



GÖTEBORGS UNIVERSITET HANDELSHÖGSKOLAN

Andelsbaserad crowdfunding som finansieringskälla inom IT-sektorn

En kvalitativ studie om andelsbaserad crowdfunding bland svenska småföretag inom IT-sektorn

Kandidatuppsats i Industriell och finansiell ekonomi

Handelshögskolan vid Göteborgs Universitet
Höstterminen 2017

Handledare: Dr. Gert Sandahl

Författare:	Födelseår:
David Jallow	19901121
Carl-Johan Rudin	19951007

Sammanfattning

Idag finns en bred samsyn kring småföretagens avgörande betydelse för sysselsättning, effektivitet, tillväxt, innovation och dynamiken i ekonomin. Att finansiera mindre bolags etablering och tillväxt är således en fråga av stor betydelse för ekonomins utveckling såväl som för vårt välstånd. Omfattande forskning visar att små IT-företag upplever särskilt stora svårigheter i sin kapitalanskaffning, trots att vi i Sverige är inne i en period med extremt expansiv penningpolitik och historiskt låga räntor. Med andra ord ter det sig alltså finnas ett finansieringsgap för den här kategorin av bolag.

De begränsade möjligheterna för mindre företag att förlita sig på externa medel för att finansiera sina verksamheter har lett till en ökad efterfråga av alternativa finansieringsformer. Mot denna bakgrund så har fenomenet ”crowdfunding” under senare år vuxit fram som ett lovande komplement och/eller substitut till de mer traditionella finansieringsalternativen.

Den här studien syftar till att utveckla en djupare förståelse för rollen som andelsbaserad crowdfunding tänkbart kan spela i överbryggandet av det upplevda finansieringsgapet bland små svenska IT-företag. Studien tar avstamp i små företags förutsättningar i traditionella kapitalanskaffningssammanhang, och utgår således från teorier som rör dessa. För att besvara syftet har en kvalitativ studie genomförts, där empiriskt material inhämtats från aktörer inom IT-branschen genom totalt sju semistrukturerade intervjuer.

Studiens resultat bekräftar i mångt och mycket den bild av finansieringsgapet som beskrivs i den akademiska litteraturen. Resultatet visar att faktorer så som nisch, geografiskt läge, grad av mognad, och tjänst- eller produkttyp påverkar hur ett litet IT-företag upplever finansieringsgapet. Andelsbaserad crowdfunding bedöms kunna förbättra möjligheterna för dessa företag att tillgå kapital och således spela en roll i att fylla det upplevda finansieringsgapet. Finansieringsformen anses huvudsakligen ha en kompletterande funktion till traditionella finansieringsalternativ för bolag som befinner sig i en tidig fas i sin tillväxtcykel.

Studien avslutas med att diskutera några av finansieringsformens tillkortakommanden. För att andelsbaserad crowdfunding ska nå sin fulla potential krävs på sikt att lagstiftning kommer på plats, detta för att reducera de osäkerheter som för tillfället omger finansieringsformen.

Abstract

Today, there is a broad consensus on the importance of small business for employment, growth, competitiveness of the economy. Financing the establishment and growth of smaller companies is therefore a matter of great importance for the economy as well as for our prosperity. Extensive research shows that small IT companies are experiencing great difficulties in their acquisition of capital, although Sweden is in a period of extremely expansive monetary policy with interest rates at historical lows. In other words, there seems to be a funding gap for this category of firms.

The limited opportunities for smaller companies to rely on external funds to finance their operations have led to an increased demand for alternative funding. In light of this, “crowdfunding” has in recent years emerged as a promising complement and/or substitute for the more traditional forms of funding.

This study aims at developing a deeper understanding of the role that equity crowdfunding can play in bridging the perceived funding gap of small Swedish IT companies. The study takes its departure from small firms’ traditional forms of funding, and thus draws from theories related to these. In order to address the study’s purpose, a qualitative study has been conducted, based on empirical data collected from actors of the Swedish IT industry through a total of seven semi-structured interviews.

The results of the study largely confirm the already existing view of the funding gap that is described in the academic literature. The results show that factors such as niche, geographic location, degree of maturity, and service or product type offered, affect how a small IT company experiences the gap. Equity crowdfunding is thought to have the potential to enhance access to capital for this category of firms and is thus believed to have a role in filling the perceived gap. Equity crowdfunding is generally considered to be a complement to traditional financing alternatives for companies that are in the early stages of their growth cycle.

The study concludes by discussing some of the shortcomings of the equity crowdfunding. In order for equity crowdfunding to reach its full potential, it is imperative that legislation is introduced to reduce the uncertainties currently surrounding the method.

Förord

Uppsatsprocessen har varit både spännande och lärorik, men också tidskrävande. Vi vill först och främst rikta ett stort tack till de respondenter som deltog och delade med sig av sina ovärderliga erfarenheter och sin kunskap. Utan er hade denna studie inte varit möjlig. Vi vill även passa på att tacka vår handledare, Dr. Gert Sandahl, för de råd och den konstruktiva kritik han givit oss under skrivprocessens gång, samt vår opponentgrupp för den nyttiga återkoppling vi fått under gruppmötena.

Till sist vill vi tacka varandra för ett gott och givande samarbete under hela den gångna hösten.

.....
David Jallow

.....
Carl-Johan Rudin

Göteborg, den 8 januari, 2018

Definitionslista

Crowdfunding – Finansiering av olika typer av verksamheter, projekt, eller syften genom att samla in pengar under en begränsad tidsperiod från en mängd olika aktörer, vanligtvis genom internetbaserade plattformar (Företagarna, 2016).

Andelsbaserad crowdfunding – En form av motprestationsbaserad crowdfunding där den finansierade tar in kapital genom att ge ut aktier till investerare och därmed blir delägare i bolaget (Mollick, 2014).

Affärsängel – En privatperson som satsar sitt kapital (både monetärt och kunskapskapital) i ett nystartat bolag (Berger & Udell, 1998).

Riskekapital – Samlingsnamn för kapital som riskeras vid investeringar och omfattar alla tillskott av kapital i ett företag som inte är lån (Landström & Löwegren, 2010).

Finansieringsgap – Ett begrepp som används för att beskriva rådande obalanser mellan utbud och efterfrågan på kapital (Landström, 2003).

Småföretag – Organisationer med färre än 49 anställda och med en omsättning som inte överskrider 10 miljoner euro (EC, 2002).

Innehållsförteckning

1.	Problematisering	1
1.1	Bakgrund	1
1.2	Problemdiskussion	2
1.3	Syfte och forskningsfråga.....	4
2.	Teoretisk referensram	5
2.1	Finansieringsgapet	5
2.2	Pecking order theory	6
2.3	Ett småföretags finansiella tillväxtcykel.....	7
2.4	Traditionella finansieringsformer	8
2.4.1	<i>Eget kapital.....</i>	<i>8</i>
2.4.2	<i>Kommersiella långgivare.....</i>	<i>8</i>
2.4.3	<i>Offentliga kapitalkällor</i>	<i>9</i>
2.4.4	<i>Riskkapital</i>	<i>10</i>
2.4.5	<i>Finansiell bootstrapping</i>	<i>10</i>
2.5	Crowdfunding.....	11
2.5.1	<i>Crowdgiving</i>	<i>12</i>
2.5.2	<i>Pre-sales</i>	<i>12</i>
2.5.3	<i>Crowdlending.....</i>	<i>12</i>
2.6	Equity crowdfunding	12
2.6.1	<i>Fördelar</i>	<i>13</i>
2.6.2	<i>Nackdelar.....</i>	<i>13</i>
2.6.3	<i>Juridiska aspekter.....</i>	<i>14</i>
2.6.4	<i>Roll som finansieringskälla.....</i>	<i>14</i>
2.6.5	<i>Equity crowdfunding i Sverige.....</i>	<i>14</i>
2.7	Teoretisk sammanställning.....	15
3	Metod.....	17
3.1	Ämnesval.....	17
3.2	Angreppssätt och undersökningsmetod	17
3.3	Insamling av data.....	18
3.3.1	<i>Primärdata.....</i>	<i>18</i>
3.3.2	<i>Sekundärdata.....</i>	<i>18</i>
3.3.3	<i>Urval.....</i>	<i>18</i>
3.3.4	<i>Intervjugenomförande, utformning och bearbetning av data.....</i>	<i>19</i>
3.3.5	<i>Bearbetning av insamlade data.....</i>	<i>20</i>
3.4	Reliabilitet och validitet	21
3.4.1	<i>Reliabilitet.....</i>	<i>21</i>

