudsakliga metod. Den som intervjuas kan missförstå frågan, minnas fel eller inte vara tillräckligt insatt i ämnet för att ge korrekta svar. Vidare har individer olika förmågor att formulera sig, men i den mån det varit möjligt har förtydliganden gjorts vid uppenbara missuppfattningar. Det finns även risker med att den intervjuade vilseleds genom att det ställs ledande frågor. För att minimera risken för att ledande frågor ställs har en noggrant genomtänkt intervjumall använts som grund för alla intervjuer.

Respondenterna fick på förhand information om studiens syfte, och de som så önskade fick även ta del av huvudfrågorna från intervjumallen. En potentiell risk med att på förhand förklara studiens syfte är dock att svaren kan bli mindre spontana, vilket kan leda till att intressanta detaljer filtreras bort. Risken med förlorad spontanitet hanterades genom att endast huvudfrågorna delgavs, vilket innebar att respondenterna inte var förberedda på de följdfrågor som ställdes. Samtliga intervjuer spelades därtill in för att kunna transkriberas, och således återgavs intervjusvaren på ett så exakt sätt som möjligt. Denna inspelning tog även bort behovet av att anteckna under intervjun vilket underlättade ett aktivt lyssnande och ökade möjligheten att ställa relevanta följdfrågor.

Intervjuerna, samt kodningen av svaren, delades upp inom projektgruppen. Denna arbetsdelning kan dock ha medfört viss inkonsekvens vid utförandet av respektive moment. För att säkerställa att utförande av intervjuer, såväl som kodning av intervjusvaren, genomfördes på ett konsekvent sätt utvecklades på förhand ett gemensamt ramverk. Genom att huvudsakligen behålla samma intervjuar etablerades en god standard inom respektive par för hur intervjuerna hölls vilket minskade variationen i utförandet, samtidigt som ett allt bättre samspel ledde till att intervjusvaren blev mer utförliga. Vidare tog intervjuaren också del av andra inspelade intervjuer för att inom hela projektgruppen standardisera och etablera ett gemensamt förhållningssätt. Slutligen korskontrollerades kodningen av flera gruppmedlemmar för att säkerställa en konsekvent tolkning. Vid kvalitativa intervjustudier finns dock oundvikliga risker kopplat till både databortfall och feltolkningar, samt att nyansskillnader i respondenternas svar skildras bristfälligt vid transkriberingar och kodning av intervjuerna.

Urvalet av företag till intervjuerna skulle potentiellt kunna ge en felaktig representation av populationen. Det är inte givet att de entreprenörer som ställde upp på intervju utgör en representativ delmängd av alla entreprenörer. Denna risk är dock svår att eliminera, men har beaktats vid analys och tolkning av resultaten. Genom metodtriangulering med kvalitativa intervjuer och validering med hjälp av en kvantitativ enkätstudie ökas trovärdigheten och

generaliserbarheten ytterligare. Dessutom angreps den inledande frågeställningen från flera olika perspektiv då uppfattning om motiv till att söka VC i USA från båda grupperna jämfördes med egna motiv från grupp U. Denna jämförelse av olika synvinklar utmynnade i huvudsak i samma motivkategorier, något som ytterligare stärker studiens trovärdighet.

Vidare problem kopplade till företagsurvalet är det faktum att respondenterna befunnit sig i olika mognadsfaser. Samtliga intervjuer behandlar entreprenörens upplevelse vid VC-finansiering, men inte nödvändigtvis erfarenheter från likvärdiga finansieringsrundor. Risker med att upplevda skillnader mellan VC-marknaderna kan vara en följd av vilken finansieringsrunda som berörts, snarare än av en faktisk skillnad mellan marknaderna förekommer således. Det finns dock ingen avsevärd skillnad mellan hur mogna företagen i grupp U respektive grupp S är, varför felkällor kopplat till denna problematiken är små.

Även enkätundersökningen kan potentiellt ge upphov till problem. Först och främst fanns ingen möjlighet att säkerställa att rätt personer svarar på de enkäter som skickats till entreprenörerna eller deras startup-bolag. Det finns även en risk att respondenter misstolkar frågan, men denna fara minimeras av det faktum att svarsalternativen är givna och respondenten endast rangordnar dem i fråga om hur viktiga de kan anses vara. Dessutom måste det tas i beaktning att en tredje part, SurveyMonkey, användes för hanteringen av enkäten. Enligt deras sekretesspolicy finns det dock inga tvivel om att den ställda frågan, svaren och de e-postadresser som användes inte kommer att nyttjas av dem på något för oss icke önskvärt sätt.

4. Empiri

I empirin presenteras resultat från samtliga delstudier som genomförts. De motiv till att söka VC i USA som framkom i intervjustudien inordnades under kategorierna *Positioneringsmotiv*, *Monetära motiv*, *Kompetensrelaterade motiv* samt *Övriga motiv*. De av entreprenörerna upplevda skillnaderna mellan den amerikanska och svenska VC-marknad som framkom i intervjustudien indelades i kategorierna *Marknadsdynamik*, *Kultur*, *Monetär kraft* samt *Aktörer på VC-marknaden*. I enkäten framkom att *Mer pengar*, *Högre värdering* och *Vill nå den amerikanska konsumentmarknaden* var de viktigaste motiven, och resultatet överensstämmer i stor utsträckning med intervjustudien. Det framkommer ingen betydande skillnad i branschtillhörighet mellan de svenska startups som fått VC i USA jämfört med de som fått VC i Sverige men inte USA. Viss skillnad kan dock utläsas i entreprenörernas akademiska bakgrund, där grundarna till startups som erhållit amerikanskt VC i större utsträckning har någon form av teknisk utbildning. Slutligen kan respondentsvaren angående krav från VC-bolag vid investering kategoriseras enligt *Hållbarhetskrav*, *Inga hållbarhetskrav*, *Krav på styrelseplats*, *Rapporteringskrav* samt *Krav på bolagsflytt*.

4.1. Motiv för svenska entreprenörer till att söka VC i USA

För att besvara den första frågeställningen har kodad intervjudata delats in i fyra kategorier som ämnar representera olika grupper av motiv. Inledningsvis redovisas de egna motiv entreprenörer som har fått eller aktivt sökt VC i USA angav till att söka på den marknaden. Därefter presenteras samtliga respondenternas allmänna uppfattningar om varför de tror att entreprenörer söker VC på den amerikanska marknaden. Slutligen presenteras resultatet av den enkätundersökning som genomfördes i syfte att validera de allmänna motiven. Vanliga motiv som framkom för att söka finansiering i USA är att de monetära förutsättningarna är mer gynnsamma där, att det finns större tillgång på relevant kompetens samt bättre möjlighet att genom VC-investerare positionera sig för bland annat marknadsfördelar och framtida finansiering.

4.1.1 Kategorier

Motiven som framkommit till att söka VC i USA har utifrån kodorden indelats i fyra kategorier. Dessa kategorier är gemensamma för de motiv som respondenter angivit som egna till att söka finansiering i USA, och för de motiv som företagare i allmänhet har. Därav redovisas kategorierna inledningsvis ingående, varpå resultaten av intervjusvaren presenteras.

- **Positioneringsmotiv**, där motiven till att söka VC i USA sammanfattat grundar sig i att förbättra den företagsmässiga positioneringen gentemot bland annat kunder, framtida finansiärer och branschspecifika aktörer
- **Monetära motiv**, i vilken bakomliggande motiv inkluderar att det överlag finns mer pengar på den amerikanska marknaden och större möjligheter till att få en högre bolagsvärdering där. Dessutom ingår motiv relaterade till att det anses finnas en högre riskbenägenhet i USA
- **Kompetensrelaterade motiv** innefattar motiv kopplade till att det hos amerikanska VC-företag finns kunskap eller nätverk som entreprenörerna via en investering vill komma åt
- **Övriga motiv** samlar de motiv som inte har kunnat hänföras till någon av de tre ovanstående kategorierna men som ändå ansågs vara centrala för vissa respondenter

4.1.1.1 Positioneringsmotiv

Kategorin *Positioneringsmotiv* inkluderar kodord där faktorer för att förbättra företagets marknadsmässiga positionering framkom som motiv till att söka finansiering i USA. Kategorin inkluderar kodorden *Branschkunskap*, *Framtida finansieringsrundor*, *Nå konsumentmarknaden*, *Nätverk* och *Status*.

I kodordet *Branschkunskap* samlas respondenters motiv till att söka VC i USA grundas i att det där finns VC-firmor som är mer specialiserade och nischade inom specifika områden, och att finansiering från dessa skulle leda till att startup-företaget får tillgång till den kunskapen. Kodordet *Framtida finansieringsrundor* innefattar motiv kopplade till att positionera sig i USA för att det leder till förbättrade investeringsmöjligheter från amerikanska VC-företag i framtiden. I kodordet *Nå konsumentmarknaden* sammanfattas motiv från entreprenörer som relaterar till att nå den amerikanska marknaden. En VC-investerare i USA har i dessa fall ansetts fördelaktig genom att underlätta positionering och inträde på marknaden. Motiv som grundar sig i att en investering från en amerikansk VC-aktör skulle bidra med tillgång till ett bredare och bättre kontaktnät, har sammanfattats i kodordet *Nätverk*. Kodordet *Status* kopplas till motiv där entreprenören upplever att amerikanska aktörer är förknippade med högre status, och att finansiering därifrån således ger en kvalitetsstämpel till startup-bolaget, vilket kan förbättra företagets positionering.

4.1.1.2 Monetära motiv

Kategorin *Monetära motiv* inkluderar svar från de respondenter som uppgav att monetära element låg till grund för motiv till att söka VC i USA istället för att stanna i Sverige. Här innefattas motiv där storleken på kapitaltillskottet, bolagsvärderingarna eller möjligheten till att erhålla finansiering ansetts mer attraktiva i USA. De inkluderade kodorden är *Kapital*, *Värdering* samt *Riskbenägenhet*.

Kodordet *Kapital* samlar de respondentsvar som nämner att det finns mer pengar och således bättre möjligheter att anskaffa kapital på den amerikanska VC-marknaden. Det innefattar även att det finns möjligheter att, vid varje enskild finansieringsrunda, ta in mer kapital på den amerikanska marknaden i förhållande till på den svenska. *Värdering* används då respondenten har framhållit högre företagsvärderingar som en anledning till att söka VC i USA, vilka leder till att en färre ägarandelar i relation till kapitaltillskottet behöver avyttras. Slutligen har även kodordet *Riskbenägenhet* inkluderats i kategorin. Kodordet nyttjas då entreprenören angett att VC i USA är mer benägen att över huvud taget investera pengar i högriskprojekt, vilket anses eftersträvänsvärt hos entreprenörerna.

4.1.1.3 Kompetensrelaterade motiv

Kategorin *Kompetensrelaterade motiv* innehåller svar i vilka entreprenörer uppgav att en anledning att söka sig till den amerikanska VC-marknaden är att få bättre hjälp med verksamheten i exempelvis branschspecifikt avseende. Motiven utgörs av uppfattningen att VC-aktörerna i USA i större utsträckning än de svenska kan tillföra kompetens, samt besitter större och mer kompetenta nätverk. Kategorin består av kodorden *Kompetens*, *Branschkunskap* och *Nätverk*.

Kodordet *Kompetens* syftar till uppfattningen att amerikanska VC-bolag har större kompetens inom företagande och verksamhetsutveckling och att möjligheten att dra nytta av VC-aktörens kunnande är en anledning till att söka amerikanskt VC. *Branschkunskap* syftar istället på motiv

kopplade till att det anses finnas mer kompetens inom specifika nischer på den amerikanska marknaden, antingen hos VC-bolaget eller i deras kontaktnät. *Nätverk* syftar på att amerikanska VC-bolag anses ha större och bättre nätverk som kan bidra med kompetens och allmän hjälp, vilka entreprenörer vill komma åt genom att söka amerikanskt VC.

4.1.1.4 Övriga motiv

Kategorin *Övriga motiv* inkluderar motiv som inte har kunnat inordnas i någon av de andra kategorierna, men som ändå anses avgörande för att entreprenörer söker sig till USA för VC-finansiering. Motiv som inkluderas i denna kategori behandlar den svenska marknadens otillräcklighet, samt att det finns personliga aspekter som utgör motiv till att söka finansiering i USA. Vidare innefattas motiv relaterade till att amerikanska VC-bolags investeringsbeslut överlag upplevs gå snabbare än svenska aktörers. Kodord som förekommer i *Övriga motiv* är *Personliga motiv*, *Investeringsbeslut* och *Tunn marknad*.

Personliga motiv har använts då det är personliga drivkrafter hos entreprenören som gör att de söker VC i USA, exempelvis då entreprenören vill till USA för att de är ute efter en viss livsstil eller upplever att det ger personlig status. *Investeringsbeslut* har använts som kodord när motivet till att söka VC i USA angetts vara att VC-företagen där tar snabbare investeringsbeslut. Kodordet *Tunn marknad* används då entreprenörer gav uttryck för att den svenska VC-marknaden är otillräcklig med avseende exempelvis på storlek eller tillgång på relevanta aktörer.

4.1.2 Egna motiv till att söka VC i USA

Som en del i att besvara frågeställning ett har svar sammanställts från respondenterna i grupp U, vilka aktivt sökt eller erhållit finansiering från amerikanska VC-företag. Genom att hantera denna grupp separat möjliggörs resultatpresentation av egna motiv som entreprenörer har för att söka VC i USA. I enlighet med den iterativa process som beskrivits för att sammanställa kodord, samt kategoriseringen av dessa, har huvuddragen *Positioneringsmotiv*, *Monetära motiv* och *Kompetensrelaterade motiv* kunnat urskiljas ur intervjudata från denna grupp av startups. Tabell 3 innehåller alltså endast de egna motiv som angetts för att söka VC på den amerikanska marknaden.

Tabell 3: Egna motiv till att söka VC i USA

Tabellen redogör för entreprenörers egna motiv till att söka VC i USA. Antalet förekomster av respektive kodord, det vill säga antal respondenter som berört aktuellt ämnesområde, presenteras i parentes efter kodordet. Siffrorna inom parentes efter kategorierna utgör summan av förekomsten av de kodord som ingår i kategorin.

Exempelcitrat	Kodord	Kategori
<i>Det gör att vår investerare fattar liksom vad man pratar om [...] det finns inte en kotte som är intresserade av det vi gör i Sverige.</i>	Branschkunskap (7)	Positioneringsmotiv (34)
<i>Så man kan väl säga att det är en liten språngbräda som vi har förberett för att kunna genomföra nästa runda på lite enklare sätt.</i>	Framtida finansieringsrundor (4)	
<i>Sedan är en fördel med att ta in amerikanskt VC att kunna komma nära den amerikanska marknaden, som ändå är väldigt stor.</i>	Nå konsumentmarknaden (8)	
<i>Så det är inte så smart för oss att lyfta en svensk runda när vi ska vara i USA, för då kan vi inte använda vårt nätverk av investerare för att få kontakt med rätt människor och sådär.</i>	Nätverk (9)	
<i>En anledning till att komma hit [till USA] är att man får en validering av att det här är en internationellt, väldigt bra rykte, och att visa att det är internationellt konkurrenskraftigt.</i>	Status (6)	
<i>Det finns mer pengar i USA.</i>	Kapital (6)	Monetära motiv (12)
<i>Högre värderingar i USA, så vi blev mindre utspädda.</i>	Värdering (4)	
<i>Men varför gå dit är ju för att det finns en annan typ av riskbenägenhet.</i>	Riskbenägenhet (2)	
<i>Det är både ur aspekten komma med input i produkten och hur vi bygger bolaget.</i>	Kompetens (6)	Kompetensrelaterade motiv (22)
<i>Vi behöver tech-kompetens och vi vill ha smarta pengar.</i>	Branschkunskap (7)	
<i>Hur man säljer in till vår bransch och prioriterar och så vidare, så behöver vi nätverket där.</i>	Nätverk (9)	

4.1.3 Allmänna motiv till att söka VC i USA

I detta avsnitt presenteras motiv som entreprenörer i allmänhet tror förekommer för att söka VC-finansiering i USA. Sammanställningen innehåller data från båda intervjugrupperna och det innefattar motiv som entreprenörer tror finns, men som inte var huvudsakliga motiv vid just deras kapitalanskaffning. I Tabell 4 framgår att de allmänna motiven kan hänföras till kategorierna *Positioneringsmotiv*, *Monetära motiv* samt *Kompetensrelaterade motiv*, vilka samtliga uppkom vid tidigare kategorisering. Vidare finns ett antal ytterligare kodord som har placerats i kategorin *Övriga motiv*.

Tabell 4: Allmänna motiv till att söka VC i USA

Tabellen presenterar en sammanställning av uppfattade motiv till att entreprenörer i allmänhet söker VC i USA. Antalet förekomster av respektive kodord, det vill säga antalet respondenter som berört aktuellt ämnesområde, presenteras i parentes efter kodordet. Siffran inom parentes efter kategorierna utgör summan av förekomsten av de kodord som ingår i kategorin.

Exempelcitrat	Kodord	Kategori
I USA har du VC-firmor som specialiserar sig till och med på vår bransch, det är liksom deras nisch. Det kommer ju inte att existera i Sverige på ett bra jävla tag.	Branschkunskap (4)	Positioneringsmotiv (24)
Då tänker jag primärt på att kontaktnätet till andra investerare är bättre i USA.	Framtida finansieringsrundor (2)	
Om man ska verka på den amerikanska marknaden, det är väl det största motivet.	Nå konsumentmarknaden (12)	
Det är just att komma in i ett community som är väldigt spetsigt och långt framme, vilket det är i USA.	Nätverk (6)	
Man ska också veta att genomsnittsinvesteringen i startups i USA är ju tio gånger högre än genomsnittsinvesteringen i Sverige	Kapital (4)	Monetära motiv (9)
En annan sak är att värderingen är annorlunda. Du kan ofta få en högre värdering i USA	Värdering (5)	
Alltså det finns nog olika [...] men det finns mycket kunskaper i USA.	Kompetens (3)	Kompetensrelaterade motiv (13)
Så där såg vi då en klar fördel med deras branschkunskap inom vår bransch i USA.	Branschkunskap (4)	
Jag menar vill du in på den amerikanska marknaden så är det enklare för dig om du har amerikanska pengar för då får du nätverk	Nätverk (6)	
Man ska ju inte underskatta det här mer känslomässiga skälet att, ja men alla startups som tittar på TV ser på Silicon Valley och liksom känner att "Fan vad det hade varit nice att hänga i Palo Alto ett halvår och hyra ett hus och sitta och koda och röka på och ha partys".	Personliga motiv (5)	Övriga motiv (9)
Sedan tror jag också att det man kanske är intresserad av också är att det kan vara ett mycket snabbare investeringsbeslut i USA än vad man får i Europa.	Investeringsbeslut (2)	
På tre dagar gick jag förbi 20, eller 25 VC-bolag, på samma gata i San Francisco [...] Man söker VC där det finns, och det finns inte i Sverige.	Tunn marknad (2)	

4.1.4 Allmänna motiv till att söka VC i USA enligt enkätundersökning

De motiv som framkom i intervjustudien lade grund för en enkätundersökning. Denna undersöknings syfte var tudelat - dels ämnade den validera resultaten från intervjustudien och dels avsåg den rangordna de motiv entreprenörerna angivit. För att möjliggöra kvantitativa slutsatser skickades enkäten till fler företag än de som intervjuades, och den bestod till slut av 100 respondenter. Enkäten var formulerad som en enda flervalsfråga där de svarande ombads rangordna de tre viktigaste motiven svenska entreprenörer har för att söka VC-finansiering i USA. Svartalternativen bestod av de nio motiv som förekom mest frekvent i intervjustudien, samt *Annat*.

Det fanns utrymme för respondenten att bidra med egna förslag om det sistnämnda alternativet hade valts. En sammanställning av den enkätdata som återfinns i Bilaga C kan utläsas i Tabell 5.

Tabell 5: Enkätundersökning

Denna tabell visar en sammanställning av de enkätsvar som återfinns i sin helhet i Bilaga C. Motiven presenteras i den ordning de rangeras om de viktas i enlighet med svarsordningen. Till höger utläses vilken andel av entreprenörerna som hade med motivet i sin topp tre.

Möjlig anledning till att söka VC i USA	Total poäng	Viktad %	Rang	Andel röster i topp 3	Rang
	1 plats = 3p				
	2 plats = 2p				
	3 plats = 1p				
Mer pengar	154	25,7%	1	71%	1
Högre värderingar	135	22,5%	2	63%	2
Vill nå den amerikanska konsumentmarknaden	110	18,3%	3	50%	3
Utvidga sitt nätverk inför nästa finansieringsrunda	62	10,3%	4	34%	4
Kompetens - få hjälp med verksamheten	53	8,8%	5	34%	4
Status	28	4,7%	6	15%	6
Vinnarmentalitet/Kultur	21	3,5%	7	13%	7
Snabb och enkel process	15	2,5%	8	8%	8
Befintliga kontakter (egna eller via svensk finansiär)	8	1,3%	9	6%	9
Annat	14	2,3%		6%	
	600p	100%			

Tabellen visar att de tre viktigaste motiven ansågs vara *Mer pengar*, *Högre värderingar* och *Vill nå den amerikanska konsumentmarknaden*. Minst hälften av respondenterna valde de motiven, och en betydande marginal återfinns mellan de tre främsta och övriga alternativ. *Mer pengar* ansågs vara det viktigaste motivet, både i fråga om antal omnämningar och då svaren viktats baserat på om respondenten angav det som det allra viktigaste motivet eller längre ner på listan. Även resterande åtta motiv rangeras i samma ordning oavsett vilken metod som används under analysen, vilket tyder på att resultatet är stabilt. Värt att notera är också att *Kompetens - få hjälp med verksamheten* ofta angavs som ett av de tre viktigaste motiven, men det valdes sällan som det allra viktigaste. Bland de respondenter som valde *Annat*, och kommenterade detta val, fanns ingen samstämmighet. Förslag som framkom var exempelvis en annan attityd till risk, att amerikanska investerare är mer erfarna eller att det finns fler aktörer, vilket ökar chansen för att någon ska förstå och uppskatta entreprenörens idé.

De mest frekventa kodorden från intervjuerna är alltså även de som flest enkätrespondenter angav som de viktigaste motiven till att söka VC-finansiering i USA. Enkätundersökningen validerar således resultaten från intervjustudien.

4.1.5 Egna motiv till att söka VC i Sverige men inte i USA

Entreprenörer som inte har sökt sig till den amerikanska VC-marknaden utan valt att stanna i Sverige uppger olika orsaker till varför det gjort det valet. Vanligt förekommande är att entreprenören uppger att den svenska VC-marknaden är tillräckligt bra, varför det inte anses nödvändigt att söka sig till USA. Till exempel beskriver en entreprenör att den hittat finansieringen den efterfrågat i Sverige, vilket belyses genom följande citat:

“*Man ska inte gå över sjön för vatten liksom.*”
(Respondent S8, personlig kommunikation, 2019)

En annan orsak som uppgetts till att entreprenören specifikt valt att stanna på den svenska marknaden är att de redan har ett befintligt kontaktnät av svenska investerare. Orsaker som uppgavs av enstaka entreprenörer, var bland annat att den specifika kompetens som eftersöktes endast fanns hos ett svenskt VC-bolag, att entreprenören ville befinna sig geografiskt nära investeraren samt kulturella skillnader hos investerare. Det sistnämnda exemplifieras av citatet:

“*De var långsiktiga och lät oss växa ifred, och så var de baserade i Sverige där det är lite lugnare.*”
(Respondent S12, personlig kommunikation, 2019)

4.2 Upplevda skillnader mellan de svenska och amerikanska VC-marknaderna

För att kunna besvara den andra frågeställningen, har de upplevda skillnader mellan den svenska och den amerikanska VC-marknaden som framkommit i intervjuerna kodats och sorterats i fyra kategorier. Dessa kategorier ämnar ge en övergripande bild av de skillnader som upplevs av respondenterna och är underbyggda av mer specifika kodord. Eftersom frågeställning två ämnar analysera de allmänna skillnader som entreprenörerna upplever mellan den svenska och den amerikanska marknaden har samtliga respondenter slagits samman till en grupp. De vanligaste skillnader som entreprenörerna tog upp var att den amerikanska VC-marknaden är mer välutvecklad, har mer kompetenta investerare och mer tillgängligt kapital.

Totalt urskiljdes 23 kodord som relaterades till skillnader mellan de två marknaderna. Utifrån kodorden har sedan fyra övergripande kategorier framtagits. Om inget annat anges är skillnaden uttryckt från den svenska entreprenörens perspektiv. Till exempel ska kodordet *Mer pengar* alltså utläsas som mer pengar i USA om inget annat specificeras.

- **Marknadsdynamik** innefattar skillnader mellan hur VC-marknaderna i USA och Sverige fungerar i stort
- **Kultur** inkluderar de kodord som handlar om kulturella skillnader
- **Monetär kraft** sammanfattar de kodord som är kopplade till monetära skillnader mellan marknaderna
- **Aktörer på VC-marknaden** inkluderar de kodord som kan härledas till skillnader som upplevs mellan aktörerna på VC-marknaden, alltså VC-bolagen och dess investerare

Dessa kategorier ämnar samla ett flertal kodord under en gemensam nämnare. De fyra kategorierna innefattar olika många kodord. *Marknadsdynamik* samlar tio kodord, *Kultur* omfattar åtta, *Monetär kraft* samlar tre kodord och *Aktörer på VC-marknaden* fem stycken.

Tabell 6: Skillnader mellan den amerikanska och den svenska VC-marknaden

Tabellen presenterar upplevda skillnader mellan den svenska och amerikanska VC-marknaden. Kodord som förekommer lågfrekvent har klassificerats som Övrigt och återfinns i Bilaga B. Antalet förekomster av respektive kodord, det vill säga antalet respondenter som berört aktuellt ämnesområde, presenteras i parentes efter kodordet. Siffran inom parentes efter kategorierna utgör summan av förekomsten av de kodord som ingår i kategorin.

Exempelcitat	Kodord	Kategori
<i>I USA är det så mycket mer av allting, det är så mycket mer pengar, fler fonder, högre konkurrens, konkurrens på bolagen ska sägas också.</i>	Tjock marknad (9)	Marknadsdynamik (42)
<i>Många andra entreprenörer har väl känslan av att i USA är det en mer standardiserad process, man har mycket bättre koll.</i>	Mer professionella (7)	
<i>Någon som plötsligt vill investera en miljon dollar i ditt bolag som bestämmer sig nästa dag. Det inträffar liksom aldrig i Sverige.</i>	Snabbare beslut (6)	
<i>En annan typ av mognad i marknaden, de har ju haft generationer med entreprenörer som foundat entreprenörer, som foundat entreprenörer.</i>	Mer mogen marknad (6)	
<i>Ska man starta ett startup i Sverige med svenskt kapital, så är det svårt att få kapital när man egentligen bara har en PowerPoint-presentation...</i>	Lägre tröskel (4)	
	Övriga (10)	
<i>Man är mer risktagande i USA och speciellt på amerikanska västkusten.</i>	Högre riskbenägenhet (9)	Kultur (38)
<i>Amerikanare har en lite annan bolagskultur. Mer hierarkiskt. En hårdare kultur [...]. Mer hårda ordutbyten än vad det skulle vara med en svensk investerare.</i>	Hårdare kultur (7)	
<i>Tar du in ett amerikanskt bolag så får du mer professionell bedömning och en helt annan nivå på delaktighet och liknande enligt mig. De är helt enkelt mer professionella.</i>	Mer professionella (7)	
<i>Bilden jag har fått är att amerikanska VC ofta är kortare i processen. Det är inte lika mycket fundering utan det är in or out.</i>	Snabbare beslut (6)	
<i>Det är ju en annan mentalitet där borta, mycket mer "go big or go home". Om man är ute efter världsdominans så är det typ dit man går.</i>	Vinnarmentalitet (5)	
	Övriga (4)	
<i>Om du reser en miljon kronor i Sverige, då ska du be om en miljon dollar i USA [...] det finns ju mer pengar där borta.</i>	Mer pengar (15)	Monetär kraft (38)
<i>Det är ganska belagt att det är högre värderingar och lättare att få mer kapital, det skiljer ju en nolla bara där.</i>	Högre värderingar (14)	
<i>De kanske tar lite mer risk och är lite mer frikostiga med sina pengar. Ofta har de ju mer pengar att spendera, så de kanske kan göra lite större bets när de gör det.</i>	Högre riskbenägenhet (9)	
<i>Amerikanerna är förbannat duktiga också, generellt sett. De är bättre än europeerna skulle jag säga, de är bra på att snacka, men de är också ordentligt pålästa.</i>	Mer kompetenta (7)	Aktörer på VC-marknaden (16)
<i>Det finns helt andra nisch-spelare där, och jag tycker att de också är riktigt bra på att dra saker till sin absoluta spets.</i>	Mer nischade (5)	
	Övriga (4)	

I Tabell 6 presenteras resultatet för vilka skillnader som enligt svenska entreprenörer finns mellan den svenska och den amerikanska VC-marknaden. De tre kategorier som berördes i flest intervjuer var *Marknadsdynamik*, *Kultur*, *Monetär kraft*, medan *Aktörer på VC-marknaden* inte behandlades lika ofta. De två mest frekvent använda kodorden, *Mer pengar* och *Högre värderingar*, återfinns inom samma kategori och att dessa omtalades i betydligt fler intervjuer än resterande kodord (15 respektive 14 gånger jämfört med färre än tio förekomster för resterande 21 kodord)

4.2.1 Marknadsdynamik

Kategorin *Marknadsdynamik* berör skillnader mellan de två VC-marknadernas funktioner. Denna kategori samlar de svar som handlar om skillnader i hur marknaderna fungerar. Exempel på de kodord som faller inom denna kategori är *Tjock marknad*, *Mer professionella*, *Snabbare beslut*, *Mer mogen marknad* och *Lägre tröskel*.

Respondenter som nämner att det på den svenska marknaden inte finns tillräckligt många aktörer eller att det i USA finns betydligt fler har kodats som *Tjock marknad*. Ett antal entreprenörer säger att det i USA finns möjlighet att pitcha sin idé för betydligt fler företag tack vare att marknaden där är så mycket större. I Sverige finns, enligt dem, inte alls samma möjlighet att komma i kontakt med lika många möjliga investerare. Ytterligare ett kodord inom denna kategori är *Mer professionella*, vilket samlar de svar som benämner att finansieringen i USA ofta sker via en standardiserad process där kontakterna och kommunikationen sker enligt ett tydligt mönster. Därtill anses investerarna ofta vara väldigt kunniga och professionella. *Snabbare beslut* omfattar de svar som nämner att entreprenören ofta får snabbare besked från den amerikanska marknaden. Ett flertal entreprenörer nämnde att svenska VC-bolag kan fundera länge, medan de i USA tenderar att bestämma sig direkt och även snabbt slutföra affären så att pengarna kommer entreprenören tillhanda. Vissa respondenter har beskrivit den amerikanska VC-marknaden som mer mogen, vilket har kodats som *Mer mogen marknad*. Slutligen beskriver kodordet *Lägre tröskel* de svar som nämner att VC-processen är enklare i USA än i Sverige, samt de som säger att det i USA är möjligt att få investering på en idé, medan svenska VC-bolag ofta kräver en färdig, säljbar produkt innan de investerar i startup-bolaget.

4.2.2 Kultur

Kategorin *Kultur* inkluderar de svar där de intervjuade nämnde att kulturella aspekter är en skillnad mellan VC-marknaderna i Sverige och USA. De mest relevanta kodorden som inordnats i denna kategori är *Mer professionella*, *Högre riskbenägenhet*, *Hårdare kultur*, *Vinnarmentalitet* samt *Snabbare beslut*.