3.4.2	<i>Validitet</i>	21
3.4.3	Etiska överväganden.....	22
4	Empiri.....	24
4.1	Finansieringsgapet.....	24
4.2	Pecking order theory.....	25
4.3	Ett småföretags finansiella tillväxtcykel.....	27
4.4	Equity crowdfunding.....	28
4.4.1	<i>Fördelar</i>	28
4.4.2	<i>Nackdelar</i>	29
4.4.3	<i>Juridiska aspekter</i>	30
4.4.4	<i>Roll som finansieringskälla</i>	30
4.5	Framtidsutsikter.....	31
5	Analys och diskussion.....	33
5.1	Finansieringsgapet.....	33
5.2	Pecking order theory.....	34
5.3	Ett småföretags finansiella tillväxtcykel.....	36
5.4	Equity crowdfunding.....	37
5.4.1	<i>Fördelar</i>	37
5.4.2	<i>Nackdelar</i>	38
5.4.3	<i>Juridiska aspekter</i>	39
5.4.4	<i>Roll som finansieringskälla</i>	39
5.4.5	<i>Framtidsutsikter</i>	40
6	Slutsatser och avslutande kommentarer.....	41
6.1	Sammanfattande slutsatser.....	41
6.2	Förslag till vidare forskning.....	44
	Referenser.....	45
	Bilagor.....	48
	Bilaga 1: Intervjuguide.....	48
	Bilaga 2: Empirisk sammanfattning.....	49

1. Problematisering

I arbetets inledande kapitel presenteras bakgrunden till studiens ämne och problem. Därefter tas problemdiskussionen som ligger till grund för studiens syfte och frågeställningar.

1.1 Bakgrund

En av de främsta angelägenheterna för mindre bolag är kapitalanskaffning (Riksbanken, 2010b). Potentiellt goda affärsidéer kan gå i stöpet om nödvändigt kapital inte finns att tillgå (Bergström & Samuelsson, 2015). Ett av de vanligaste sätten för mindre företag att ta in kapital är att söka lån hos banker och andra finansiella institut. Detta tillvägagångssätt måste dock betraktas som tämligen begränsat för företagen, särskilt efter den senaste finanskrisen som medfört skärpta regler för bankernas utlåning. I Europa har implementeringen av Basel III inneburit att banker måste hålla en större likviditetsbuffert, som till följd har minskat deras förmåga och vilja att tillhandahålla kapital, inte minst till små företag i expansiv fas (Finansdepartementet, 2013b; Riksbanken, 2010a; DI, 2016).

Finansiering med hjälp av riskkapital och affärsänglar är en annan möjlighet, men i regel så tenderar detta att vara mer aktuellt i ett senare skede då investerare bättre kan förvissa om riskerna som är förenade med investeringen (Ibrahim, 2015; Landström & Löwegren, 2010). Den knappa tillgången på låne- respektive riskkapital har således gjort det svårt för små tillväxtföretag att vidareutveckla sina idéer och projekt (Riksbanken, 2010b; DI, 2016). De stora obalanser som finns mellan utbud och efterfrågan av kapital för dessa företag har bidragit till förekomsten av ett finansieringsgap (Tillväxtverket, 2013).

De begränsade möjligheterna för mindre företag att förlita sig på externa medel för att finansiera sina verksamheter har lett till en ökad efterfråga av alternativa finansieringsformer (Finansdepartementet, 2013b; DI, 2016). Mot denna bakgrund har fenomenet ”crowdfunding” (på svenska ofta benämnt ”gräsrotsfinansiering”) under senare år vuxit fram som ett lovande komplement och/eller substitut till de mer traditionella finansieringsalternativen (Ibrahim, 2015). Crowdfundingens attraktionskraft ligger framförallt i att det underlättar för företag att hitta kapital till nyinvesteringar och finansieringsformen används alltmer för att starta bolag och i forsknings- och utvecklingsinsatser (Tillväxtverket, 2013; Finansdepartementet, 2013a).

Idag kan minst fyra former av crowdfunding urskiljas, nämligen: andelsbaserad, lånebaserad, förköpsbaserad, gåvobaserad crowdfunding (Ahlers, Cumming, Gunther & Schweizer, 2015) Den gemensamma nämnaren för de olika varianterna av crowdfunding är att de framförallt tjänar bolag

som inte har någon finansiell historik bakom sig. Detta medför att underlaget som potentiella investerare har att tillgå för att bedöma (t.ex. kassaflödesanalys eller årsredovisningar) bolagets verksamhet utifrån ofta är otillfredsställande (Mollick, 2014).

Andelsbaserad crowdfunding, eller s.k. ”equity crowdfunding”, går ut på att den investerande parten erhåller andelar i företaget i utbyte mot kapital (Tillväxtverket, 2013). Medan den här formen av crowdfunding har potential att generera kapital och möjligheter för tillväxt, så medför den även vissa risker från investerarens synvinkel då det finns betydande osäkerheter sett till framtida avkastning (Tillväxtverket, 2013; Collins, 2012). I ren ekonomisk mening är crowdfunding ingenting nytt, kapitalanskaffning i form av offentliga insamlingar har skedd så tidigt som på 1800-talet (BBC, 2013). Det som däremot skiljer crowdfunding från dess föregångare och de mer etablerade finansieringsformerna är sättet den utförs på (Agrawal, Catalini & Goldfarb 2011). Medan exempelvis riskkapital ofta förmedlas via konventionella kanaler, sker anskaffningen av kapital under crowdfunding genom IT-plattformar där en stor skara små finansiärer, i regel, sammanlänkas med mindre företag (FI, 2015).

1.2 Problemdiskussion

I Sverige finns uppskattningsvis 90 000 små till medelstora företag (SME) vars sammantagna kreditunderskott årligen uppskattas uppgå till nästan 1 miljard kronor. Små företag utgör mer än 99% av de registrerade bolagen i Sverige, svarar för ungefär två tredjedelar av den totala sysselsättningen, skapar fyra av fem nya arbetstillfällen, och står för en ökande del av ekonomisk tillväxt, förnyelser och innovation (EECAF, 2016). Idag finns en bred samsyn kring småföretagens avgörande betydelse för sysselsättning, effektivitet, tillväxt, innovation och dynamiken i ekonomin (EC, 2003). Att finansiera mindre bolags etablering och tillväxt är således en fråga av stor betydelse för ekonomins utveckling såväl som för vårt välbefinnande.

Den internationella forskningen är i stort sett enig om att banklån utgör den största enskilda externa finansieringskällan för småföretag i merparten av industrialiserade länder, Sverige medräknat. Kreditmarknadernas funktion är således av central betydelse ur samhällsekonomisk synpunkt (Berry, Sweeting & Gato, 2006). Omfattande empirisk forskning visar på svårigheterna för mindre företag att erhålla banklån (Bjerkesjö, Hallin, Silver & Spangenberg, 2011). I EU-kommissionens utvärdering av hur små företag presterar runtom i Europa fann man att svenska företag levererar hälften så många innovativa idéer som EU:s genomsnitt. En förklarande slutsats var att offentligt företagsstöd inte finns tillgängligt i Sverige i samma utsträckning som i andra EU-länder (EECAF, 2016). I en annan omfattande undersökning som organisationen Företagarna genomförde i fjol, uppgav sex av tio företrädare för svenska småföretag att de upplever det som ”ganska”

eller ”väldigt svårt” att få tillgång till externt kapital för att genomföra investeringar. Ungefär hälften av respondenterna uttryckte samma uppfattning gällande finansiering av bolagets löpande verksamhet (Företagarna, 2016). Det är värt att poängtera att detta sker då vi i Sverige är inne i en period med extremt expansiv penningpolitik och historiskt låga räntor (Ibid.).

Det ter sig alltså finnas ett finansieringsgap för dessa företag, även om det inte är helt klart huruvida gapet är en direkt konsekvens av ett marknadsmisslyckande eller om det springer ur att marknaden är för liten i förhållande till antalet verksamma företag, något som förknippas med högre transaktionskostnader för kreditgivare såväl som kredittagare vilket kan försvåra möjligheterna att erhålla externa medel. Likväl, från ett samhällsperspektiv indikerar förekomsten av ett finansieringsgap att kreditmarknaden inte fungerar optimalt, d.v.s. det är svårare för företag att få tillgång till externa medel än vad deras potentiella avkastningsförmåga antyder (Tillväxtverket, 2013). Det är i detta sammanhang som framväxten av alternativa finansieringsformer som crowdfunding blir intressant – i egenskap av deras potential att överbrygga finansieringsgapet.

Även om IT utgör ett avgränsat marknadssegment, så torde IT-entreprenörers attityder gentemot crowdfunding kunna betraktas som ett lackmustest för finansieringsformen på ett mer generellt plan. Mot bakgrund av den långtgående digitaliseringen, internets utbredning och tillgänglighet i Sverige, skulle det således kunna vara rimligt att förvänta sig att svenska IT-entreprenörer ligger i framkant vad gäller användandet av crowdfunding. Dessa entreprenörers vidkommanden och insikter kan därför sannolikt också observeras bland företag verksamma i andra sektorer. Eftersom det råder uppenbara oklarheter på området och att forskningen på området fortfarande är i sin linda, finns det ett stort behov av att utveckla en djupare konceptuell och empirisk förståelse för finansieringsformens aktuella och potentiella roll för de svenska småföretagen, för tillväxten och för samhället i stort.

1.3 Syfte och forskningsfråga

Det övergripande syftet med den föreliggande studien är att utveckla en djupare förståelse för rollen som andelsbaserad crowdfunding tänkbart kan spela i överbryggandet av det upplevda finansieringsgapet bland små svenska IT-företag.

För att uppnå detta syfte utgår studien från följande huvudfrågeställning:

- ”Vilken roll kan andelsbaserad crowdfunding spela i att fylla finansieringsgapet som upplevs av små svenska IT-företag?”

Som stöd för att besvara huvudfrågeställningen har följande underfrågor formulerats, med ett starkare fokus på de två inledande underfrågorna:

- ”Hur prioriterar företagen andelsbaserad crowdfunding som kapitalkälla?”
- ”I vilket skede i företagets livscykel lämpar sig andelsbaserad crowdfunding bäst?”
- ”Vilka huvudsakliga för- och nackdelar ser företagen med andelsbaserad crowdfunding?”
- ”I vilken utsträckning kan andelsbaserad crowdfunding ersätta de traditionella finansieringsformerna?”

2. Teoretisk referensram

I avsnittet som följer presenteras relevanta teorier som är kopplade till studiens syfte och frågeställningar. Kapitlet inleds med att beskriva finansieringsgapet följt av pecking order theory samt ett småföretags olika tillväxtfaser. Vidare beskrivs traditionella finansieringskällor och till sist beskrivs crowdfunding.

2.1 Finansieringsgapet

Det finansiella gapet är ett begrepp som används för att beskriva rådande obalanser mellan utbud och efterfrågan på kapital, vilket bidrar till att företag upplever svårigheter att finansiera sina verksamheter (Landström, 2003). Den vetenskapliga litteraturen är i stort sett helt enig kring att detta framförallt är ett problem för mindre företag som i regel har svårare än större företag att täcka sina kapitalbehov. Enligt Landström och Löwengren (2010) är finansieringsgapet särskilt påtagligt bland små innovativa företag. Under årens gång har en mängd studier publicerats som stödjer detta påstående (Berger & Udell, 1998; Schiffer & Weder, 2001; Beck & Maksimovic, 2002; Beck & Demircu-Kunt, 2006). Bjerkesjö et al. (2011) har visat att små svenska tjänsteföretag upplever det särskilt utmanande att få sina kapitalbehov täckta, även om det finns branschmässiga skillnader (Bjerkesjö et al., 2011). Svensk forskning på området tyder även på att finansieringsgapet är geografiskt betingat. En väl citerad studie som genomförts av Glesbygdverket (2006), visar att tjänsteföretag rotade i landsbygd och glesbygd har begränsade möjligheter att erhålla kapital för investeringar vilket utgör ett stort hinder för deras tillväxt (Glesbygdverket, 2006). Nystartade bolag är ytterligare en kategori av företag med upplevda finansieringsproblem som vanligtvis lyfts fram i litteraturen (Landström & Löwengren, 2010).

Den grundläggande förklaringen till finansieringsgapets existens brukar förklaras i den ojämna (eller "asymmetriska") informationsfördelningen som existerar mellan entreprenör och investerare (Landström, 2009). Detta betyder att den tidigare nämnde generellt sett sitter inne på mer information än sin motpart. Viktig information om företaget kan vara svår att koda (t.ex. entreprenörens idéer, motivation, drivkrafter) och överförs till de avsedda investerarna och därmed kan möjligheterna att externt granska ett mindre bolag många gånger vara begränsad (Ibid.). Avsaknaden av information om små företag grundar sig också i att de inte ställs för samma krav och förväntningar som större företag, dels i form av regelverk men också av investerare, leverantörer, kunder och tillsynsmyndigheter (Vos, Yeh, Carter & Tagg, 2007). Osäkerheten som följer av bristande tillgång på information innebär därför en påtaglig risk för investeraren. Från finansärens sida kan detta upplevas som att den kapitalsökande har ett informationsövertag, men

ibland råder det omvända, d.v.s. att erfarna investerare har mer information om marknaden än vad det mindre bolaget gör (Landström & Löwegren, 2010).

Det finns också de forskare som menar att det finns marknadsmässiga orsaker till förekomsten av finansieringsgapet för små företag. Nightingale et al. (2009) nämner ”tunna marknader” som en huvudsaklig orsak, d.v.s. att aktörerna på både utbud- och efterfrågesidan är så få till antalet att de höga kostnaderna som krävs för att finna varandra blir hämmande. Detta summeras även väl av Isaksson (2010, s. 42) i följande citat: *”På en tunn marknad klagar företagen på att det inte finns [finansiärer] och [finansiärerna] klagar på att det inte finns företag att investera i, och båda har rätt”*.

Emellertid finns det fler förklaringar till förekomsten av finansieringsgapet. Merparten av dessa orsaker kan tillskrivas investerare, däribland: (i) för hög upplevd risk, (ii) bristande kompetens och analysverktyg, och (iii) höga relativa transaktions- och kontrollkostnader, (iv) kognitiva fördomar gentemot entreprenören. Bland underliggande faktorer som kan hänföras till den finansierade hör bl.a. (1) bristande finansiell kunskap samt (2) en negativ attityd mot externa finansieringskällor (Landström, 2003; Fraser, Bhaumik & Wright 2015).

2.2 Pecking order theory

Som redogjorts för medför förekomsten av informationsasymmetrier mellan finansiärer och entreprenörer att det är mer kostsamt för små företag att tillgodose sina kapitalbehov (Akerlof, 1970). I sin tur leder detta till uppkomsten av en preferensordning som grundar sig i att vissa former av kapital är dyrare än andra, något som adresseras av den s.k. ”pecking order theory”. Teorin är utvecklad av Myers och Majluf (1984) och förklarar hur företag prioriterar sina val av finansieringskällor. Förenklat kan man säga att det finns en sorts ”finansieringstrappa” som bolag brukar genomgå, där entreprenören till en början försöker att tillgodose sina kapitalbehov med eget kapital. När det alternativet sedan är uttömt vänder man sig till en större krets som skämtsamt brukar beskrivas som ”friends, fools and family” med anspelning på att de som ingår i denna kategori tenderar att se mer till känsla än förnuft. Först därefter utforskar entreprenören externa finansieringsalternativ i form av kreditlån och därefter ägarkapital. Enligt pecking order-theory vill det kapitalsökande företaget i så stor utsträckning som möjligt undvika att ta in externt ägarkapital, detta för att inte avhända sig inflytande och kontroll i bolaget (Myers & Majluf, 1984; Bjerkesjö et al., 2011).