Mer professionella syftar på att somliga respondenter upplever att investeraren och andra aktörer på den amerikanska VC-marknaden anses agera mer professionellt. Exempelvis kan det innebära ett professionellt bemötande, men även att den amerikanska marknaden upplevs som mer professionell i sin helhet. *Högre riskbenägenhet* syftar på att respondenter upplever en risktagande kultur i USA där VC-aktörerna tar högre risker, exempelvis genom att de i högre grad investerar i idéer och inte alltid i färdiga produkter. Kodordet *Hårdare kultur* syftar till att det på den amerikanska marknaden upplevs vara en tuffare attityd mellan startups och VC-bolagen. Kodordet kan exempelvis innefatta en större upplevd hierarki, tuffare bolagsstyrning samt ett hårdare klimat i USA. *Vinnarmentalitet* syftar att täcka in den kulturella mentalitet som finns kopplat till att lyckas i USA, då många entreprenörer har upplevt att det i USA finns en mer utpräglad "allt eller inget"-

attityd. Det sista kodordet, *Snabbare beslut*, relaterar till de svar som nämner att amerikaner är snabbare på att fatta beslut än vad svenskar uppfattas vara.

4.2.3 Monetär kraft

En återkommande skillnad är den monetära kraften på den svenska respektive den amerikanska VC-marknaden. De huvudsakliga kodord som framkommit är *Mer pengar*, *Högre värdering* och *Högre Riskbenägenhet*. Kodordet *Mer pengar* sammanfattar svar från respondenter som vittnar om mer pengar i absoluta termer, vilket alltså möjliggör kapitalrundor där startup-bolaget totalt sett får in mer pengar. Vidare syftar *Högre värdering*, till skillnad från *Mer pengar*, inte på pengar i absoluta termer utan på vilket värde investerarna sätter på bolaget. Det tredje kodordet som ingår i denna kategori är *Högre riskbenägenhet*. Kodordet sammanställer svar som behandlar att amerikanska VC-investerare kan investera större summor och i mer riskfyllda projekt. Förutom förklaringen att de har mer pengar upplevs också en högre riskbenägenhet som nödvändigtvis inte är kopplad till att mer disponibelt kapital finns hos investeraren. Kodordet *Högre riskbenägenhet* sorteras därför även in under kategorin *Kultur*.

4.2.4 Aktörer på VC-marknaden

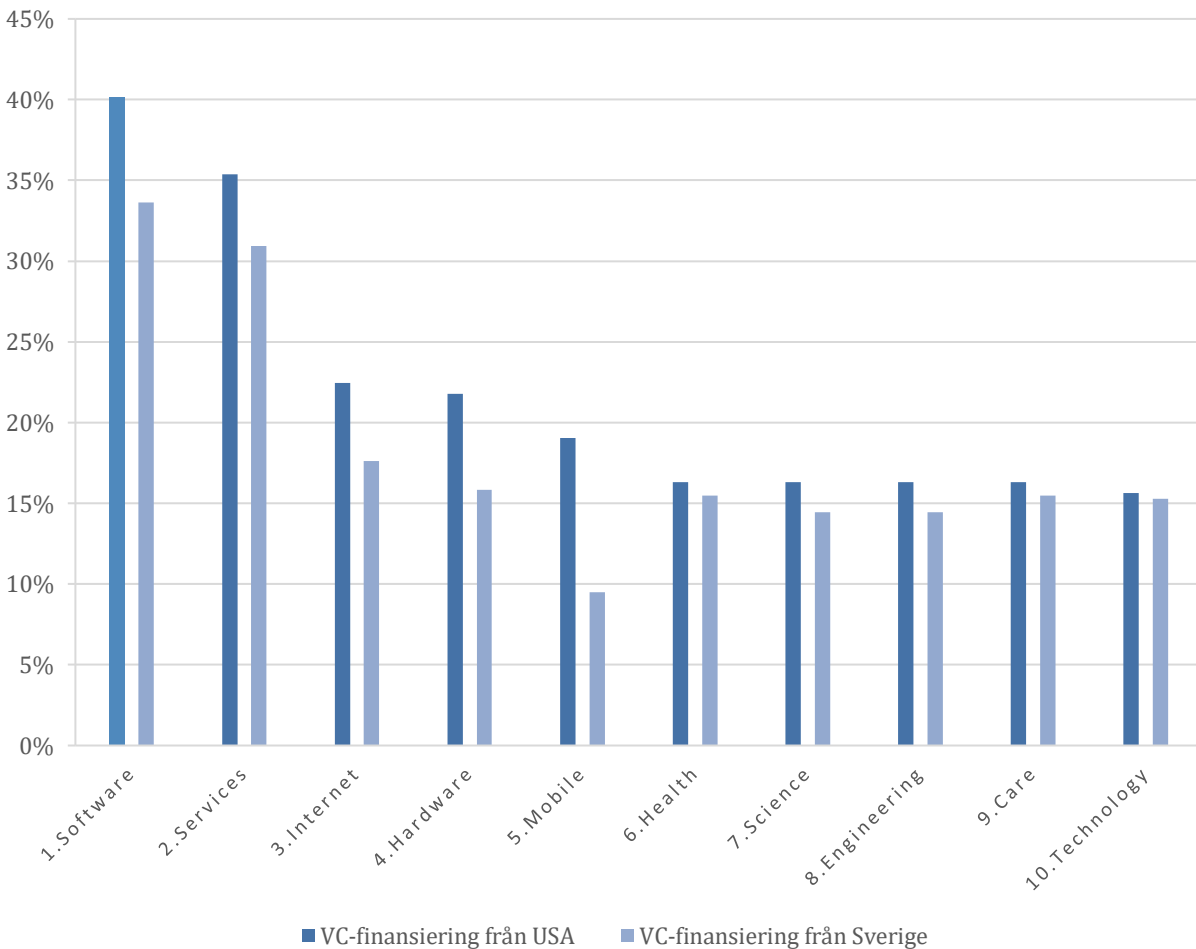
Den kategori som benämns *Aktörer på VC-marknaden* inbegriper kodord som berör skillnader mellan aktörerna på de olika marknaderna. Med aktörer avses dels VC-bolagen, och dels de investerare som arbetar för dem. De mest frekventa kodorden inom denna kategori är *Mer kompetenta* och *Mer nischade*. *Mer kompetenta* syftar på att respondenterna anser att de amerikanska VC-bolagen kan bidra med mer kompetens i den dagliga verksamheten och att de kan hjälpa entreprenören med både tekniskt och ekonomiskt kunnande. *Mer nischade* rör det faktum att entreprenörerna anser att det på den amerikanska VC-marknaden finns mer specialiserade VC-bolag, med kunskap inom specifika branscher. Denna kunskap gör dels att de har en bättre förståelse för entreprenörens idé och därmed är mer benägna att investera i företaget, och dels att de kan hjälpa sådana företag när en investering väl har gjorts.

4.3 Startup-företagens karaktäristik

För att besvara den tredje frågeställningen gjordes en kvantitativ undersökning av branschtillhörighet och grundarnas akademiska bakgrund hos de företag som fått VC i USA samt de som fått VC i Sverige. Indelningen av företag skiljer sig alltså från den i tidigare avsnitt. Undersökningen av branschtillhörighet grundades i data om samtliga företag som fått VC på respektive marknad men ännu inte gjort en exit. Vidare kartlades akademisk bakgrund hos grundarna av de bolag som deltog i intervjustudien. Det framkommer ingen skillnad i branschtillhörighet mellan startups som fått amerikanskt VC och de som fått svenskt men inte amerikanskt. Det visar sig dock att grundarna till de startups som fått amerikanskt VC i större utsträckning har teknisk utbildning.

4.3.1 Branschtillhörighet

För att översiktligt urskilja vilka branscher som får VC på den amerikanska respektive den svenska VC-marknaden presenteras de, enligt Crunchbase, tio vanligast förekommande nyckelorden. En mängd nyckelord beskriver vilken bransch ett finansierat företag tillhör i Figur 3 nedan.



Figur 3: Branschtillhörighet hos VC-finansierade företag på respektive marknad

I figuren presenteras de tio vanligaste förekommande nyckelorden på den amerikanska respektive svenska VC-marknaden, rangordnat efter den amerikanska. *Mobile* förekommer bara bland de 10 vanligaste på den amerikanska VC-marknaden. Diagrammet baseras endast på svenska bolag där 147 st fått VC i USA och 1073 st har fått VC i Sverige. Procentsatserna anger hur stor andel av bolagen som beskrivs med respektive nyckelordet. 9 av 10 vanligast förekommande nyckelorden på amerikanska VC-marknaden förekommer också bland de 10 vanligaste på den svenska. Notera att ett bolag kan beskrivas av flera nyckelord. Baserad på data från Crunchbase insamlad 2019-04-17.

Likheterna är många mellan de företag som erhållit VC-finansiering från Sverige respektive USA. De fyra första nyckelorden, *Software*, *Services*, *Internet* och *Hardware*, är samma på båda marknaderna. På plats 5-10 förekommer *Health*, *Science*, *Engineering*, *Care* och *Technology* i både svenska bolag som fått VC i Sverige och bland de som har fått finansiering i USA. 9 av de 10 vanligast förekommande nyckelorden är alltså samma på de båda VC-marknaderna, och andelarna för respektive nyckelord är likvärdiga.

4.3.2 Akademisk bakgrund hos grundarna

Detta avsnitt behandlar endast de 33 företag som ingick i intervjustudien, till skillnad från föregående avsnitt, som behandlade samtliga svenska startup-bolag som erhållit VC-finansiering i Sverige respektive USA. Grundarnas akademiska bakgrund klassificerades som antingen *Tekniska*, *Ekonomiska* eller *Övriga*. För tre av grundarna kunde inte någon akademisk bakgrund identifieras, vilket benämndes *Oklar* bakgrund. Ett antal grundare hade flera utbildningar, varför det totala antalet utbildningar överstiger antalet grundare.

- **Tekniska utbildningar** avsåg samtliga studier som skett på tekniska högskolor och universitet
- **Ekonomiska utbildningar** inbegriper universitets- och högskolestudier inom ekonomi och finans, samt andra affärsinriktade utbildningar
- **Övriga utbildningar** samlade alla andra utbildningar

Tabell 7: Grundarnas akademiska bakgrund

Sammanställning av den akademiska bakgrunden hos samtliga grundare i de intervjuade startup-bolagen.

Bakgrunden hos grundarna av bolag som fått VC i USA presenteras separat från de som inte har fått amerikanskt VC, för att möjliggöra jämförelse mellan grupperna.

Finansiering från:	Antal företag	Antal grundare	Grundarens akademiska bakgrund			
			Teknisk	Ekonomisk	Övrig	Oklar
Svenska VC-bolag	20	37	18	10	11	3
Amerikanska VC-bolag	13	31	22	5	5	0

De 20 företag som erhållit VC-finansiering i Sverige hade sammantaget 37 grundare, vilket kan utläsas i Tabell 7. Bland dessa hade 18 teknisk utbildning och 10 hade ekonomisk. 3 av dessa entreprenörer hade oklar utbildningsbakgrund medan 11 klassificerades som övriga. Bland övriga utbildningar fanns exempelvis psykologi, beteendevetenskap, apotekare, media, grafisk design och medicin.

Vidare visar Tabell 7 att det i studien ingick 13 startup-bolag som fått VC-finansiering i USA och att de hade totalt 31 grundare. 22 av dessa hade teknisk bakgrund, medan endast 5 entreprenörer hade ekonomisk utbildning. Därtill tillkom 5 grundare med övriga utbildningar. Bland dessa fanns en retoriker, en jurist och en art director. Inga av de grundare som erhållit VC-finansiering i USA hade oklar akademisk bakgrund.

4.4 De krav entreprenörer upplever att VC-bolag ställer vid investering

För att besvara frågeställning fyra tillfrågades entreprenörerna i samtliga intervjuer om de uppfattade några direkta krav från VC-bolagens sida. I de fall respondenten bad om ett förtydligande gavs exempel såsom arbete med hållbar utveckling, jämställdhet eller krav på en styrelseplats. De respondenter som fått VC i Sverige och de som fått eller sökt i USA berörde huvudsakligen samma ämnen. I detta avsnitt hanteras därför respondentgrupperna som en enda enhet, men där särskiljande drag mellan de två grupperna ändå kunde urskiljas har detta redogjorts för. Då det i fråga om hållbarhet visade sig att vissa entreprenörer uppfattade att sådana krav ställdes, medan andra gav uttryck för att det inte gjorde det, finns hållbarhetsrelaterade svar med som två olika kategorier. Svaren som framkom användes sedan för att besvara studiens fjärde

frågeställning, om hur entreprenörerna upplever de krav VC-bolagen ställer. De övergripande kategorier som kunde identifieras var följande:

- **Hållbarhetskrav** innefattar de svar då respondenten diskuterade att VC-bolagen faktiskt hade ställt krav på entreprenörerna gällande hållbarhet
- **Inga hållbarhetskrav** användes då entreprenören uttryckligen sa att inga hållbarhetskrav ställdes på dem från VC-bolagets sida
- **Krav på styrelseplats** samlar de respondenter som uttryckte att VC-bolaget krävde en styrelseplats
- **Rapporteringskrav** behandlar de krav entreprenörerna uppfattade att VC-bolaget ställde på att månatliga rapporter skulle lämnas in eller att finansiella mål skulle uppnås
- **Krav på bolagsflytt** rör de krav som ställts på att startup-bolaget behöver flytta hela, eller delar av, sin verksamhet närmare VC-investeraren

Dessa kategorier, samt exemplifierande citat för respektive företeelse, redogörs för i Tabell 8 nedan.

Tabell 8: Kravbild

Tabellen presenterar en sammanställning av de krav som enligt de intervjuade entreprenörerna ställdes av VC-bolagen vid finansieringstillfället. Antalet förekomster av respektive kategori, det vill säga antalet respondenter som berört aktuellt ämnesområde, presenteras inom parentes.

Exempelcitat	Antal per marknad	Kategori
<i>De flesta VC:s idag har olika nivåer av moraliska, etiska krav på sig att inte investera direkt eller indirekt i vapen, gambling och sådana saker. Då får inte vi indirekt bli ett verktyg heller. Och ett sånt regelverk finns naturligtvis i avtalen.</i>	Sverige (2) USA (2)	Hållbarhetskrav (4)
<i>Det är ingen som har tid med det när du startar ett bolag, utan det enda är att få kunder, skapa kassaflöden, skapa tillväxt, tjäna pengar så fort som möjligt, så får du ta de sakerna sen [...]. Gör du någonting som inte genererar intäkt, då ska du inte göra det.</i>	Sverige (7) USA (8)	Inga Hållbarhetskrav (15)
<i>Det är en best practise när man tar in en A-runda att de vill ha en styrelsepost då.</i>	Sverige (7) USA (4)	Styrelseplats (11)
<i>Det fanns krav på att vi ska rapportera KPI:er till dem en gång i månaden.</i>	Sverige (4) USA (3)	Rapporteringskrav (7)
<i>De är nästan 100%-igt stenhårda på att man måste starta ett Delaware-bolag, se till att all IP och patent ska flyttas till moderbolaget, som ska vara USA-baserat för att de har bättre lärdom och kännedom om de lagar och regler som gäller där. Vissa VC-bolag kanske till och med forcar att man har minst en grundare på plats i USA.</i>	Sverige (0) USA (7)	Flytt av bolag (7)

4.4.1 Eventuella hållbarhetskrav

Som kan utläsas i Tabell 8 ansåg fyra entreprenörer att de VC-bolag de haft kontakt med hade ställt hållbarhetskrav, medan 15 respondenter svarade att inga hållbarhetskrav hade ställts. Dessa två kategorier hanteras härnäst tillsammans som *Eventuella hållbarhetskrav*. Ett flertal entreprenörer nämnde att hållbarhet hade diskuterats och fanns med i beslutsfattandet, men att inga explicita krav hade ställts, vilket exemplifieras av följande citat:

“Jo, de tittar på det, men jag tror inte att det ingick i avtalet. Men absolut, de tittar på det.”
(Respondent S10, personlig kommunikation, 2019, översatt från engelska)

De entreprenörer som ansåg att VC-bolagen hade ställt krav angående hållbarhet upplevde att dessa var tvingande av olika grad. En entreprenör benämnde dem som “riktlinjer”, en annan “policies”, medan en tredje ansåg att det var faktiska “krav” och “ett regelverk” det rörde sig om. Den fjärde entreprenören ansåg att VC-bolaget tittade på startup-bolagets arbete med hållbar utveckling, men att det inte fanns med i kontraktet. Några entreprenörer gav uttryck för att hållbarhetskrav blir allt vanligare, vilket respondent U2 exemplifierar.