Finansieringstrappan förklaras i sin tur i existensen av informationsasymmetrier, d.v.s. att ett företags huvudmän alltid besitter mer information om företaget, dess risker och dess sanna värde än vad utomstående investerare gör. Den asymmetriska informationen påverkar därför valet mellan

internt och externt genererat kapital. Vid intern finansiering är informationsasymmetrier obefintliga och kapitalkostnaden är därför lägre än vid extern finansiering. I valet av extern finansieringskälla argumenterar teorins upphovsmän att skuldsättning är att föredra framför utfärdandet av aktier eftersom det signalerar styrelsens tro på att investeringen är lönsam och att företaget är undervärderat (Brealey, Meyers, Allen & Mohanty, 2012).

Det finns samtidigt forskare som ställer sig skeptiska till teorins applicerbarhet på små företag. En del av de premisser som gäller för små företag kan exempelvis göra att aktiekapital prioriteras framför belåning (Paul, Whittam & Wyper, 2007). Enligt Brealey, Leland och Pyle (1977) är t.ex. informationsproblem större för små företag än för större företag. Andra faktorer i småföretag så som bolagsägarnas personliga ansvar, deras preferenser, och företagets behov av kompetens och kontakter har också bäring på valet av finansieringskälla (Paul, Whittam & Wyper 2007). Howorth (1999) menar att teorin är högst tillämplig för små företag men att dessa inte behöver följa den ursprungliga modellen steg för steg och föreslår i stället en förenklad modell där företagets disposition gentemot valet av finansiering grundar sig i ägarnas kontrollbehov. Enligt Howorth har småföretag överlag ett starkare kontrollbehov än större företag och således gäller en ”avkortad” variant av modellen. Ett företag med en stark aversion gentemot extern finansiering kommer inte att röra sig nedåt i modellen trots att utbudsförhållanden inte är hämmande. Exempelvis kommer ett sådant företag att undvika att söka krediter eftersom det innebär en ökad risk för förlorad kontroll (Howorth, 1999).

2.3 Ett småföretags finansiella tillväxtcykel

En viktig aspekt som pecking order theory inte till fullo beaktar är timing. Ett företags kapitalbehov kan se olika ut vid olika faser i dess livscykel vilket medför att olika finansieringsformer kan lämpa sig bättre vid ett skede i företagets utveckling än i ett annat. Sandström (2003) delar in mindre bolags finansiella tillväxtcykel i fyra stadier där de ekonomiska behoven och möjligheterna förändras successivt allt eftersom bolaget genomgår tillväxt, mognad, och nedgång, och i allt mindre utsträckning påverkas av informationsasymmetrier. Ett litet bolags riskprofil tenderar också att förändras över tid, och här kan tillväxtcykeln tillföra insikter om hur ett företag lämpligen bör finansieras för att balansera den totala risken. Risken består av två komponenter: finansiell risk och affärsrisk. Medan den finansiella risken syftar till företagets belåningsgrad och inledningsvis är låg relaterar affärsrisken till de branschspecifika konkurrens- och efterfrågesvängningar som företaget ställs inför och tenderar att avta över tid (Andrén, Eriksson & Hansson, 2015). Sammanfattningsvis, i takt med förändrade premisser kan det därför bli aktuellt att söka sig till andra finansieringskällor som tidigare inte varit tillgängliga eller att föredra, t.ex. riskkapital, banklån,

och nyemission. Berger och Udell (1998) som också talar om finansiering i relation till ett småföretags tillväxtfaser menar att en generaliserad tillväxtcykel inte passar alla småföretag på grund av faktorer som bolagsstorlek, ålder, branschtillhörighet, och tillgång till information (Berger & Udell, 1998). Annan kritik som lyfts fram mot modellen är att den förutsätter att ett bolag genomgår samtliga tillväxtfaser i kronologisk ordning, vilket nödvändigtvis inte är fallet (Lindholm-Dahlstrand, 2004).

2.4 Traditionella finansieringsformer

2.4.1 Eget kapital

Finansiering med eget kapital är en form av intern finansiering som innebär att bolagets skjuter till nya medel, alternativt återinvesterar vinster i företaget. När informationsasymmetri är som mest påtaglig mellan företag och externa aktörer kan den här finansieringskällan vara avgörande för företagets överlevnad (Nilsson & Isaksson, 2002). Enligt Andrén, Eriksson och Hansson (2003) kan eget kapital delas in i bundet respektive fritt eget kapital, med skillnaden att det obundna kapitalet kan delas ut till aktieinnehavarna. Utöver ett långsiktigt säkerställande av verksamheten, medför egna medel större finansiellt svängrum vilket kan bidra till att öka bolagets trovärdighet bland potentiella investerare. Ett bolag som startar med ett tillräckligt stort eget kapital kan finansiera investeringar och drift av verksamheten även om man inte kunnat bokföra några försäljningsintäkter, något som möjliggör för företaget att ha en förlängd utvecklingsfas (Andrén, Eriksson & Hansson, 2015). Det egna kapitalet är många gånger begränsat för småföretag, vilket gör det svårt att förlita sig på det som enskild finansieringskälla. Snabbt växande småföretag är i synnerhet i stort behov av tillförsel av nytt kapital för att fortsatt kunna växa (Landström, 1988).

Den stora merparten av små företag i Sverige finansierar sina investeringar genom eget kapital. Enligt en enkätundersökning utförd av Almi Företagspartner, står det egna kapitalet för 80% av de små företagens finansiering (Ibid.).

2.4.2 Kommersiella långgivare

En överlag enig forskning visar att banklån är den vanligast förekommande externa finansieringskällan för små och medelstora företag i nästan alla industriländer (Fields, Fraser, Berry & Byers, 2006; Landström & Löwegren, 2010). När ett bolag lånar pengar av en bank görs detta med motkrav på amortering och ränta enligt de upprättade avtalsvillkoren. Banken kräver ofta att låntagaren ställer säkerhet för lånet, ofta i form av en fastighet, ett pantbrev, eller borgensåtagande (Garmer & Kyllenius, 2004). Från låntagarens sida är en huvudsaklig fördel med banklån att denne kan upprätthålla sin ägarstyrning samtidigt som bolaget får tillgång till en mer eller mindre stor

summa kapital. Vid banklån tas ingen hänsyn till investeringens lönsamhet och därför står företaget för hela risken som är förknippad med investeringen. Banklån påverkar inte heller ägarstrukturen i företaget så länge lånet återbetalas i tid, men eftersom lån måste betalas tillbaka med framtida intäkter och med ränta kan andra finansieringsalternativ på sikt vara att föredra (Andrén, Eriksson & Hansson, 2015).

Att bevilja ett banklån är, från bankens sida, förknippat med vissa risker eftersom det kan vara svårt att göra en riktig bedömning av låntagarens trovärdighet, förmåga, och motivation (Storey, 2016). För att undvika kreditförluster och för att maximera sin lönsamhet, delar banker ofta in marknaden i olika segment och försöker rikta sitt utbud mot de segment som ger så hög avkastning som möjligt till lägst möjliga risk. Kreditbedömningar är i regel svårare att genomföra när det gäller små och nystartade företag, många gånger på grund av att historik, numeriska data, och information över dessa bolag inte finns att tillgå. Bankerna tenderar således att vara försiktiga när de beviljar lån till små företag som ofta upplever svårigheter att erhålla finansiella medel från banker (Bruns, 2003).

2.4.3 Offentliga kapitalkällor

Offentliga medel kan tillföras som ägarkapital, såväl som lån eller bidrag. När det offentliga kapitalet nyttjas som ägarkapital sker det vanligtvis under samma premisser som för annat ägarkapital, d.v.s., det betraktas som en investering snarare än ett stöd. Offentliga lån skiljer sig mot lån på kreditmarknaden på så vis att de offentliga lånen normalt sett är villkorslån, d.v.s. de skrivs av i händelse av att bolaget skulle hamna i en situation där de saknar betalningsförmåga (Landström & Löwegren, 2010). Enligt Bjerkesjö et al. (2011) spelar offentligt kapital har en mindre betydande roll i sammanhanget än övriga finansieringsformer. Författarna menar att både offentliga bidrag och lån förekommer i väldigt liten utsträckning i Sverige, även om det går att finna regionala avvikelser.

I Sverige finns i dagsläget ett stort antal aktörer som på ett sätt eller annat erbjuder marknadskompletterande tjänster till småföretag. Vad gäller kreditfinansiering riktad till mindre företag är statens främsta marknadskompletterande verktyg, Almi Företagspartner, av stor betydelse. Almi arbetar branschbrett mot SME-företag och utgör grunden i det entreprenörskapsfrämjande stödsystemet. Sedan finanskrisen 2008 har staten valt att stärka Almi:s kapacitet i syfte att förbättra finansieringsmöjligheter för småföretag (Almi, 2015). En annan finansieringsinsats värd att nämna är den såddfinansiering som förmedlas av länsstyrelser i Sverige och som beviljas genom bidrag eller lån. Tillväxtverket har tidigare lyft fram den här finansieringskällan som en betydande stödform för små företag eftersom kreditfinansiering via bank i regel inte är ett alternativ, särskilt inte i ett tidigt skede (Tillväxtanalys, 2011).

2.4.4 Riskkapital

Att vända sig till riskkapitalmarknaden är ett alternativ för företag som önskar att ta in extern finansiering. På denna marknad kan onoterade bolag erhålla finansiering i form av privata tillskott från investerare (Landström & Löwegren, 2010).

Venturekapital är en typ av riskkapital som framförallt förmedlas genom mellanhänder. Professionella investerare bidrar med kapital som intermediärer, i sin tur, omfördelar till onoterade bolag (Berger & Udell, 1998). Externa finansiärer av denna typ intresserar sig normalt sett i snabbt växande, något mer etablerade företag (Landström & Löwegren, 2010). Investeringar i form av venturekapital genomförs under en begränsad tid, framförallt i fonder med målsättning om att erhålla finansiell avkastning. Venturekapitalist-aktörer erhåller avkastning genom att man gör en så kallad "exit" där man antingen säljer av sin andel av bolaget till ett annat riskkapitalbolag eller börsintroducerar det (Ibid.). Graden av risk som är kopplad till investeringen beror framförallt på vilket skede i livscykeln som företaget befinner sig i. Generellt sett är tidigare skeden förknippade med högre risk vilket därför ökar kraven på avkastning (Berger & Udell, 1998). En stor fördel med venturekapital från ett företags perspektiv är att finansiärerna i regel accepterar risken och att de därför inte kräver några uttalade säkerheter. Det kapital som inbringas har inga krav på räntor och avbetalningar. Dessa uppsidor måste vägas mot det avkall på sin självständighet som finansieringsformen innebär då de flesta riskkapitalister kräver inflytande i bolagets styrelse (Garmer & Kyllenius, 2004).

Så kallade "affärsänglar" utgör en annan sida av riskkapitalmarknaden. Denna variant av riskkapital kan ses som ett mer informellt alternativ till venturekapital-aktörer där privatpersoner investerar sina egna medel i ett företag. Vad som särskilt utmärker kapitalanskaffning genom affärsänglar från andra externa former av finansiering är att man undviker mellanhänder. De processer som omger finansieringen sköts således direkt mellan investerare och det aktuella bolaget. I gengäld för satsat kapital får affärsängeln normalt sett ett aktieavtal. I kontrast till andra typer av investerare är affärsänglar förmögna individer med kapacitet att enskilt möta ett bolags kapitalbehov (Berger & Udell, 1998). Kännetecknande för affärsänglar är att de tenderar att gå in i ett tidigt skede och att de engagerar sig aktivt i sina investeringsobjekt (Mason & Stark, 2004). Det förekommer också emellanåt att flera affärsänglar går samman och gemensamt driver en investeringsverksamhet. (Berger and Udell, 1998). Likt ett venturekapital-bolag, erhåller affärsänglar sin avkastning genom en exit. Från ett litet företags perspektiv så är en stor fördel med affärsänglar att de ofta bidrar med betydande erfarenheter, kunskaper, och kontaktnätverk (Garmer & Kyllenius, 2004).

2.4.5 Finansiell bootstrapping

Finansiell bootstrapping är ett alternativ till de mer etablerade finansieringsformer som diskuterats ovan. Medan traditionella finansieringsformer tenderar att fokusera på finansiella aspekter av ett företags resursanskaffning, så syftar bootstrapping-metoder till att erhålla nödvändiga resurser till så liten kostnad som möjligt. Detta kan exempelvis ske genom att bolaget lånar resurser av andra bolag eller att de utökar sin kompetens genom att involvera studenter i företagets verksamhet. Ett bolag kan också hålla nere sina kostnader genom att dela resurser med andra företag eller genom att införskaffa begagnad utrustning istället för ny. (Wingborg & Landström, 2000).

Wingborg och Landström (2000) menar att metodens attraktionskraft ligger i att företagen genom minskad finansiell belastningen kan behålla kontroll och fokus på sin kärnverksamhet. En annan fördel är att ägaren i ett litet företag kan undvika att ta in nytt ägarkapital och således behålla sitt inflytande i företaget. Nackdelar som dock lyfts fram är exempelvis att företagets utveckling tänkbart skulle kunna hämmas, den generella osäkerheten som råder kring kontrollen över de bootstrappade resurserna, samt att relationer till företag och individer kan äventyras om parterna inte upplever att utnyttjande är ömsesidigt (Wingborg & Landström, 2000).

2.5 Crowdfunding

Crowdfunding, eller gräsrotsfinansiering, handlar om att finansiera olika typer av verksamheter, projekt eller syften genom att samla in pengar under en begränsad tidsperiod från en mängd olika aktörer (Företagarna, 2016). I svensk litteratur har fenomenet ofta beskrivits som ”många bäckar små” med innebörden att ett stort antal individer bidrar med mindre summor till en företeelse. Många gånger är marknadsföringsmässiga aspekter och den mediala uppmärksamheten som ett bolag, en produkt, eller ett ändamål får till följd av en crowdfunding-kampanj mer betydelsefull än kapitalet man lyckas resa (FI, 2015). Även om crowdfunding tar sig olika uttryck och de underliggande motivationerna för dess användning varierar, går det åtminstone att urskilja ett par gemensamma nämnare för finansieringsformen. Internet hör till en av dessa nämnare. All form av crowdfunding förmedlas nämligen helt eller delvis genom internetbaserade plattformar. En annan nämnare är att finansieringen vanligtvis gäller bolag eller projekt som av olika anledningar har svårt att erhålla extern finansiering genom mer traditionella finansieringssätt. Exempelvis så kan detta bero på att den kapitalsökande aktören saknar erfarenhet och övertygande meriter. När det gäller särskilt innovativa idéer så kan den kapitalsökande även ha svårigheter att påvisa idéns kommersialiserbarhet (Tillväxtverket, 2013).

Som med många andra nya företeelser, har den akademiska litteraturen ännu inte lyckats enas om en enhetlig definition kring begreppet. Tillväxtverket (2013, s. 19) har utarbetat en något snävare definition av crowdfunding än de flesta andra definitioner: ”*crowdfunding är när många finansörer, var*

för sig, med eget ansvar och i en direkt transaktion med den finansierade bidrar till finansieringen av ett enskilt onoterat företag eller ett projekt genom: Lån, bidrag, förköp av en vara eller tjänst, eller köp av andelar i bolaget”.

2.5.1 Crowdgiving

Crowdgiving eller gåvobaserad crowdfunding bygger mer eller mindre på att finansiärerna donerar pengar till den kapitalsökande. Under den här formen finns det således inga formella krav på ekonomisk motprestation från den finansierades sida, även om det förekommer att finansiärerna erhåller någonting av symboliskt värde i utbyte. Den här formen av crowdfunding förekommer framförallt vid finansiering av projekt eller företeelser inom kultursektorn. Bevekelsegrunderna för bidragen är vanligtvis ideella och grundar sig t.ex. i ansvarskännande. Eftersom det rör sig om frivilliga åtaganden från finansiärernas sida är finansieringsformen oreglerad (Tillväxtverket, 2013).