“Sedan finns det som du nämnde riktlinjer kring hur vi ska jobba med hållbarhetsmål som det känns som att det blir vanligare och vanligare från investerarnas håll.”
(Respondent U2, personlig kommunikation, 2019)

4.4.2 Krav på styrelseplats

En plats i startup-bolagets styrelse var ett vanligt förekommande krav. Många entreprenörer ansåg att detta krav var en del av VC-bolagens praxis. Respondenter uttryckte att undantag görs för de företag som befinner sig i ett tidigt skede. Dessutom hävdade en entreprenör att företag under senare investeringsrundor kan förhandla bort kravet på styrelseplats, då entreprenören, snarare än VC-bolaget, sitter i förarsätet:

“Nu börjar vi komma upp på en nivå där man kan trycka tillbaka det kravet. Pengar i hatten är inte lika med en styrelseplats, utan styrelseplats ska motiveras med en funktion i styrelsen. Men det är nog mer på senare tid som vi har kunnat föra den diskussionen. I början var det ju enkelt, att lägga jag så här mycket pengar så ska jag vara med i styrelsen.”
(Respondent S15, personlig kommunikation, 2019)

4.4.3 Rapporteringskrav

Bland de respondenter som uppgav att VC-bolagen ställde krav på dem gällande rapportering nämnde många att finansiärerna begärde kontinuerlig uppdatering om företagets utveckling. Detta kunde exempelvis ske genom att finansiell data eller andra rapporter skulle delges. En entreprenör ser på rapporteringskrav som ett sätt att bibehålla företagets värdering, vilket respondent S15 liknar vid att investerarna håller “ett tajt koppel runt halsen”. Andra menade att kraven snarare var av administrativt slag, vilket respondent S9 omtalar:

“Det finns ju rapporteringskrav [...]. De vill gärna få månadsrapporter över hur det går, så de brukar vi ju sammanställa.”
(Respondent S9, personlig kommunikation, 2019)

4.4.4 Krav på bolagsflytt

Ett krav som endast upplevdes av de entreprenörer som sökt eller fått VC på den amerikanska marknaden var att VC-firman krävde att startup-bolaget i någon mån skulle flytta över sin verksamhet till USA. Kravet kan exempelvis ha behandlat att ett lokalt kontor har behövt upprättas nära VC-bolaget under en viss tidsperiod, eller att en grundare alltid skulle finnas på plats i USA. I andra fall krävde VC-bolaget att en amerikansk firma behövde bildas och att hela det svenska startup-bolaget, inklusive operativ verksamhet och eventuell immaterialrätt, skulle flyttas över till det amerikanska. Nedan följer ett citat som exemplifierar denna flytt:

“De kan få bolag att starta eller flytta över sitt ägande dit. När man är i Silicon Valley så förväntas det att någon av grundarna är på plats med lite verksamhet.”

(Respondent U12, personlig kommunikation, 2019)

5. Analys

För att besvara studiens frågeställning sammankopplas och analyseras empirin utifrån teorin som presenteras i den teoretiska referensramen. Empirin nyanseras dessutom genom att citat som belyser olika infallsvinklar presenteras. Vid analys av frågeställning ett framkommer att de egna motiv som entreprenörer uppgett som bakomliggande orsak till att själva söka VC i USA, stämmer överens med den allmänna uppfattningen av motiv, samt de motiv som framkommer i enkätundersökningen. Vidare kan motiven i allmänhet härledas till teoretiskt belagda skillnader mellan VC-marknaderna. Analysen av frågeställning två utmynnar i uppfattningen att de skillnader som entreprenörer upplever mellan den svenska och amerikanska VC-marknaden överlag stämmer överens med de skillnader som beskrivs i den teoretiska referensramen. Kopplat till frågeställning tre konstateras att startups inom informations och kommunikationsteknik är dominerande bland de som får VC på båda marknaderna. Vidare kopplas den i högre grad ekonomiska utbildningsbakgrunden hos grundare till startups som fått VC i Sverige men inte USA till det faktum att svenska VC-investerare oftare har ekonomisk bakgrund. Vid analys av frågeställning fyra konstateras att det sällan ställs hårda hållbarhetskrav på startup-bolagen vid investering, även om litteraturen i den teoretiska referensramen säger att VC-bolag bör ställa sådana krav. De krav som ställs på styrelseplats och att startup-bolaget måste flytta sin verksamhet kopplas samman med teori om försiktighetsåtgärder och vikten av geografisk närhet mellan investerare och startup.

5.1 Analys av motiv till att söka VC i USA

Vid sammanställning och presentation av empiri har en tydlig särskillnad gjorts mellan de egna motiv som entreprenörer haft för att faktiskt söka VC i USA, och de allmänna motiv som respondenter tror att andra entreprenörer har för att söka amerikanskt VC. Ett fåtal motiv uppgavs endast som allmänna, och har alltså inte i något fall angetts som egna motiv av för att söka VC i USA. Det tycks exempelvis på spekulativ nivå finnas en uppfattning att entreprenörer lockas till USA i allmänhet, och Kalifornien i synnerhet, till följd av områdets entreprenöriella anseende, vilket aldrig uppgavs som ett eget motiv bland dem som sökt amerikanskt VC.

I empirin framgår dock, trots vissa små skillnader, att den generella uppfattningen om potentiella motiv stämmer väl överens med de motiv entreprenörer själva uppgett att de har för att söka amerikanskt VC. Samma tre huvudsakliga kategorier, *Positioneringsmotiv*, *Monetära motiv* samt *Kompetensrelaterade motiv*, dominerade både bland de egna och de allmänna motiven. Signifikansen stärktes även genom att förekomsten av dessa motiv validerades av enkätundersökningen. I resterande delar av rapporten behandlas således motiven utifrån dessa tre framträdande kategorier, och ingen åtskillnad görs i fortsättningen mellan egna och allmänna motiv.

5.1.1 Positioneringsmotiv

Den övergripande kategorin *Positioneringsmotiv* samlar motiv som ger uttryck för att entreprenören valt att söka VC i USA för att förbättra bolagets marknadsmässiga position och förutsättningar för framtida utveckling. Det vanligaste positioneringsrelaterade motivet entreprenörer har angett som ett skäl till att söka VC i USA är att nå den amerikanska kundmarknaden. Uppfattningen som framkommit är att VC-investering från en amerikansk aktör

underlättar positionering för etablerandet på den amerikanska marknaden, vilket belyses av ett citat från respondent U4 på frågan om motiv till att söka VC i USA:

“Kunder är en anledning [...] det är mycket lättare att etablera sig på en marknad om man har någon typ av lokal anknytning.”
(Respondent U4, personlig kommunikation, 2019)

Uppfattningen påvisar den för entreprenören praktiska relevansen av forskning som hävdar att VC-investeringar från en aktör på den marknad som startup-bolaget vill etablera sig på är fördelaktiga (Mäkelä & Maula, 2005; Zacharakis & Shepherd, 2001; Meglino et al., 2016). Generellt tycks dessutom de entreprenörer som vill nå den amerikanska marknaden vara säkra på att förutsättningarna för deras produkt är gynnsamma där. Respondent U3 konstaterar exempelvis att:

“USA är vår största marknad by far.”
(Respondent U3, personlig kommunikation, 2019).

Utöver att nå kundmarknaden har respondenterna även uppgett att motiv till att söka VC i USA är att de vill bli en del av VC-aktörens nätverk. Dessa motiv har i allmänhet uttryckts ospecifikt av respondenterna, men är i samtliga fall kopplade till att genom investerarens kontaktnät i något avseende förbättra företagets position. Respondent U10 konstaterar exempelvis följande om amerikanska investerare:

“De har ett bättre nätverk än många europeiska investerare.”
(Respondent U10, personlig kommunikation, 2019).

Vidare ger kategorin *Positioneringsmotiv* uttryck för motiv som specifikt grundar sig i förbättrade möjligheter att genomföra framtida finansieringsrundor i USA, vilket exemplifieras av följande citat:

“Den dagen kommer när vi ska söka riktigt stora pengar. Då behöver vi någon som hjälper till att öppna dörrar och det tror jag de kan hjälpa till med.”
(Respondent U7, personlig kommunikation, 2019)

Att valet av investerare har betydelse för möjligheten till framtida finansiering hävdar bland annat Milosevic et al. (2018), Gompers och Lerner (1999) och Zarutskie (2010). Enligt dessa författare ökar möjligheten till framtida finansiering om investeraren exempelvis besitter stor kunskap inom startup-bolagets specifika bransch eller om de själva har entreprenöriell bakgrund. Sådana investerare återfinns oftare på den amerikanska än på de skandinaviska VC-marknaderna (Berglund, 2011). Vidare påpekar Milosevic et al. (2018) att finansiering från investerare med finansiell bakgrund snarare riskerar att sända negativa signaler till framtida investerare. Bryman et al. (2003) visar att svenska VC-investerare i större utsträckning än amerikanska har just finansiell bakgrund. Entreprenörernas uppfattning att en amerikansk investerare underlättar möjlighet för framtida finansiering bekräftas alltså i hög grad av tidigare forskning.

Ytterligare en drivkraft som flera entreprenörer uppgav är att det finns fler investerare med kunskap inom startup-bolagets bransch i USA. Somliga entreprenörer eftersträvade en branschkunig aktör

för att kunna positionera sig som ledande i branschen. Ett citat som belyser motiv kopplade till branschkunskap är:

“Det finns ett hundratal olika projekt som håller på inom det här området, och de som har lyckats bra är de som kommer från vår investerare. [...]. Slutsatsen var väl att ‘Det här kan ni inte göra i Sverige, fattar ni inte att det här händer i USA. Det finns 100 företag som håller på med detta i Silicon Valley’, så därför var det väldigt bra för mig att komma hit och visa att vi kan göra det här.”

(Respondent U14, personlig kommunikation, 2019)

Slutligen har respondenter även uppgett motiv kopplade till status. Dessa motiv är relaterade till att entreprenörerna uppger att de vill positionera sig som bolag genom att erhålla finansiering från VC-aktörer med gott renommé. Ett citat som ger uttryck för detta motiv är exempelvis:

“En anledning till att komma hit [till USA] är att man får en validering av att det här är internationellt, väldigt bra rykte, och att visa att det är internationellt konkurrenskraftigt.”

(Respondent U14, personlig kommunikation, 2019)

Detta citat kan relateras till forskning av Milosevic et al. (2018), då finansiering från en välrenommerad VC-aktör kan sända positiva signaler till potentiella framtida investerare, vilket underlättar för entreprenören vid framtida finansieringsrundor. Statusrelaterade motiv har i intervjuerna inte begränsats till att VC-aktörernas status endast ger bättre möjligheter för framtida finansiering. Entreprenörernas motiv är i allmänhet av en mer generell karaktär och det anses vara lika viktigt att förknippas med rätt VC-aktörer för att signalera gentemot kunder och branschaktörer. För att kunna dra slutsatsen att amerikanska VC-aktörer bidrar med mer positiva signaler än de svenska behövs dock ett större teoriunderlag.

5.1.2 Monetära motiv

De monetära motiv som respondenter angav behandlar huvudsakligen att de anser att det i USA finns bättre förutsättningar för att få mer kapital vid en VC-finansiering. Den amerikanska VC-marknaden är betydligt större än den svenska, både vid jämförelser av absoluta och relativa termer (OECD, 2017). Den genomsnittliga VC-investeringen i USA är drygt tio gånger så stor som genomsnittsinvesteringen i Sverige (OECD, 2017). Det finns således både mer kapital samt en större benägenhet att investera större mängder kapital i USA, vilket gör det gynnsamt för entreprenörer att söka finansiering där. Det faktum att de monetära skillnaderna mellan marknaderna är stora avspeglar sig i respondenternas motiv till att söka sig till USA.

Lockett et al. (2002) menar att de internationella startups som erhåller VC i USA ofta får en högre företagsvärdering än vad de skulle ha fått på sina hemmamarknader. Gompers och Lerner (2000) påstår även att det på marknader med stor konkurrens mellan VC-bolag, i allmänhet råder högre värderingar. De högre värderingarna i USA anses attraktiva hos vissa av respondenterna, vilka har angett att just värderingarna av deras startup-bolag varit ett motiv till att söka VC-finansiering i USA. Motivet belyses av en respondent, som på frågan varför de sökte VC i USA svarade:

“Högre värderingar i USA, så vi blev mindre utspädda.”

(Respondent U4, personlig kommunikation, 2019)

En högre värdering leder dock till att VC-bolaget och omvärlden får högre förväntningar, vilket påverkar parternas förhållningssätt och krav gentemot varandra (Miloud et al., 2012). Dessa ökade förväntningar kan startup-bolagen ha problem att leva upp till, i förhållande till om värderingen varit mer rättvisande. Exempelvis skulle en alltför hög värdering leda till att VC-investeraren förväntar sig att startup-företaget ska växa i en takt som är orimlig givet startup-företagets kapacitet. Detta perspektiv har framkommit vid ett fåtal tillfällen under intervjustudien, då entreprenörer som erhållit VC-finansiering från USA i efterhand vittnat om viss problematik med att möta de högre värderingarna.

“Jag tycker att vi egentligen har haft lite för hög värdering, [...] vi har ju faktiskt gått ner i värdering efter det för vi har tillsammans med våra ägare känt att den är för hög, så den blir inte riktigt rimlig.”
(Respondent U15, personlig kommunikation, 2019)

Precis som respondent U15 tydliggör, ges uttryck för att högre värderingar inte entydigt bör anses som bättre värderingar, även om detta perspektiv inte är förekommande i samma utsträckning som det positiva förhållningssättet.

5.1.3 Kompetensrelaterade motiv

Framträdande motiv som entreprenörer själva angav för att söka sig till den amerikanska VC-marknaden behandlar bland annat möjligheten till att erhålla relevant kompetens från USA och kategoriseras som *Kompetensrelaterade motiv*. Då VC benämns som *smart kapital* (Sørensen, 2007) är det inte förvånande att många entreprenörer nämner kompetens som ett motiv till att söka VC-finansiering. Detta bekräftades även av enkätstudien, vilken visade att många entreprenörer anser att kompetens är en viktig anledning till att söka VC i USA, men det ansågs inte mer betydelsefullt än monetära incitament.

Ett flertal respondenter har angett att de amerikanska VC-investerarna besitter mer kompetens än de svenska. Motiven behandlar åtråvärda kompetenser inom både strategisk och operationell företagsutveckling, något som Baum och Silverman (2004) och Sørensen (2007) framhåller att VC-företag erbjuder. Ett fåtal respondenter framhöll motiv kopplade till att erhålla entreprenöriell kompetens från VC-investeraren för att söka finansiering i USA, genom uttalanden såsom:

“Jag menar, de har ju haft generationer med entreprenörer som foundat entreprenörer, som foundat entreprenörer. Så väldigt ofta i de här firmorna så är det ju väldigt erfarna entreprenörer som är VC. Det öppnar också för en annan teknisk förståelse för produkten.”
(Respondent U12, personlig kommunikation, 2019)

Berglund (2011) beskriver att de amerikanska VC-investerarna i större utsträckning har entreprenöriell erfarenhet, medan svenska tenderar att komma från en finansiell bakgrund. Svenska entreprenörers uppfattning är att skillnaden mellan marknaderna är betydande, samt har en praktisk relevans, då motiv som explicit uttrycker denna kompetensskillnad har framkommit hos respondenterna. Vidare bekräftas även relevansen då Berglund (2011) hävdar att mer tekniskt kunniga nätverk återfinns hos amerikanska VC-företag. Respondenter har även uttryckt att kompetens inom specifika branscher utgjort ett tydligt motiv för att söka sig till den amerikanska marknaden. Utbredningen av branschspecifik kompetens uppges av ett flertal respondenter återfinnas till en högre grad på den amerikanska marknaden än den svenska, trots att detta är svårt

att befästa i teorin. Respondent U1 ger uttryck för denna branschspecifika kompetens genom följande citat:

“De är mycket bättre på vår bransch än vad man är i Europa, generellt har dom kommit längre i USA. Vi behöver tech-kompetens och vi vill ha smarta pengar.”
(Respondent U1, personlig kommunikation, 2019)

5.2 Analys av skillnader mellan svenska och amerikanska VC-marknaden

Skillnaderna som entreprenören upplever mellan den amerikanska och svenska VC-marknaden har alltså delats in i kategorierna *Marknadsdynamik*, *Kultur*, *Montär kraft* och *Aktörer på VC-marknaden*. Vid analys framgår att merparten av de upplevda skillnaderna stämmer väl överens med de skillnader som beskrivs i den teoretiska referensramen.

5.2.1 Marknadsdynamik

Kategorin *Marknadsdynamik* belyser skillnader mellan den svenska och den amerikanska VC-marknaden utifrån karaktäristik och funktion. Isaksson (2010) diskuterar den matchningsproblematik som kan uppstå när startup-företaget har svårt att hitta en lämplig investerare till följd av att den svenska VC-marknaden är en tunn marknad. Denna teoretiskt beskrivna matchningsproblematik tar sig praktiskt uttryck på den svenska marknaden, vilket flera respondenter vittnar om, exempelvis respondent U15 i följande citat:

“Jag tror att det är svårt för här är det som en liten ankdamms liksom. [...] Man ska få investering från ett av de större svenska VC-bolagen och så investerar de i varandras bolag och så går det bara runt runt och det är för litet liksom.”
(Respondent U15, personlig kommunikation, 2019)

Vidare anses den amerikanska marknaden vara tjockare relativt den svenska marknaden, vilket exemplifieras av följande citat:

“Jag har hört någon som sa att för varje investerare i Sverige så finns det 500 här borta.”
(Respondent U14, personlig kommunikation, 2019)

Utöver att respondenterna angett att de upplever den svenska marknaden som tunn, har flera respondenter även gett uttryck för att det finns andra skillnader mellan de två VC-marknaderna. Den amerikanska VC-marknaden upplevs generellt som mer effektiv och standardiserad än den svenska. Respondenterna vittnar om detta genom att klarlägga hur kontakten med de amerikanska VC-företagen förs, och belyser att de amerikanska investerarna dels är mer professionella och dels agerar snabbare vid investeringsbeslut. Två respondenter som belyser de olika perspektiven uttrycker sig på följande vis:

“Tar du in ett amerikanskt bolag så får du mer professionell bedömning och en helt annan nivå på delaktighet och liknande enligt mig. De är helt enkelt mer professionella”
(Respondent U15, personlig kommunikation, 2019)

“Det är en väldigt professionell grej att inte slösa entreprenörens tid, och snarare våga säga nej än att stå och tänka på det tusen gånger och ha tusen möten”
(Respondent U12, personlig kommunikation, 2019)

Eftersom professionalism är en subjektiv bedömning är det svårt att teoretiskt befästa denna skillnad mellan marknaderna. Det finns dock teori som förklarar delar av de skillnaderna som respondenterna belyser. Berglund (2011) beskriver exempelvis att amerikanska VC-investerare agerar som partners och är således mer involverade, medan svenska investerare i större utsträckning endast iklär sig rollen som finansiär. En annan åsikt som inordnats under kategorin *Marknadsdynamik* är uppfattningen om den amerikanska VC-marknadens högre mognadsgrad, vilket belyses av följande citat:

“I USA så ligger de väl före [...] deras VC, hela communityt där borta är ju mer välutvecklat än vad det är här.”
(Respondent S3, personlig kommunikation, 2019)

5.2.2 Kulturskillnader

Kategorin *Kultur* belyser de kulturella skillnader som respondenterna upplever mellan de två marknaderna. Många respondenter upplever bland annat att det finns en hårdare jargong i USA. Amerikanerna anses av respondenterna vara hårdare, rakare och mer hierarkisk än svenskarna. Vissa respondenter anmärker också att det uppstår färre konflikter när enbart svenska finansiärer varit inblandade i investeringarna, vilket är en konsekvens av att det ställs fler och tuffare krav från de amerikanska investerarna. Den hårdare kulturen exemplifieras av respondent U6:

“Amerikanare har en lite annan bolagskultur. Mer hierarkiskt. En hårdare kultur [...]. Mer hårda ordbyten än vad det skulle vara med en svensk investerare.”
(Respondent U4, personlig kommunikation, 2019)

Kopplat till beteendemässiga skillnader mellan aktörer på marknaderna har respondenter även upplevt att det finns en annan inställning till att lyckas i USA än vad det gör i Sverige. Det anses finnas en kulturell inställning till att bli bäst i USA, vilket blir en kontrast mot den svenska mentaliteten, som upplevs som lättare att tillfredsställa. Vinnarmentaliteten tar sig, enligt entreprenörerna, bland annat uttryck genom en högre riskbenägenhet hos amerikanska finansiärer, något som belyses i nedanstående citat:

“De förstår riskprofilen mycket bättre och kan ta de riskerna mycket bättre och liksom [...] och med europeiska investerare så är det som det är, de är mindre riskbenägna, så är det.”
(Respondent U8, personlig kommunikation, 2019)

“Det är liksom vinn eller förlust [i USA]. [...] det finns ju lite mer av en svensk ‘Det här är gott nog och det här var väl inte illa’.”
(Respondent S15, personlig kommunikation, 2019)

Respondenterna har i de flesta genomförda intervjuer lagt vikt vid att det finns skillnader i beteende mellan svenska och amerikanska VC-investerare, vilket dock är svårt att befästa i teorin.

5.2.3 Skillnader i Monetär Kraft

Skillnaderna i *Monetär kraft* grundas i att den amerikanska marknaden upplevs vara större och mer kapitalstark än den svenska. De uppfattningar studiens respondenter vittnar om överensstämmer med den marknadsdata som presenteras i OECD-rapporten (2017), enligt citatet nedan:

“Den största VC:n i Norden kanske har 500 miljoner dollar, eller något i den stilen, under management. Och så ett amerikanskt VC-bolag kanske då har 10 miljarder dollar under management, så det blir ju en helt annan typ av affär.”

(Respondent U11, personlig kommunikation, 2019)

Förutom att det finns mer kapital på den amerikanska marknaden värderar amerikanska VC-investerare också startup-bolag högre än europeiska VC-finansiärer gör, vilket skulle kunna vara en konsekvens av en större konkurrenssituation VC-bolagen emellan (Gompers & Lerner, 2000). Denna skillnad upplevs mycket central hos respondenterna, då en tydlig tonvikt läggs på just differensen mellan värderingarnas storlek. Respondenterna belyser frekvent just skillnaden mellan marknadernas bolagsvärderingar som en av de största skillnaderna, vilket respondent S11 ger uttryck för:

“Dollartecknet, du behöver inte ändra beloppen utan du kan ändra till dollartecken.”

(Respondent S11, personlig kommunikation, 2019)

Den större riskbenägenheten hos amerikanska investerare har förutom det kulturella perspektivet även monetära inslag. Som en följd av de amerikanska VC-investerarnas större tillgång på kapital, tar sig det monetära elementet uttryck i att de upplevs vara mer riskbenägna än vad svenska investerare är. Detta exemplifieras av följande citat:

“I USA kan du få tio, tio miljoner utan problem för att du bara, typ jobbade på Facebook, då är du nog rätt duktig och kan nog göra någonting bra. Och det kan du få tio miljoner för. För tio miljoner hade du behövt ha hundratala betalande kunder i Sverige.”

(Respondent U8, personlig kommunikation, 2019)

Ett flertal respondenter har likaså upplevt att det hos amerikanska finansiärer finns en större benägenhet att investera i visioner snarare än färdigställda produkter. Enligt Lockett et al. (2002) finns det skillnader i hur välutvecklade marknader, likt den amerikanska, gör företagsvärderingar gentemot hur de utförs på mindre utvecklade marknader. De mogna marknaderna lägger större fokus på startup-bolagens grundare, en skillnad som i praktiken även belyses av de intervjuade entreprenörerna. Vidare beskriver Manigart et al. (2000) att finansorienterade värderingsmetoder nyttjas i en större utsträckning på yngre marknader, vilket kan förklara varför finansiell data och en etablerad produkt tycks vara viktigare för att få VC i Sverige.

5.2.4 Skillnader mellan aktörer på VC-marknaderna

Det har i intervjuerna framkommit att respondenterna upplever skillnader mellan aktörerna på de två marknaderna, där det anses att de amerikanska investerarna besitter mer kompetens och branschkunskap. Skillnaden belyses i ett citat från respondent S9:

“Det finns enormt mycket kompetens. Det är jättelätt i USA att skaffa en arbetande styrelseordförande som har typ 25 års erfarenhet av en viss bransch, som kanske redan har kundkontakter till 20 potentiella kunder.”

(Respondent S9, personlig kommunikation, 2019)

Berglund (2011) hävdar att amerikanska VC-investerare ofta innehar högre teknisk kompetensnivå än de svenska, vilket kan ligga till grund för det faktum att respondenterna upplever de amerikanska finansiärerna som mer kompetenta. Vidare gäller att amerikanska VC-företag i genomsnitt presterar bättre än nordiska (Copenhagen Economics, 2018), något som också potentiellt kan utgöra grund för att respondenterna upplever amerikanska VC-bolag som mer kompetenta.

Ytterligare skillnader som tydligt framkommit mellan aktörerna på de två marknaderna behandlar att de amerikanska finansiärerna är mer nischade mot specifika branscher. Respondent U7 tydliggör på följande vis uppfattningen att förekomsten av branschspecialister skiljer sig åt mellan de båda marknaderna:

“Men det finns inte en kotte som är intresserad av mitt bolags nisch i Sverige utan det är appar och fintech som gäller för hela slanten.”

(Respondent U7, personlig kommunikation, 2019)

5.3 Analys av startup-företagens karaktäristik

Bland de startups som sökt venture capital på den amerikanska och svenska marknaden framkom i empirin att det finns skillnader med avseende på grundarnas akademiska bakgrund, men inte branschtillhörighet. I analysen framgår att branschfördelning hos de startups som får VC på respektive marknad stämmer överens med vilka branscher VC-bolag investerar i. Vidare konstateras att grundarnas högre utbildning stämmer överens med VC-investerarnas bakgrund.

5.3.1 Branschtillhörighet

Efter jämförelse av de nyckelord som förekommer i branschbeskrivningen hos de startup-bolagens som har fått VC i USA respektive i Sverige kan det fastslås att likheterna är fler än skillnaderna. Av de 10 vanligaste förekommande nyckelorden som urskilts på respektive marknad är 9 av dem samma. Liknande svenska startups får alltså VC från den svenska och den amerikanska VC-marknaden. I den teoretiska referensramen nämns det i en rapport från OECD (2017) att startups inom Informations- och kommunikationsteknik (IKT) får störst del av allt VC-kapital i både USA och Sverige följt av startups som arbetar med livsvetenskap. Att företag från samma branschsektorer får VC i Sverige och USA ligger därmed i linje med vad tidigare forskning belyser. Vidare verifierar studien också att IKT-området är det enskilt största för både den svenska och amerikanska VC-marknaden stödjer även denna studien. Området livsvetenskap, som enligt OECD (2017), är det näst största området kan även urskiljas av denna studies data då nyckelord som Health, Science och Care är bland de 10 vanligaste förekommande på både svenska och amerikanska VC-marknaden.

5.3.2 Grundarnas akademiska bakgrund

Utifrån den bakgrund som presenteras om entreprenörerna i intervjustudien framkommer att det finns skillnader mellan de startups som fått investering på den amerikanska kontra den svenska marknaden. Av de företag som erhållit VC från svenska investerare var fördelningen relativt jämn mellan tekniska och ekonomiska utbildningar. Bland de grundare som hade fått VC-finansiering i USA var det däremot mer än fyra gånger fler som hade en teknisk bakgrund än en ekonomisk. Litteraturen visar att VC-investerare på den amerikanska marknaden i större grad besitter teknisk kompetens, medan svenska investerare har en ekonomisk bakgrund (Berglund, 2011). Empirin i denna studie visar att fördelningen är densamma bland de grundare som har erhållit VC-investering på de olika marknaderna.

5.4 Analys av krav som entreprenörerna upplever att VC-bolagen ställer på dem

Det avtal som upprättas vid en VC-finansiering innefattar de krav som VC-bolaget ställer på entreprenören och dennes bolag. Under intervjustudien framkom att entreprenörer upplever att ett flertal krav ställs på dem och i empiri-avsnittet delades dessa in i *Eventuella hållbarhetskrav*, *Krav på styrelseplats*, *Rapporteringskrav* och *Krav på bolagsflytt*. I analysen konstateras att det sällan ställs hårda hållbarhetskrav på startupbolag även om det i teorin finns goda anledningar för VC-bolag att göra det. Vidare framkommer att kravet på styrelseplats är ett sätt för VC-bolag att överbrygga de informationsasymmetrier som uppstår vid en investering, och att kravet på bolagsflytt minskar det geografiska avståndet mellan parterna.

5.4.1 Eventuella hållbarhetskrav

Bocken (2015) beskriver att hållbarhetsfrågor är centrala i venture capital-processen. Förutom att fokusera på ekonomisk hållbarhet som investerare traditionellt gjort ska VC beakta ekonomisk, social och ekologisk hållbarhet vid hantering av potentiella investeringsobjekt. Enligt merparten av respondenterna i studien ställer VC-bolagen dock inga hållbarhetskrav vid investeringstillfället, och endast ett fåtal respondenter tog över huvud taget upp hållbarhetskrav i någon form. Det fanns dessutom ingen samstämmighet bland respondenterna av vad som omfattades av ett hållbarhetskrav. Respondenter som inte nämnde något om hållbarhet svarade antingen att inga krav hade ställts eller diskuterade andra krav som inte relaterades till hållbarhet. Mot bakgrund av detta kan det konstateras att VC-bolagen inte i särskilt hög utsträckning ställer hållbarhetsrelaterade krav vid investeringen, vilket exemplifieras av följande citat:

”Det är ingen som har tid med det när du startar ett bolag, utan det enda är få kunder, skapa kassaflöden, skapa tillväxt, tjäna pengar så fort som möjligt, så får du ta de sakerna sen [...]. Gör du någonting som inte genererar intäkt, då ska du inte göra det.”

(Respondent U11, personlig kommunikation, 2019)

De respondenter som ger uttryck för någon form av hållbarhetsperspektiv poängterar många gånger, i likhet med ovanstående citat, att sådana aspekter tas i beaktning först när företaget har mognat. Liknande iakttagelser görs av Bocken (2015) som observerar att VC-företagens förväntan på snabba resultat hämmar startups med ett uttalat hållbarhetsfokus, vilka behöver utrymme för att fokusera på mer än att bara inbringa ekonomisk avkastning till sin investerare. Sedan finanskrisen 2008 tar VC-företag dock oftare hänsyn till hållbarhet (Bugg-Levine & Emerson, 2011). Vissa respondenter upplever, i linje med litteraturen, att VC-bolag idag förvisso diskuterar hållbarhet

mer, men detta ökade hållbarhetsfokus omsätts inte i några direkta krav. Trots att merparten av studiens respondenter har fått VC långt senare än finanskrisen 2008 verkar hållbarhetskrav fortfarande inte vara centrala under investeringsprocessen, vilket respondent U3 belyser:

“Hållbar utveckling är något som, mer är för fikaummet liksom, där håller det på mycket.”
(Respondent U3, personlig kommunikation, 2019)

VC-företagens inställning till hållbarhetsarbete kan således problematiseras. Det framstår, i enlighet med nedanstående citat, att hållbarhetsarbete inte nödvändigtvis anses oviktigt, men att det ofta prioriteras nedanför ekonomiska aspekter.