2.5.2 Pre-sales

Pre-sales eller förköpsbaserad crowdfunding handlar om att ett företag eller en entreprenör i förväg tar betalt för en produkt eller tjänst för att finansiera tillhandahållandet av densamma. Motprestationskrav ställs i form av att den betalade produkten eller tjänsten levereras. Pre-sales crowdfunding kan sägas verka inom en juridisk gråzon eftersom gränsdragningen mellan förköp och donation många gånger inte är helt uppenbar. Liket under crowdgiving är finansiärerna i någon utsträckning ofta ideellt motiverade (Tillväxtverket, 2013).

2.5.3 Crowdlending

Crowdlending är en lånebaserad form av crowdfunding. Det är en av de typer av crowdfunding som involverar krav på finansiell motprestation (i form av återbetalning av lånet och ränta) då den bygger på att en finansiär ställer ut ett lån till den finansierade. Den här formen förekommer i väldigt liten utsträckning, både i Sverige och globalt. Detta tros dels bero på att crowdlending förutsätter att den enskilde finansiären går in med en större mängd pengar än vad som är fallet vid t.ex. crowdgiving, men också dels för att låneverksamhet i de flesta länder är reglerad. Till skillnad från traditionell bankverksamhet, motiveras finansiärer under en crowdlendingmodell ofta av att kunna bidra till utveckling av någon företeelse. Eftersom transaktionen bygger på annat än det rent kommersiella är finansiären under den här formen sannolikt villig att sänka sitt avkastningskrav och/eller ta en större del av risken (Tillväxtverket, 2013).

2.6 Equity crowdfunding

Equity crowdfunding eller andelsbaserad crowdfunding är den typ av crowdfunding som studeras i det här arbetet. Finansieringsformen innebär att den finansierade tar in kapital genom att ge ut nya aktier till investerare som därmed blir delägare i bolaget. En huvudsaklig skillnad mellan

andelsbaserad crowdfunding och finansiering med riskkapital är antalet finansiärer som är inblandade. Vid riskkapitalfinansiering rör det sig ofta om ett mindre antal investerare, medan andelsbaserad crowdfunding vänder sig till ett betydligt större antal finansiärer som skjuter till riskvilligt kapital (Mollick, 2014). Jämfört med andra varianter av crowdfunding så tenderar både bidragen och kapitalmålen att vara högre vid andelsbaserad crowdfunding (Beaulieu, Sarker & Sarker, 2015).

Forskning har även visat på att finansiärernas motiv under motprestationsbaserad crowdfunding ofta skiljer sig från traditionella investerares motiv. Även om de ideella argumenten kan vara starka som vid andra crowdfunding-former, kan kommersiella motiv dock antas vara mer centrala för den som investerar genom andelsbaserad crowdfunding (Företagarna, 2016). Bortsett från krav om ägandeskap och finansiell avkastning drivs investerarna ofta av sociala och ideologiska motiv eller av att företaget eller dess produkt tilltalar deras intressen (Ordanini, Micheli, Pizzetti & Parasurman, 2011). Ordanini et al. (2011) menar också att finansiärerna karakteriseras av ett entreprenöriellt driv och intresse för innovation, där de gärna vill aktivt delta i bolaget de investerar i och vara med och fatta beslut.

2.6.1 Fördelar

En del forskare anser att andelsbaserad crowdfunding kan komma att förändra det finansiella landskapet genom att bidra till att fylla det finansiella gap som mindre företag upplever (Mollick, 2014; Ordanini et al., 2011). En stor attraktionskraft med finansieringsformen är att en större skara finansiärer kan nås och därmed hjälpa ett företag att uppfylla sitt kapitalmål snabbare (Beaulieu, Sarker & Sarker, 2015). Utöver den uppenbara finansiella aspekten av andelsbaserad crowdfunding kan finansieringsformen också hjälpa företaget att inhämta idéer och kunskap, fungera som marknadsföringskanal och verka intresseskapande, samt hämta relevant information om marknaden och om potentiella kunder (Belleflamme, Omrani & Peitz, 2015). En annan tilltalande faktor, från den kapitalsökandes perspektiv, är att denne i de flesta fall sannolikt har bättre möjligheter att behålla sitt inflytande över bolaget, under förutsättningen att ingen enskild investerare införskaffar sig ett alltför betydande aktieinnehav. Stor ägarspridning kan ur denna synpunkt kan därför ses som fördelaktigt (Tillväxtverket, 2013).

2.6.2 Nackdelar

I litteraturen nämns också ett antal potentiella nackdelar eller faktorer som kan avskräcka aktörer från att nyttja andelsbaserad crowdfunding. En risk är att företaget attraherar oönskad uppmärksamhet. Att sätta ihop en kampanj är också tidskrävande och innebär ofta stort engagemang för att kommunicera med investerare och intressenter i bolaget – risken här ligger i

att situationen kan bli övermäktig då antalet crowdfunding-investerare blir för många (Gerber & Hui, 2013). Ett bolag som använder crowdfunding är dessutom mer exponerat för offentliga misslyckanden, jämfört med företag som finansieras på traditionell väg. Ett misslyckande i den här bemärkelsen skulle exempelvis kunna utgöras av att företaget genom en crowdfunding-kampanj inte når upp till sitt uppsatta kapitalmål. Men här gäller också det omvända d.v.s., en framgångsrik crowdfunding-kampanj kan förbättra förutsättningarna för att ett litet företag ska skaffa mer och andra former av externt kapital (Ibid.).

2.6.3 Juridiska aspekter

Andelsbaserad crowdfunding omges av de allmänna regler och bestämmelser som i övrigt gäller på finansmarknaden. Aktiebolagslagen styr också villkoren för vad enskilda bolag tillåts ägna sig åt. Medan finansiärerna av andelsbaserad crowdfunding överlag utgörs av privatpersoner, så är de finansierade företagen nästan uteslutande privata aktiebolag. Utöver den ökande tillgängligheten av finansiella medel för företag möjliggör finansieringsformen för individer att investera i bolag som de tidigare inte haft möjlighet att investera i. Detta grundar sig i den uppdelning som finns mellan privata och publika aktiebolag; i Sverige tillåts enbart publika aktiebolag erbjuda eller annonsera aktier till allmänheten i någon omfattande utsträckning (Tillväxtverket, 2013). Plattformarna gör det möjligt att kringgå reglerna genom att de "informerar" (snarare än "annonserar") om att det finns projekt som är i behov av finansiering (EECAF, 2016).

2.6.4 Roll som finansieringskälla

Eftersom olika kapitalkällor besitter olika attribut innebär detta att de inte är helt och hållet utbytbara (Cosh, Cumming & Hughes, 2009). Som diskuterats utförligt ovan har andelsbaserad crowdfunding specifika egenskaper som andra finansieringskällor saknar. Beroende på den kapitalsökandes preferenser, innebär detta att finansieringsformen antingen kan användas som självständigt eller som komplement till traditionella finansieringsformer (Ibid.).

2.6.5 Equity crowdfunding i Sverige

I början av 2011 lanserades FundedByMe som den första svenska crowdfunding-plattformen riktad mot entreprenörer. Plattformen utformades med liknande funktioner och med samma affärsmodell som den amerikanska plattformen "Kickstarter" som skördat stor framgång i USA. Till en början tillhandahöll plattformen enbart crowdfunding i formerna pre-sales och crowdgiving, men erbjuder idag även andelsbaserad crowdfunding. FundedByMe samarbetar sedan en tid tillbaka med Internetfonden/.SE i syfte att öka andelen IT-orienterade företag som ansluter sig till plattformen (Ingram & Teigland, 2013).

Sedan starten av FundedByMe, som fortfarande är den största plattformen på den svenska marknaden, har flera alternativa plattformar dykt upp (Ingram & Teigland, 2013). Den brittiska plattformen för andelsbaserad crowdfunding, ”Crowdcube”, gjorde sitt inträde på den svenska marknaden under 2013. Antalet investeringar som görs dagligen i Europa via Crowdcube uppgår till ungefär till 3 000 och det genomsnittliga investerade beloppet motsvarar cirka 20 000 kronor (Crowdcube, 2017). I dagsläget finns ingen offentligt sammanställd statistik över hur utbrett crowdfunding-fenomenet är i Sverige, och därför går det enbart att utgå ifrån uppskattningar. Ingram och Teigland (2013) har bedömer att cirka 19 miljoner kronor restes genom andelsbaserade crowdfunding-initiativ på FundedByMe mellan 2011 och 2013. Enligt en studie publicerad vid Cambridge University uppgick de insamlade beloppen i andelsbaserade crowdfunding-initiativ i de nordiska länderna till 230 miljoner kronor mellan 2013 och 2015 (Cambridge, 2016). Forskare vid KTH har uppskattat att insamlat kapital i form av andelsbaserad crowdfunding på den svenska marknaden uppgick till 140 miljoner kronor mellan 2014 och 2016 (EECAF, 2016). Även om siffrorna är spridda, pekar trenden mot att användandet av finansieringsformen just växer, både i Sverige och internationellt (Finansdepartementet, 2013a).

2.7 Teoretisk sammanställning

Studiens teoretiska ramverk är baserat på den litteratur som redogjorts för i detta kapitel. Ramverket vilar på tre huvudsakliga teman: (1) det finansiella gapet, (2) pecking order theory, samt (3) den finansiella tillväxtcykeln.

Vissa forskare hävdar att olika former av crowdfunding har potential att förändra det nuvarande finansiella landskapet, framförallt genom att bidra till att fylla finansieringsgapet (Mollick, 2014). Finansieringsgapet är ett begrepp används för att beskriva rådande obalanser mellan utbud och efterfrågan på kapital, vilket bidrar till att företag upplever svårigheter att finansiera sina verksamheter (Landström, 2003). Diskursen kring finansieringsgapet relaterar starkt till förekomsten av asymmetrisk information mellan olika aktörer (Landström, 2009). Tanken med att inkludera den här teorin att kunna påvisa att ett finansieringsgap faktiskt existerar bland små svenska IT-företag, samt att utveckla en djupare insikt i hur fenomenet upplevs av aktörerna. Eftersom övriga teorier delvis bygger på diskussionen runt informationsasymmetri var teorin i högsta grad nödvändig att beröra. Mot bakgrund av studiens syfte var en diskussion kring finansieringsgapet dessutom helt avgörande för att kunna adressera huvudfrågeställningen: *”Vilken roll kan andelsbaserad crowdfunding spela i att fylla finansieringsgapet som upplevs av små svenska IT-företag?”*

Likt finansieringsgapet, finner pecking order theory sitt existensberättigande i förekomsten av asymmetrisk information mellan finansiärer och entreprenörer. Detta leder till uppkomsten av en

preferensordning som grundar sig i att vissa kapitalformer är dyrare än andra (Akerlof, 1970). Trots att pecking order theory ursprungligen utvecklats för att förklara hur större, mer mogna företag förhåller sig till olika former av kapital, menar en del forskare på att det finns anledning att tro att teorin har förklaringsvärde också bland mindre företag. Teorin inkorporerades i den här studien för att kunna skapa en ökad förståelse för hur preferensordningen ser ut bland små svenska IT-företag, och för att delvis kunna besvara huvudfrågan genom att adressera följande underfråga: *"Hur prioriterar företagen andelsbaserad crowdfunding som kapitalkälla?"*.

För att komplettera en av pecking order-teorins tillkortakommanden och för att addera ytterligare en dimension (d.v.s. tid eller timing) till ramverket var det nödvändigt att beröra småföretagens finansiella tillväxtcykel. Ett företags behov av kapital tenderar att förändras över tid, bland annat p.g.a. att informationsproblem vanligtvis avtar, vilket medför att vissa finansieringsformer kan vara mer aktuella vid ett skede i företagets utveckling än vid ett annat. Teorin är viktig på så vis att den berör när ett litet IT-företag med fördel kan använda sig av andelsbaserad crowdfunding och därmed hjälper teorin till att besvara studiens primära frågeställning genom att svara på underfrågan: *"I vilket skede i företagets livscykel lämpar sig andelsbaserad crowdfunding bäst?"*

Resterande delar av den teoretiska diskussionen ämnar att ge läsaren en förståelse för andelsbaserad crowdfunding och konkurrerande former av finansiering. Detta ses som nödvändigt eftersom en enskild finansieringskällas attraktionskraft bygger på dess för- och nackdelar gentemot andra former av finansiering, något blir väldigt tydligt i bland annat den preferensordning som föreskrivs av Myers och Majluf (1984). Den här delen av ramverket används framförallt för att besvara de två sista underfrågorna: *"Vilka huvudsakliga för- och nackdelar ser företagen med andelsbaserad crowdfunding?"* samt *"I vilken utsträckning kan andelsbaserad crowdfunding ersätta de traditionella finansieringsformerna?"*.

3 Metod

Studiens metodavsnitt redogör det för arbetets angreppssätt och den valda undersökningsmetoden. Läsaren upplyses vidare om tillvägagångssättet för insamlingen av data, studiens reliabilitet, validitet och studiens etiska ställningstaganden.

3.1 Ämnesval

Vårt val av forskningsämne kan motiveras utifrån vårt genuina intresse för finansiering och för de uppenbara utmaningar som finns för företag att erhålla finansiering. Vi insåg tidigt att denna problematik i synnerhet gäller för mindre företag och mot bakgrund av dessa bolags samhällsekonomiska betydelse kändes ämnet både väldigt intressant och i högsta grad relevant.

3.2 Angreppssätt och undersökningsmetod

För att uppnå studiens syfte och frågeställningar tog studien sin utgångspunkt i en deduktiv forskningsansats och utgick således från befintlig teoribildning för att därefter dra slutsatser utifrån de genomförda empiriska studierna. Detta angreppssätt beskrivs av Jacobsen, Sandin och Hellström (2002) som förklarar att teorin gör antaganden och bygger upp förväntningar som sedan jämförs eller testas mot empiri. Ett problem med denna typ av ansats är att det finns en överhängande risk för att datainsamlingen kan påverkas av forskarnas förutfattade meningar och bias vilket kan leda till att viktiga data kan gås miste om (Jacobsen, Sandin & Hellström 2002).

Studiens inhämtade data analyserades kvalitativt mot bakgrund av den teoretiska referensramen för att erhålla djupare insikter om hur mindre IT-företag resonerar kring crowdfunding och sin kapitalanskaffning. Detta är helt i linje med Jacobsen, Sandin och Hellström (2002) som argumenterar för att en kvalitativ ansats kan ge en djupare förståelse för det som undersöks genom observationer av individer och deras sett att se på sin omgivning.

Den valda ansatsen grundar sig i den studiens problemformulering och syfte. Detta tillvägagångssätt förespråkas av Jacobsen, Sandin och Hellström (2002) som även menar att det är väsentligt att skilja på huruvida frågeställningen är ”klar” eller ”oklar”. Om det undersökta ämnet utgör outforskad mark resulterar detta i en oklar problemformulering. Frågeställningen blir således av explorativ karaktär där forskaren har som syfte att extrahera olika perspektiv från ett mindre antal respondenter. Eftersom det undersökta fenomenet, andelsbaserad crowdfunding, är en relativt ny (oklar) företeelse i Sverige, innebar detta att studien fick till syfte att beskriva finansieringsformen och förklara dess tänkbara roll för små svenska IT-företag (Ibid.).

3.3 Insamling av data

3.3.1 Primärdata

Primärdata syftar till information som är inhämtad direkt från individer och som således inte bearbetats av någon annan part (Bryman & Bell, 2015). Studien fick tillgång till primärdata genom att genomföra intervjuer med ett antal experter och företrädare som har erfarenhet av fenomenet som undersöktes.

3.3.2 Sekundärdata

Sekundärdata är underlag som samlats in av andra forskare och som sedan återanvänds (Bryman & Bell, 2015). Denna typ av data är alltså inte hämtad direkt från den ursprungliga källan. Vid de tillfällen då sekundärdata inhämtats och använts i den aktuella studien, har vi förhållit oss kritiska mot informationen. Sekundärdata som använts har framförallt varit teorier men även från vetenskapliga rapporter, artiklar, kursböcker, och nyhetsmagasin.