“I Silicon Valley finns det ett öga för hållbar utveckling och jag tror att de ser en del fördelar med det och sådär. Men i slutändan handlar det alltid om ekonomin.”
(Respondent U12, personlig kommunikation, 2019)

5.4.2 Styrningsrelaterade krav

Enligt Kaplan och Strömberg (2001) vidtar VC-bolag ett flertal försiktighetsåtgärder för att trygga sin investering. Bland dessa åtgärder nämner författarna att investeraren i allmänhet deltar aktivt i startup-bolagets verksamhet för att kunna kontrollera att de investerade pengarna används på ett lämpligt sätt. Ett exempel på en sådan kontrollerande roll är att VC-bolaget ofta kräver en styrelseplats (Kaplan & Strömberg, 2001). Denna styrelseplats kan också vara ett sätt att motverka *principal agent*-problematiken, vilken enligt Wright och Robbie (1998) kan innebära en risk för investeraren, eftersom entreprenören får kontroll över VC-bolagets pengar. Många av de intervjuade entreprenörerna uppgav att VC-bolagen ställde krav på att få en styrelseplats, men några anser att detta krav är positivt, vilket exemplifieras av följande citat:

“Det är ett krav från deras sida att ha en med, men vi vill ju gärna att de sitter där också så att de är involverade i det vi gör.”
(Respondent S3, personlig kommunikation, 2019)

En annan försiktighetsåtgärd VC-bolagen kan vidta är enligt Kaplan och Strömberg (2001) att övervaka startup-bolagets verksamhet genom exempelvis rapporteringskrav. Många respondenter upplevde att VC-bolagen ställde sådana krav på leveranser och rapporteringar. Kraven innefattade bland annat att finansiell information eller försäljningsstatistik ska delges, eller att specifika mål ska uppnås. Ett exempel på hur entreprenören upplever att VC-bolagen ser till att startup-bolaget lever upp till dessa krav åskådliggörs av följande citat:

“Vi ska leverera på de milestones vi specificerar, det är vi som sätter spelplanen. Vi säger att vi ska göra det här inom ett år mot era pengar, och då klart att investerarna håller oss mot det.”
(Respondent S4, personlig kommunikation, 2019)

5.4.3 Krav på bolagsflytt

Bland de entreprenörer som har fått VC-investering från den amerikanska marknaden var det krav som omnämndes mest frekvent att det svenska företaget skulle flytta sin verksamhet till USA. Krav på en bolagsflytt skulle kunna fungera som en underlättande faktor för att minimera den problematik som uppstår med det stora geografiska avstånd som finns mellan USA och Sverige.

Lutz et al. (2013) påpekar att sannolikheten för att en investering över huvud taget blir av ökar med ett minskat geografiskt avstånd. Författarna anser att entreprenörer därför bör basera sin verksamhet på platser där många VC-bolag redan är etablerade, vilket kan förklara varför en del svenska entreprenörer väljer att flytta sina bolag till USA i allmänhet och till Silicon Valley i synnerhet. I enlighet med flera andra respondenter belyser nedanstående citat att VC-bolag kräver att ett amerikanskt bolag startas och att detta bolag ska ta över ägandet av eventuella patent och dylikt från det svenska startup-bolaget:

“Ja, det är ett av kraven ofta, att du sätter upp ett amerikanskt C-corporation i Delaware [...]. Då förväntar de sig också att du flyttar immateriella tillgångar till det amerikanska företaget, för de investerar bara i företaget som sitter på immaterialrätterna.”

(Respondent U6, personlig kommunikation, 2019)

Enligt McPherson et al. (2001) är personliga möten nödvändiga för att det ska vara möjligt att bygga nära relationer och för att ömsesidig tillit ska skapas, varför geografisk närhet är viktigt även för entreprenören. Flera entreprenörer på både den amerikanska och den svenska marknaden uttrycker sig i enighet med denna litteratur, vilket belyses av respondent S3 genom följande citat:

“Det är en fördel att vara geografiskt nära sina användare och kunder, och det är en fördel att vara geografiskt nära sina investerare. [...] Speciellt i Stockholm där alla sitter på fem minuters gångpromenad, så kan man lätt springa över och ta en kaffe, den närheten gör ju att du lättare bygger relationer.”

(Respondent S3, personlig kommunikation, 2019)

Ett antal entreprenörer uppgav dock att en eventuell flytt kunde innebära vissa nackdelar. Nackdelar som uppkommit från respondenternas svar var huvudsakligen höga lönekostnader och andra administrativa olägenheter, något som respondent U14 diskuterade under intervjun:

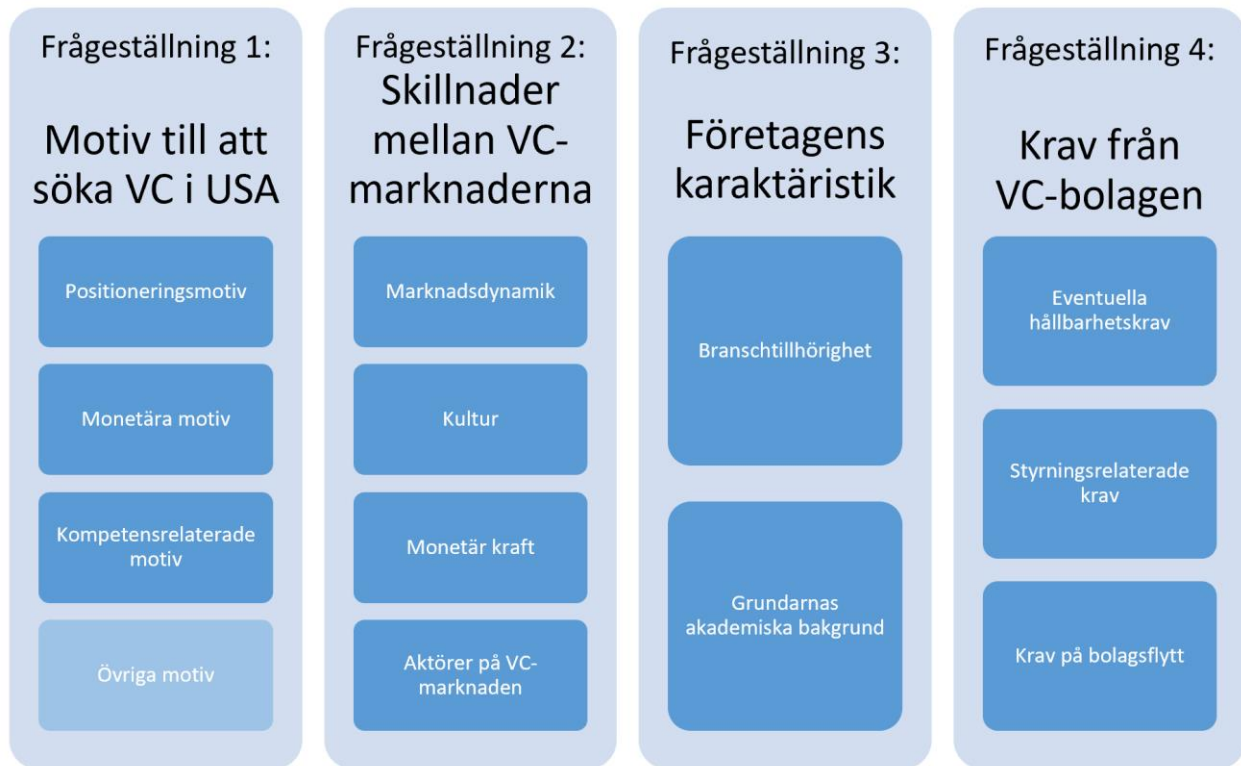
“Det som har krävts är väl att jag har fått öppna ett amerikanskt bolag som äger mitt svenska bolag, så det är väl lite administrativa nackdelar.”

(Respondent U14, personlig kommunikation, 2019)

Respondenternas uppfattningar överensstämmer med tidigare forskningsresultat. Mäkelä och Maula (2005) konstaterar att en internationell flytt innebär extra kostnader för startup-bolaget, vilket måste vägas upp av mer gynnsamma förutsättningar på den nya marknaden. Internationella investeringar innebär dessutom högre kostnader för VC-bolagen. Benston och Smith (1976) hävdar att personliga möten med investeringsobjekten är kostsamma och att dessa kostnader ökar med avståndet. På liknande sätt anser Lutz et al. (2013) att högre transaktionskostnader spelar en betydande roll vid investeringsbeslut, vilket leder till att geografisk närhet är önskvärd.

6. Diskussion & Slutsats

I följande avsnitt besvaras studiens frågeställningar, varpå resultaten diskuteras. Därefter följer förslag på vidare forskning samt studiens implikationer. Figur 4 åskådliggör de övergripande analysmoment som inom vardera frågeställning använts för att analysera inhämtad data.



Figur 4: De fyra frågeställningarnas analysmoment

I figuren sammanfattas de kategorier som sammanställts i empirin. Kategorierna används som underlag i analys- och diskussionsavsnitten.

Syftet för denna studie har varit att undersöka vilka motiv som finns för svenska entreprenörer att söka VC-finansiering i USA istället för i Sverige. Vidare har skillnader mellan de olika marknaderna undersökts, varpå kraven som VC-bolagen ställer vid investering har kartlagts. Vidare har skillnader mellan de startups som söker finansiering i Sverige och de som söker i USA undersökts. Nedan uppfylls studiens syfte genom att konkret besvara de fyra frågeställningarna.

1. *Vilka motiv har svenska entreprenörer för att söka venture capital i USA istället för i Sverige och hur relaterar de till befintlig forskning?*

Utifrån denna studie har det framkommit att svenska entreprenörer har tre olika typer av motiv till att söka venture capital i USA. *Positioneringsmotiv*, vilken kan sammanfattas som motiv där entreprenören sökt VC i USA för att förbättra sitt företags marknadsmässiga position och förutsättningar för framtida utveckling. Praktiska mål som entreprenören vill uppfylla genom att ta in amerikanskt VC kan vara att lättare kunna nå den amerikanska kundmarknaden, bli en del av VC-aktörens nätverk, förbättra möjligheterna till framtida investeringar, få tillgång till specifik kunskap inom bolagets bransch eller öka företagets status. Vidare har entreprenörer även uttryckt

Monetära motiv till att söka VC i USA. Entreprenörerna söker då amerikanskt VC i hopp om att kunna erhålla mer kapital och få högre bolagsvärderingar än vad de får i Sverige. Slutligen har det även framkommit *Kompetensrelaterade motiv*. Entreprenörernas motiv grundar sig då i att amerikanska VC-företag anses ha större kompetens än sina svenska konkurrenter. Kompetensen kan ta sig uttryck i att VC-företag i USA har en större entreprenöriell kompetens, tillgång till mer tekniska och kompetenta nätverk eller specifika branschkunskaper. Samtliga kategorier av motiv relateras väl till tidigare teori på området.

2. *Vilka skillnader finns, enligt entreprenören, mellan den svenska och den amerikanska VC-marknaden och hur förhåller sig dessa upplevda skillnader till tidigare forskning?*

Entreprenörerna upplever flera skillnader mellan de två marknaderna. För det första upplevs en skillnad i *Marknadsdynamik* på de båda marknaderna där entreprenörerna upplever skiljaktighet i karaktäristik och funktion. En olikhet som upplevs är att den svenska marknaden är tunn i förhållande till den amerikanska. Aktörer på den amerikanska VC-marknaden anses även arbeta mer effektivt och standardiserat. Tidigare forskning på området stämmer väl överens med respondenternas svar. För det andra upplever entreprenörer skillnader kopplat till *Kultur*. Uppfattningen av amerikanska VC-aktörer är att de är rakare, hårdare och mer hierarkiska samt att det finns en större vinnarmentalitet i USA. Kulturskillnaderna har inte kopplats till tidigare forskning. För det tredje upplevs skillnader gällande *Monetär kraft*. Respondenterna ger uttryck för att det finns mer pengar samt att deras startups får en högre bolagsvärdering i USA. Den upplevda olikheten i *Monetär kraft* stämmer väl överens med vad branschdata på området pekar på. Som en följd till de höga värderingarna och större kapitalet anses även att amerikanerna tar mer risk med sina pengar, någonting som är svårt att koppla till tidigare forskning på området. För det fjärde anser respondenterna att det finns en skillnad kopplat till *Aktörer på VC-marknaden*. Aktörerna anses besitta en större kunskap inom sin bransch på den amerikanska marknaden, vilket stämmer väl överens med litteratur på området.

3. *Finns det några särskiljande drag, i fråga om startup-bolagens branschtillhörighet eller grundarnas akademiska bakgrund, hos de som får finansiering i USA jämfört med de som anskaffar kapital i Sverige?*

Utifrån startupföretagens branschtillhörighet finns inga särskiljande drag bland de startups som erhåller VC-finansiering i USA eller Sverige. Däremot finns skillnader gällande grundarnas akademiska bakgrund, där grundare till startups som får amerikansk VC-finansiering i större utsträckning har en teknisk utbildning medan grundare till startups som har fått svensk VC i regel kommer från en ekonomisk bakgrund.

4. *Vilka krav upplever entreprenörer att VC-bolag ställer på startup-företag vid investeringstillfället?*

Entreprenörer upplever att det vid en VC-finansiering ställs krav på dem i termer av att de ska flytta närmare VC-företaget, upplåta styrelseplatser till VC-aktörer samt kontinuerligt rapportera exempelvis finansiell information eller försäljningsstatistik till investeraren. Generellt upplever entreprenörerna att det från VC-företagen inte ställs några krav gällande hållbarhetsarbete.

6.1 Sammanfattande diskussion

Mot bakgrund av analyskapitlet samt svaren på frågeställningarna kan det fastslås att betydande skillnader finns mellan den svenska och den amerikanska VC-marknaden, men att man på båda marknaderna investerar i företag verksamma inom samma branscher. Venture capital som finansieringsform etablerades drygt 50 år tidigare i USA än i det betydligt mindre landet Sverige, vilket bidrar till att den svenska VC-marknaden beskrivs som tunn (Gompers, 1994; Isaksson, 1999). Konceptet tunn marknad kan förklara de skillnader som återfinns i kategorin *Marknadsdynamik*, där den amerikanska marknaden beskrivs vara mer mogen och ha mer professionella investerare. Vidare poängterar Nightingale et al. (2009) att det på en tunn marknad är svårt med matchningen mellan investerare och entreprenörer. Denna matchningsproblematik tar sig uttryck i kategorin *Aktörer på VC-marknaden*, där entreprenörer beskriver att det är enklare att hitta lämpliga VC-finansiärer i USA, bland annat tack vare att många investerare där har ett förflutet som just entreprenör och därför besitter branschspecifik, teknisk kunskap.

De amerikanska investerarnas entreprenöriella bakgrund kan dessutom förklara varför de upplevs ha lättare att se potentialen i idéer och hos individer, vilket därmed gör dem mer benägna att investera i startup-bolag i ett tidigt skede. I kategorin *Kultur* sammankopplas den riskbenägenhet som återfinns hos amerikanskt VC med andra kulturella skillnader, såsom en stark vinnarmentalitet och ett rakare kommunikationssätt. Ett högre risktagande återspeglas även i *Monetär kraft*, vilket tillsammans med det faktum att det finns mer kapital att tillgå i USA ger upphov till högre värderingar.

De skillnader som enligt teorin finns mellan de två marknaderna upplevs också av entreprenörerna. Dessa skillnader underbygger de motiv svenska entreprenörer har för att söka amerikanskt VC. Entreprenörerna upplever exempelvis att det finns en större *Monetär kraft* på den amerikanska marknaden, vilket tar sig uttryck i de *Monetära motiv* som entreprenörerna har angett. Skillnader kopplade till *Aktörer på VC-marknaden*, där amerikanska VC-aktörerna upplevs vara mer kompetenta och bransch-kunniga har en tydlig koppling till motiven under *Kompetensrelaterade motiv* vilka grundar sig i att amerikanska aktörer anses kunna bidra med mer kompetens och vägledning. Motiven under kategorin *Positioneringsmotiv* kan i stor utsträckning sammankopplas med de skillnader som inordnas under *Marknadsdynamik* och *Aktörer på VC-marknaden*. Dessa motiv utgörs av en önskan att förbättra sin positionering på marknaden generellt, vilket bland annat inkluderar att ta del av VC-bolagets nätverk och komma närmare den amerikanska kundmarknaden. Att söka kapital i USA i syfte att positionera sig för framtida finansiering stöds dessutom av Copenhagen Economics (2018) som hävdar att det saknas aktörer på den nordiska VC-marknaden för senare och större investeringar i startups.

Entreprenörernas motiv grundar sig i skillnader mellan marknaderna, och denna studie påvisar alltså att skillnaderna har praktisk relevans för entreprenörens val av finansiär. För de entreprenörer som valt att söka VC i USA är fördelarna så stora att de valt att söka finansiering där, trots de svårigheter en internationell investering kan medföra. Det är väl befast i teorin att geografisk närhet traditionellt har stor inverkan på huruvida en VC-investering blir av eller inte (Cumming & Dai, 2010; Lutz et al., 2013). De senaste årens tekniska utveckling bidrar till en ökad möjlighet för kommunikation och samverkan mellan aktörerna, även vid stora geografiska avstånd (Abdou & Varela, 2014). Trots dessa kommunikationsmöjligheter poängterar Buchner et al. (2018) att internationellt finansierade startup-bolag i allmänhet underpresterar i förhållande till lokalt

finansierade. I denna studie identifieras de motiv som ändå driver entreprenören till att söka investering i USA. Studien påvisar dock att amerikanska VC-bolag, genom att ställa krav på startup-bolagen, vidtar åtgärder för att minska problematiken med stora geografiska avstånd. Exempelvis förekommer kravet att hela eller delar av startup-bolaget och dess verksamhet måste flytta till USA.

Andra vanligt förekommande krav är att investeraren begär en styrelseplats eller har specifika rapporteringskrav på startup-bolaget. Dessa krav kan ses som ett försök att begränsa den problematik som kan förklaras av principal agent-teorin, då investeraren säkerställer att de investerade pengarna hanteras på rätt sätt av startup-bolaget. Kraven upplevs dock inte nödvändigtvis som negativa av startup-bolaget, då de i flera fall kan kopplas till de motiv entreprenörerna uppgav som anledningar till att söka VC-finansiering i allmänhet och finansiering i USA i synnerhet. Att flytta bolaget till USA är framförallt önskvärt som *Positioneringsmotiv* på den amerikanska marknaden, medan tilldelandet av en styrelseplats kan tillgodose *Kompetensrelaterade motiv*. VC-bolagens krav är således ofta förenliga med entreprenörens motiv.

Överlag kan det konstateras att samtliga motiv som har framkommit grundar sig i att den svenska VC-marknaden upplevs otillräcklig utifrån entreprenörens behov. En tänkbar förklaringsmodell till marknads otillräcklighet utgörs alltså av tunna marknader. Denna problematik tar sig uttryck i att entreprenörer upplever det svårare att på den svenska marknaden hitta en aktör som är lämplig med avseende på exempelvis branschkunskap, nätverk och kompetens. Den amerikanska VC-marknaden är tjockare och det finns en hög konkurrens mellan VC-bolagen, vilket leder till att företagsvärderingarna enligt Gompers och Lerner (2000) blir högre. Denna högre värdering, och andra *Monetära motiv*, är något som många entreprenörer uttrycker som de viktigaste motiven till att söka VC-finansiering i USA. Motiv som behandlat uppfattningen att den amerikanska VC-marknadens är mer standardiserad och att snabbare investeringsbeslut fattas, kan potentiellt också förklaras som naturliga effekter av att den amerikanska marknaden är tjockare.

Det faktum att den svenska marknaden är tunn leder alltså till att allt fler startups söker VC-finansiering i USA och flyttar verksamheten dit. Eftersom entreprenörer lämnar Sverige riskerar den svenska marknaden att förbli tunn, vilket potentiellt driver än fler entreprenörer att söka finansiering utomlands, i enlighet med det som beskrivs av Martin et al. (2005). Det finns således inget, utifrån denna studie, som tyder på att trenden med att fler entreprenörer söker finansiering i USA kommer brytas.

I intervjustudien tillfrågades samtliga entreprenörer huruvida investeraren ställt krav som kan kopplas till arbete med hållbar utveckling. I enstaka fall fanns specifika krav, men fyra gånger fler entreprenörer sa uttryckligen att hållbarhetskrav inte ställdes. I intervjuerna framkom att det sällan ställdes hårda hållbarhetsrelaterade krav direkt till entreprenören, men att investerarna genom sina fonder, har generella riktlinjer för vilken typ av startups som är acceptabla att investera i. Dagens samhällsdebatt kretsar kring sociala och ekologiska frågor, och enligt Bocken (2015) bör även VC-investerare ställa hållbarhetskrav på entreprenörerna. Trots att VC-bolag av allt att döma har värderingar som styr deras investeringsbeslut, så hade de genom konkreta kravställningar kunnat göra mycket mer för att främja företagens hållbarhetsarbete. Det är förvisso tänkbart att investerare redan vid urval av investeringsobjekt väljer bort sådana företag som inte aktivt arbetar med hållbarhet, men det faktum att konkreta krav sällan ställs är ändå förvånansvärt.

6.2 Förslag till vidare forskning

Studiens genomförande har resulterat i stora mängder insamlad data, och några intressanta områden för vidare forskning har identifierats. Utifrån intervjumaterialet har det uttolkats att kulturskillnader mellan Sverige och USA har inverkan på VC-bolagens inställning vid investeringsbeslut. Det har exempelvis framgått att det finns en större riskbenägenhet och öppenhet för idéer i USA. Dessutom har det framkommit att de svenska entreprenörerna ofta har motiv kopplade till kulturskillnader för att söka sig till USA. De kan exempelvis eftersöka en vinnarmentalitet eller entreprenöriell anda. Denna studie är dock begränsad till att undersöka koncept kopplade till venture capital, varför en bredare analys av kulturskillnader har lämnats därhän. Att undersöka hur kultur påverkar dynamiken på VC-marknaden och aktörernas agerande under investeringsprocessen skulle dock vara ett intressant ämne för vidare forskning.

Vidare rekommenderas det att forska vidare och undersöka vilken inverkan VC kan ha för att verka för ett hållbart företagande. Venture capital har en fundamental betydelse för vilka startup-bolag som tillåts etableras och utvecklas. Det är därför viktigt att undersöka i vilken utsträckning hållbarhetskrav från VC-bolagens sida kan påverka den generella riktningen på nystartade företag.

I frågeställning tre kartläggs vilka branscher som fått VC-finansiering, samt den akademiska bakgrunden hos grundarna av de startup-företag som ingick i intervjustudien. Mer forskning behövs, exempelvis genom att utöka undersökningen av grundares akademiska bakgrund för att kunna dra generaliserbara slutsatser. Vidare kan frågeställningen breddas och även undersöka annan karaktäristik som skiljer sig åt mellan de startups som får finansiering i Sverige respektive USA. Eftersom både grundare som sökt kapital i USA och VC-investerarna på den amerikanska marknaden oftare har en teknisk bakgrund är det av intresse att vidare studera om grundare söker VC-investerare med liknande bakgrund och vice versa.

6.3 Studiens implikationer

Resultaten från denna studie är intressanta utifrån ett flertal intressenters perspektiv. För entreprenörer är jämförelsen mellan upplevda och teoretiskt belagda skillnader på marknaderna, samt kartläggning av VC-bolagens kravbild, viktig då det ger dem ökat underlag vid beslut under finansieringsprocessen.

För svenska VC-aktörer är studien intressant då den kartlägger motiv som entreprenörer har till att söka VC på den amerikanska marknaden. Med utgångspunkt i dessa motiv kan svenska VC-bolag vidta åtgärder för att öka entreprenörernas benägenhet att stanna i Sverige för finansiering.

Studiens resultat är dock främst intressant i ett större samhällsperspektiv. Ur ett svenskt perspektiv kan det vara negativt att företag väljer att söka finansiering och flytta till andra länder, då mycket kapital, kompetens och arbetstillfällen lämnar landet. De huvudsakliga motiv som uppkommit under studien, samt kartläggningen av vilken typ av startups som erhåller finansiering på respektive marknad, kan ge beslutfattare en tydligare bild av vad den svenska marknaden saknar. Genom att dessutom bidra till en ökad förståelse för upplevda och faktiska skillnader mellan marknaderna klargör studien vilka områden som politiska beslutsfattare potentiellt kan förbättra. Med förståelser för motiv och skillnader kan beslutsfattare göra insatser för att bättre uppfylla entreprenörernas behov, och således minska incitamenten för att lämna den svenska marknaden.

7. Källförteckning

- Abdou, K., Varela, O. (2014). When U.S. venture capital ventures abroad. *Accounting and Finance*, 54(1), 1-23. doi: 10.1111/acfi.12005
- Aizenman, J., & Kendall, J. (2012). The internationalization of venture capital. *Journal of Economic Studies*, 29(5), 488-511. doi: 10.1108/01443581211259446
- Baum, J.A.C., Silverman, B.S. (2004). Picking winners or building them?: Alliance, intellectual, and human capital as selection criteria in venture financing and performance of biotechnology startups. *Journal of Business Venturing*, 19(3), 411-436. doi: 10.1016/S0883-9026/(03)00038-7
- Beck, T., & Demirguc-Kunt, A. (2006). Small and medium-size enterprises: Access to finance as a growth constraint. *Journal of Banking & Finance*, 30(11), 2931-2943. doi: 10.1016/j.jbankfin.2006.05.009
- Benston, G., & Smith, C. (1976). A transaction cost approach to the theory of financial intermediation. *Journal of Finance*, 31(2), 215-231. doi: 10.1111/j.1540-6261.1976.tb01882.x
- Berglund, H. (2011). Early stage venture capital investing: Comparing California and Scandinavia. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, 13(2), 119-145. doi: 10.1080/13691066.2011.558366
- Bertoni, F., D'Adda, D., & Grilli, L. (2016). Cherry-picking or frog-kissing?: A theoretical analysis of how investors select entrepreneurial ventures in thin venture capital markets. *Small Business Economics*, 46(3), 391-405. doi: 10.1007/s11187-015-9690-9
- Blomkvist, P., & Hallin, A. (2015). Method for engineering students: Degree projects using the 4-phase model. Lund: Studentlitteratur.
- Bloor, M., & Wood, F. (2006). *Keywords in qualitative methods*. London: SAGE Publications Ltd.
- Bocken, N.M.P. (2015). Sustainable venture capital – catalyst for sustainable start-up success? *Journal of Cleaner Production*, 108, 647-658. doi: 10.1016/j.jclepro.2015.05.079
- Bottazzi, L., Da Rin, M., & Hellmann, T. (2007). Who are the active investors?: Evidence from Venture Capital. *Quaderni - Working Paper DSE*, (611). doi: 10.6092/unibo/amsacta/4641

- Bryman, M., Cederberg, P., Ekström, M., & Björnsson, H. (2003). Activities performed by venture capitalists in their portfolio companies - a comparison between Silicon Valley and Sweden. *International Journal of Entrepreneurship and Innovation Management*, 3(5-6), 585-608. doi: 10.1504/IJEIM.2003.003944
- Buchner, A., Espenlaub, S., Khurshed, A., & Mohamed, A. (2018). Cross-border venture capital investments: The impact of foreignness on returns. *Journal of International Business Studies*, 49(5), 575-604. doi: 10.1057/s41267-017-0116-6
- Bugg-Levine, A., & Emerson, J. (2011) Impact investing transforming how we make money while making a difference. *Innovations*, 6(3), 9-18. doi: 10.1162/INOV_a_00077
- Campbell, A., McNamara, O., & Gilroy, P. (2004). *Practitioner Research and Professional Development in Education*. London: SAGE Publications Ltd.
- Carlen, J. (2016). *A Brief History of Entrepreneurship: The Pioneers, Profiteers, and Racketeers Who Shaped Our World*. New York Chichester, West Sussex: Columbia University Press.
- Caselli, S., & Gatti, S. (2004). *Venture Capital: A Euro-System Approach*. Berlin, Heidelberg: Springer, Berlin, Heidelberg.
- Cendrowski, H., Martin, J.P., Petro, L.W., & Wadecki, A.A. (2012). *Private Equity: History, Governance, and Operations*. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.
- Chemmanur, T.J., Hull, T.J., & Krishnan, K. (2016). Do local and international venture capitalists play well together?: The complementarity of local and international venture capitalists. *Journal of Business Venturing*, 31(5), 573-594. doi: 10.1016/j.jbusvent.2016.07.002
- Copenhagen Economics. (2018), *The Role of Venture Capital for Economic Growth in the Nordic Region*. Hämtad från <https://www.svca.se/wp-content/uploads/2019/02/The-Role-of-Venture-Capital-for-Economic-Growth-in-the-Nordic-Region.pdf>
- Cremades, A. (2016). *The art of startup fundraising: Pitching investors, negotiating the deal, and everything else entrepreneurs need to know*. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons.
- Creswell, J.W. (2014). *Research design: Qualitative, quantitative, and mixed methods approaches*. Thousand Oak, California: SAGE Publications, Inc.
- Cumming, D.J., & Dai, N. (2010). Local bias in venture capital investments. *Journal of Empirical Finance*, 17(3), 362-380. doi: 10.1016/j.jempfin.2009.11.001
- Cumming, D.J., & MacIntosh, J.G. (2001). Venture capital investment duration in Canada and the United States. *Journal of Multinational Financial Management*, 11(4-5), 445-463. doi: 10.1016/S1042-444X(01)00034-2

- Damodaran, A. (2009). Valuing young, start-up and growth companies: Estimation issues and valuation challenges. Opublicerat manuskript, Stern School of Business, New York University, New York City, USA. doi: 10.2139/ssrn.1418687
- Davies, M., & Hughes, N. (2014). *Doing a successful research project: Using qualitative or quantitative methods*. Basingstoke: Palgrave MacMillan.
- Dealroom. (2019). *2018 full year report: Annual European Venture Capital Report*. Hämtad från https://blog.dealroom.co/wp-content/uploads/2019/02/Dealroom-2018-vFINAL.pdf?utm_source=newsletter&utm_medium=email&utm_campaign=weekly&utm_term=20-02-2019
- Denscombe, M. (2014). *The Good Research Guide: For Small-scale Research Projects*. (5. uppl.). Maidenhead, Berkshire: McGraw-Hill Education.
- Devigne, D., Manigart, S., Mulier, K., & Vanacker, T. (2018). Venture capital internationalization: Synthesis and future research directions. *Journal of Economic Surveys*, 32(5), 1414-1445. doi: 10.1111/joes.12276
- Dittmann, I., Maug, E.G., & Kemper, J. (2002). How fundamental are fundamental values?: Valuation methods and their impact on the performance of German venture capitalists. *European Financial Management*, 10(4), 2004. doi: 10.2139/ssrn.307562
- Fejes, A. & Thornberg, R. (2015). *Handbok i kvalitativ analys*. Stockholm: Liber.
- Filatotchev, I., Bell, R.G., & Rasheed, A.A. (2016). Globalization of capital markets: Implications for firm strategies. *Journal of International Management*, 22(3), 211-221. doi: 10.1016/j.intman.2016.04.001
- Fried, V.H., & Hisrich, R.D. (1994). Toward a model of venture capital investment decision making. *Financial Management*, 23(3), 28, 28-37. doi: 10.2307/3665619
- Fritsch, M., & Schilder, D. (2008). Does venture capital investment really require spatial proximity?: An empirical investigation. *Environment and Planning A*, 40(9), 2114-2131. doi: 10.1068/a39353
- Gompers, P. (1994). The rise and fall of venture capital. *Business and Economic History*, 23(2). Hämtad från <https://thebhc.org/sites/default/files/beh/BEHprint/v023n2/p0001-p0026.pdf>
- Gompers, P., Gornall, W., Kaplan, S.N., & Strebulaev, I.A. (2016). How do venture capitalists make decisions?. *European Corporate Governance Institute (ECGI) - Finance Working Paper*, (477). 2016. doi: 10.2139/ssrn.2801385
- Gompers, P., & Lerner, J. (1999). An analysis of compensation in the U.S. venture capital partnership. *Journal of Financial Economics*, 51(1), 3-44. doi: 10.1016/S0304-405X(98)00042-7

- Gompers, P., & Lerner, J. (2000). Money chasing deals?: The impact of fund inflows on private equity valuation. *Journal of Financial Economics*, 55(2), 281-325. doi: 10.1016/S0304-405X(99)00052-5
- Gompers, P., & Lerner, J. (2004). *The Venture Capital Cycle*. Cambridge (Massachusetts): The MIT Press.
- Hedin, A. (2011). *En liten lathund om kvalitativ metod med tonvikt på intervju*. Hämtad från <https://studentportalen.uu.se/uusp-filearea-tool/download.action?nodeId=459535&toolAttachmentId=108197>
- Herrmann, J., Avdeitchikova, S., & Hjertström, A. (2016). The influence of functional and relational proximity on business angel investments. *International Journal of Entrepreneurship and Small Business*, 29(3), 468-490. doi: 10.1504/IJESB.2016.079424
- Holcombe, R.G. (1998). Entrepreneurship and economic growth. *Quarterly journal of Austrian economics*, 1(2), 45-62. doi: 10.4324/9780203966341
- Industrifonden. (2018). *Swedish Tech Funding Report 2017*. Hämtad från <https://www.slideshare.net/Industrifonden/swedish-tech-funding-report-2017>
- Isaksson, A. (1999). *Effekter av venture capital i Sverige*. (NUTEK B, 1999:3), Stockholm: NUTEK.
- Isaksson, A. (2006). *Studies on the venture capital process* (Doktorsavhandling, B, 59). Umeå: Umeås Universitet. Hämtad från <http://www.diva-portal.org/smash/record.jsf?pid=diva2:144734>
- Isaksson, A. (2010). *Staten som venture-capitalist: En sammanställning av internationell empirisk forskning*. Tillväxtanalys, Staten och riskkapitalet - Delrapport 1: Metodbeskrivning och kunskapsöversikt, Rapport 2010:01. Östersund: Tillväxtanalys, 33-84.
- Jensen, M., & Meckling, W. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360. doi: 10.1016/0304-405X(76)90026-X
- Kaplan, S.N., & Strömberg, P. (2001). Venture capitalists as principals: Contracting, screening, and monitoring. *American Economic Review*, 91(2), 426-430. doi: 10.1257/aer.91.2.426
- KPMG. (2019). *Venture Pulse* (Q4 2018). Hämtad från <https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/xx/pdf/2019/01/kpmg-venture-pulse-q4-2018.pdf>
- Köhn, A. (2018). The determinants of startup valuation in the venture capital context: A systematic review and avenues for future research. *Manager Review Quarterly*, 68(1), 3-36. doi: 10.1007/s11301-017-0131-5

- Larson, A., & Starr, J.A. (1993). A network model of organization formation. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 17(2), 5-15. doi: 10.1177/104225879301700201
- Letaifa, S.B., & Rabeau, Y. (2013). Too close to collaborate?: How geographic proximity could impede entrepreneurship and innovation. *Journal of Business Research*, 66(10), 2071-2078. doi: 10.1016/j.jbusres.2013.02.033
- Lockett, A., Wright, M., Sapienza, H., & Pruthi, S. (2002). Venture capital investors, valuation and information: A comparative study of the US, Hong Kong, India and Singapore. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, 4(3), 237-252. doi: 10.1080/13691060213715
- Lutz, E., Bender, M., Achleitner, A.K., & Kaserer, C. (2013). Importance of spatial proximity between venture capital investors and investees in Germany. *Journal of Business Research*, 66(11), 2346-2354. doi: 10.1016/j.jbusres.2012.04.016
- Macmillan, I.C., Siegel, R., & Narasimha, P.N. (1985). Criteria used by venture capitalists to evaluate new venture proposals. *Journal of Business Venturing*, 1(1), 119-128. doi: 10.1016/0883-9026(85)90011-4
- Manigart, S., De Waele, K., Wright, M., Robbie, K., Desbrieres, P., Sapienza, H., & Beekman, A. (2000). Venture capitalists, investment appraisal and accounting information: A comparative study of the USA, UK, France, Belgium and Holland. *European Financial Management*, 6(3), 389. Hämtad från <http://search.ebscohost.com/login.aspx?direct=true&db=buh&AN=3540153&site=ehost-live&scope=site>
- Martin, R., Berndt, C., Klagge, B., & Sunley, P. (2005). Spatial proximity effects and regional equity gaps in the venture capital market: Evidence from Germany and the United Kingdom. *Environment and Planning A*, 37(7), 1207-1231. doi: 10.1068/a3714
- McMillan, J.H. (2012). *Educational Research: Fundamentals for the consumer*. Boston: Pearson Education.
- McPherson, M., Smith-Lovin, L., & Cook, J.M. (2001). Birds of a feather: Homophily in social networks. *Annual Review of Sociology*, 27(1), 415-444. doi: 10.1146/annurev.soc.27.1.415
- Meglio, O., Mocciano Li Destri, A., & Capasso A. (2016). Fostering dynamic growth in new ventures through venture capital: Conceptualizing venture capital capabilities. *Long Range Planning*, 50(4). doi: 10.1016/j.lrp.2016.09.003
- Milosevic, M., Le Pendeven, B., & Fendt, J. (2018). Follow-on financing through syndication in the VC industry – a signaling perspective of VC human capital and fund characteristics. *Venture Capital*. doi: 10.1080/13691066.2018.1518664

- Miloud, T., Aspelund, A., & Cabrol, M. (2012). Startup valuation by venture capitalists: An empirical study. *Venture Capital*, 14(2-3), 151-174. doi: 10.1080/13691066.2012.667907
- Murray, N. (2017). *International investor participation is at a 12 month high*. Hämtad från <https://thenordicweb.com/international-investor-participation-is-at-a-12-month-high/>
- Mäkelä, M.M., & Maula, M.V.J. (2005). Cross-border venture capital and new venture internationalization: An isomorphism perspective. *Venture Capital*, 7(3), 227-257. doi: 10.1080/13691060500258877
- Nahapiet, J., & Ghoshal, S. (1998). Social capital, intellectual capital, and the organizational advantage. *Academy of Management Review*, 23(2), 242-266. doi: 10.5465/amr.1998.533225
- Nightingale, P., Murray, G., Cowling, M., Fuller, C.B., Mason, C., Siepel, J., & Hopkins, M. (2009). *From funding gaps to thin markets: UK government support for early-stage venture capital*. London: NESTA & BVCA.
- National Venture Capital Association. (2019). *Venture Monitor (Q4 2018)*. Hämtad från https://files.pitchbook.com/website/files/pdf/4Q_2018_PitchBook_NVCA_Venture_Monitor.pdf
- Organisation for Economic Co-operation and Development. (2017). *Entrepreneurship at a Glance 2017*, Paris: OECD Publishing. doi: 10.1787/entrepreneur_aag-2017-25-en
- Patel, R. & Davidson, B. (2011). *Forskningsmetodikens grunder: att planera, genomföra och rapportera en undersökning*. (4. uppl.). Lund: Studentlitteratur.
- Payne, T., Davis, J., Moore, C., & Greg, B. (2009). The deal structuring stage of the venture capitalist decision-making process: Exploring confidence and control. *Journal of Small Business Management*, 47(2), 154-179. doi: 10.1111/j.1540-627X.2009.00266.x
- Pradhan, R.P., Arvin, M.B., Nair, M., & Bennett, S.E. (2017). Venture capital investment, financial development, and economic growth: the case of European single market countries. *Venture Capital*, 19(4), 313-333. doi: 10.1080/13691066.2017.1332802
- Rao, D. (2013). Why 99.95% of entrepreneurs should stop wasting time seeking venture capital. *Forbes*. Hämtad från <https://www.forbes.com/sites/dileeprao/2013/07/22/why-99-95-of-entrepreneurs-should-stop-wasting-time-seeking-venture-capital/#7fd8ebcf46eb>
- Sapienza, H.J., & De Clercq, D. (2000). Venture capitalist-entrepreneur relationships in technology-based ventures. *Enterprise and Innovation Management Studies*, 1(1), 57-71. doi: 10.1080/146324400363527
- Schertler, A., & Tykvová, T. (2011). Venture capital and internationalization. *International Business Review*, 20(4), 423-439. doi: 10.1016/j.ibusrev.2010.07.009

- Sørensen, S. (2007) How Smart is Smart Money?. *The Journal of Finance*, 62(6), 2725-2762. doi: 10.1111/j.1540-6261.2007.01291.x
- Tillväxtanalys. (2018). *Risikkapitalstatistik 2017 – venture capital*. Hämtad från https://www.tillvaxtanalys.se/download/18.347b5cf7166740f99f19263b/1543417564562/statistik_2018_05_Risikkapitalstatistik%202017.pdf
- Tyebjee, T.T., & Bruno, A.V. (1984). A model of venture capitalist investment activity. *Management Science*, 30(9), 1051-1066. doi: 10.1287/mnsc.30.9.1051
- Zacharakis, A., & Shepherd, D. (2001). The nature of information and overconfidence on venture capitalists' decision making. *Journal of Business Venturing*, 16(4), 311-332. doi: 10.1016/S0883-9026(99)00052-X
- Zarutskie, R. (2010). The role of top management team human capital in venture capital markets: Evidence from first-time funds. *Journal of Business Venturing*, 25(1), 155-172. doi: 10.1016/j.jbusvent.2008.05.008
- Williamson, O.E. (1981). The Economics of organization: The transaction cost approach. *American Journal of Sociology*, 87(3), 548-577. doi: 10.1086/227496
- Wisker, G. (2009). *The Undergraduate Research Handbook*. Basingstoke: Palgrave McMillan.
- Wright, M., & Robbie, K. (1998). Venture capital and private equity: A review and synthesis. *Journal of Business Finance & Accounting*, 25(5/6), 521-570. doi: 10.1111/1468-5957.00201

Bilagor

Bilaga A – Intervjumall

Att ta upp:

* OK att spela in * Personer och företag kommer att vara anonyma * Presentera syftet

Innan vi kommer igång med de faktiska intervjufrågorna, vill du väldigt kort berätta om dig själv och din bakgrund?

(Möjliga följdfrågor)

- ☐ Vad har du för roll i företaget?
- ☐ Hur länge har du varit verksam i företaget?
- ☐ Har du varit med och startat/byggt upp företag tidigare?
- ☐ Hade du någon tidigare erfarenhet av VC?

Huvudfrågor:

Q. Varför valde ni att finansiera ert företag med VC?

(Möjliga följdfrågor)

- ☐ Var det något som gjorde att ni tvekade att ta in VC?
- ☐ Såg ni några nackdelar med att ta in VC?
- ☐ Fanns det några andra alternativ till VC? (Vilka?)
- ☐ Hur har företaget finansierats tidigare (banklån, statliga finansiärer t.ex. ALMI, privata investerare/affärsänglar)?

Q. Varför blev det just detta VC-bolag?

(Möjliga följdfrågor)

- ☐ Hur hittade ni dem/de er?
- ☐ Övervägde ni andra VC-bolag? I Sverige eller utomlands (t.ex. USA)? Varför/varför inte?

Aktivt sökt eller erhållit amerikanskt VC:

(Möjliga följdfrågor)

- ☐ Tvivlade ni på att ta in kapital från USA?
- ☐ Vad förväntade ni er att ett utländskt VC skulle bidra med som ni inte kunde få från ett svenskt VC?
- ☐ Ni har tagit in VC i flera rundor, dels från Sverige och sedan i USA. Vilka var de upplevda skillnaderna mellan att ta in VC i Sverige och USA.

Inte aktivt sökt eller erhållit amerikanskt VC:

(Möjliga följdfrågor)

- ☐ Hur tror ni den amerikanska VC-marknaden skiljer sig från den svenska?

Från det du sagt, vilka var de 3 främsta motiven att söka på vald marknad?

Q. Hur såg resan ut, från initial kontakt med VC-bolaget till genomförd investering?

(Möjliga följdfrågor)

- ☐ Initial kontakt - vem tog kontakt med vem?
- ☐ Förhandlingar - hur länge pågick dessa?
 - ☐ Upplevde ni förhandlingarna om deras investering som en lätt eller svår process?
 - ☐ Hur upplevde ni maktförhållandet vid förhandlingarna? (jämbördiga parter v.s. "take it or leave it")
 - ☐ Litar ni på dem? Har ni förtroende för dem?
- ☐ Värdering - hur gick den till?
 - ☐ Fick ni en rättvis värdering?
- ☐ Exit – finns en planerad exit? Vilken? Känns det bra?

Q. Ställdes några specifika krav på er som företag från VC?

(Möjliga följdfrågor)

- ☐ Styrning och ledning av företaget (t.ex. extern VD, styrelsens arbete)
- ☐ Hållbar utveckling (social, ekonomisk och ekologisk)
- ☐ Övriga etiska aspekter?

Q. Av allt ni har fått ut av VC-finansieringen, vad har haft störst påverkan på företaget (antingen positiv eller negativ)?

Q. Vår undersöknings huvudsakliga frågeställning kartlägger vilka motiv svenska entreprenörer generellt sett har för att söka VC i USA. Vilka tror du är de huvudsakliga anledningarna?

Är det något mer du vill tillägga?

Bonusfrågor:

- ☐ Vilka erfarenheter har du fått efter VC-finansieringen? Om du träffade dig själv i början av denna resa, vilka råd skulle du ge?
- ☐ Skulle du fatta samma beslut gällande VC-finansieringen idag som du gjorde då?

Avslutning:

- ☐ Har du förslag/kontakt till någon annan vi kan intervjua?
- ☐ Är det OK om vi vid behov återkommer med kompletterande frågor samt en enkät?

Bilaga B - Fullständig redogörelse för kodorden i avsnitt 4.2

Tabell B1: Kodord och kategorier för skillnader mellan VC i Sverige och i USA

I tabellen redovisas samtliga kodord till varje kategori för skillnader mellan svenska och amerikanska VC-marknaden. Kodord som tidigare presenterades under övrigt redovisas här.

Kodord	Kategori
Tjock marknad (9)	Marknadsdynamik (42)
Mer professionella (7)	
Snabbare beslut (6)	
Mer mogen marknad (6)	
Lägre tröskel (4)	
Preferensaktier (3)	
Mer byråkrati (3)	
Högre konkurrens bland startups (2)	
Svårt att få VC (1)	
Leverans (1)	
Högre riskbenägenhet (9)	Kultur (38)
Hårdare kultur (7)	
Mer professionella (7)	
Snabbare beslut (6)	
Vinnarmentalitet (5)	
Kultur (2)	
Mer öppenhet (1)	
Mer lojalitet i Sverige (1)	
Mer pengar (15)	Monetär kraft (38)
Högre värderingar (14)	
Högre riskbenägenhet (9)	
Mer kompetenta (7)	Aktörer på VC-marknaden (16)
Mer nischade (5)	
Mer involverade (2)	
Entreprenöriell bakgrund (1)	
Bättre kontaktnät (1)	

Bilaga C - Enkät

Rangordna de tre viktigaste motiven till varför du tror att svenska entreprenörer i allmänhet söker VC-finansiering i USA (du kan ignorera ordningen på de sju resterande alternativen).

1 är viktigast, följt av 2 och 3.

- Mer pengar
- Status
- Kompetens - få hjälp med verksamheten
- Snabb och enkel process
- Vill nå den amerikanska konsumentmarknaden
- Utvidga sitt nätverk inför nästa finansieringsrunda
- Vinnarmentalitet/Kultur
- Högre värderingar
- Befintliga kontakter (egna eller via svensk finansiär)
- Annat (skriv in ditt motiv i rutan nedan)

Tabell C1: Enkätens rådata

Insamlad data under enkätundersökningen. Tabell 5 i empirikapitlet baseras på denna data.

	1	2	3	Tot:
Mer pengar	30	23	18	71
Högre värderingar	25	22	16	63
Vill nå den amerikanska konsumentmarknaden	25	10	15	50
Utvidga sitt nätverk inför nästa finansieringsrunda	7	14	13	34
Status	4	5	6	15
Kompetens - få hjälp med verksamheten	3	13	18	34
Annat	3	2	1	6
Vinnarmentalitet/Kultur	2	4	7	13
Snabb och enkel process	1	5	2	8
Befintliga kontakter (egna eller via svensk finansiär)	0	2	4	6
	100	100	100	300