3.3.3 Urval

Vid kvalitativ forskning är resultatet vanligtvis baserat på ett mindre antal respondenter (Olsson & Sörensen, 2011). Jacobsen, Sandin och Hellström (2002) poängterar betydelsen av att begränsa antalet deltagande respondenter eftersom insamling av data är tidskrävande och leder till en stor mängd information som måste tolkas (Jacobsen, Sandin & Hellström 2002). Mot bakgrund av studiens kvalitativa ansats, gjordes därför ett riktat urval av totalt sju deltagare som bedömdes kunna återge informationsrika berättelser om det undersökta fenomenet. Sett de tillgängliga resurserna och ramen för studie ansågs urvalet som realistiskt.

Valet av respondenter gjordes genom två metoder. Den ena var att hitta individer som kunde bistå med utförlig information. Detta var framförallt personer med kunskap och/eller erfarenheter av andelsbaserad crowdfunding. Då efterforskning gjordes om ämnet kom författarna över kontaktinformation till relevanta kunskapsaktörer och representanter för företag som därefter handplockades. Den andra metoden som användes var snöbollsurval. Snöbollsurval gör det möjligt att nyttja respondenternas kontaktnätverk för att komma i kontakt med nyckelpersoner med kunskap om ämnet (Jacobsen, Sandin & Hellström 2002). Snöbollsmetoden tillåter forskare att till fullo utnyttja flexibiliteten som kvalitativa studier möjliggör (Bryman & Bell, 2015). En risk med att förlita sig alltför mycket på denna metod, som lyfts fram av både Jacobsen, Sandin och Hellström (2002) och Bryman och Bell (2015), är att snöbollen kan ”bromsa in” och leda till en återvändsgränd. Denna risk beaktades vid urvalet och därför användes till störst del den förstnämnda metoden.

Enligt Jacobsen, Sandin och Hellström (2002) bör valet av antalet deltagare styras efter den tid och de resurser som finns disponibla. För att kunna besvara studiens frågeställningar har vi genomfört sju intervjuer. En sammanställning över de respondenter som deltog i studien återges i Tabell 1 nedan. En kortare beskrivning av varje respondents egenskap följer därefter.

Tabell 1 - Lista över intervjudeltagare

<i>Respondent</i>	<i>Intervjuroll</i>	<i>Språk</i>	<i>Intervjumetod</i>	<i>Plats</i>	<i>Datum</i>	<i>Längd (Total)</i>
K1	Kunskapsaktör	Svenska	VoIP-samtal, Digital inspelning	Stockholm	2017-12-01	45 min
K2	Kunskapsaktör	Svenska	VoIP-samtal, Digital inspelning	Karlstad	2017-12-05	45 min
F1	Företag	Svenska	VoIP-samtal, Digital inspelning	Stockholm	2017-12-01	45 min
F2	Företag	Svenska	VoIP-samtal, Digital inspelning	Texas	2017-12-04	45 min
F3	Företag	Svenska	VoIP-samtal, Digital inspelning	Kalmar	2017-12-06	45 min
F4	Företag	Svenska	VoIP-samtal, Digital inspelning	Malmö	2017-12-07	80 min
F5	Företag	Svenska	VoIP-samtal, Digital inspelning	Stockholm	2017-12-08	45 min

K1: Driver ett konsultbolag och arbetar som specialist och rådgivare vid crowdfunding-kampanjer. Intervjuas i egenskap av kunskapsaktör.

K2: Tidigare grundare av en kommunikationsplattform för kollektiv problemlösning och öppen innovation. Har tidigare erfarenhet av att ha genomfört en crowdfunding-runda i ett annat företag och även han intervjuas i egenskap av kunskapsaktör.

F1: Investeringsdirektör och företrädare för ett bolag som arbetar med dynamisk annonsteknik.

F2: VD och grundare av ett företag som tillhandahåller ett programmeringsverktyg som ämnar att effektivisera utbildnings- och rekryteringsbranschen av programmerare.

F3: VD och grundare av ett företag som tillhandahåller robotar med förmåga till självinlärning.

F4: Product Manager och grundare av ett företag som erbjuder en nyskapande IT-lösning för att underlätta köppplevelsen från mobil och plattor.

F5: Grundare av en internetbaserad utbildningstjänst som tillhandahåller adaptiva, digitala test via en stor frågedatabas som är kopplad till de nationella läroplanerna. Tjänstens analysverktyg ger beslutsfattare löpande tillgång till objektiva kvalitetsdata.

3.3.4 Intervjugenomförande, utformning och bearbetning av data

Merparten av den använda primärdata som ligger till grund för studiens empiriska resultat inhämtades genom semistrukturerade intervjuer. Semistrukturerade intervjuer är, som namnet antyder, delvis planerade men ger också utrymme för forskarna att följa upp med spontana följdfrågor och för respondenterna att utveckla sina resonemang (Bryman & Bell, 2015). Denna metod är vanligt förekommande i kvalitativ forskning och lämpade sig även väl för den aktuella studien då den syftar till att återge företagets syn på andelsbaserad crowdfunding. Bedömningen gjordes att semistrukturerade intervjuer lämpade sig bättre än andra intervjuformer. Medan öppna, ostrukturerade intervjuer, hade gett oss en allt för stor mängd komplex information som hade varit

svår och framförallt tidskrävande att fånga in och avkoda, så hade strukturerade intervjuer gett respondenterna ett begränsat utrymme att uttrycka sig i egna ord. Semistrukturerade intervjuer sågs därför som en bra avvägning mellan öppenhet och slutenhet.

Intervjuerna hölls över telefon och Skype och tog i genomsnitt 45 minuter att genomföra. Det valda mediet kan dels motiveras utifrån respondenternas geografiska spridning, men dels också utifrån knappa resurser och tid. I några av fallen följdes intervjuerna upp med en kortare avstämning via e-mail. Detta gav respondenten chansen att förtydliga påståenden och minimera risken för missuppfattningar. På så sätt kunde precisionen förbättras i de svar som respondenterna gav. Varje intervju följde en utarbetad intervjuguide (se Bilaga 1) som utformades med utgångspunkt i den teoretiska referensramen. På så vis lyckades vi säkerställa att alla respondenter fick komma med relevanta inlägg och synpunkter kring ramverkets samtliga delar. Frågorna som ställdes under intervjuerna utformades som öppna frågor för att respondenterna skulle ges möjlighet att berätta fritt kring sin syn på det undersökta fenomenet. I sin tur gav detta en vidare bild för hur respektive aktör resonerar kring finansieringsformen och bidrog samtidigt med värdefulla data för vidare analys.

3.3.5 Bearbetning av insamlade data

Efter att intervjuerna hållits hade vi tillgång till en stor mängd obehandlad information. Den här informationen brukar också kallas för ”rådata” (Jacobsen, Sandin och Hellström, 2002). Bryman och Bell (2015) argumenterar att kvalitativa data bör analyseras i olika steg. Till en början bör insamlad data beskrivas för att skapa en överskådlig och detaljerad av tillgänglig data. Vi tog detta i beaktning och direkt efter varje intervju transkriberades inspelningen ordagrant till en skriven text som därefter sammanställdes och kategoriserades i avsnitt. Vi ansåg att detta gav en bättre struktur och översikt över insamlat material. Nästa steg innebär att den insamlade data systematiseras. När samtliga intervjuer hade genomförts jämfördes de sammanställda dokumenten i syfte att utläsa relevanta mönster och teman som kunde återges i studiens empiriska och analytiska kapitel. Detta tillvägagångssätt gjorde det möjligt att sälla bort mindre relevant data och gjorde således tillgänglig information mer lätthanterlig. Resultatet från intervjuerna presenteras i studiens empiriavsnitt och följer ett mönster som är baserat på det teoretiska ramverket. Denna struktur kan dels motiveras utifrån bedömningen att antalet intervjuer är för många för att enskilt kunna redogöras för fullt ut i separata avsnitt, och dels för att strukturen hade blivit enformig och gjort det svårt att jämföra respondenternas svar.

3.4 Reliabilitet och validitet

3.4.1 Reliabilitet

Ett grundläggande krav på en vetenskaplig metod är att den ska vara förankrad i reliabilitet, eller tillförlitlighet. Med andra ord, hög reliabilitet innebär att om undersökningen genomförs på nytt ska ungefär samma resultat uppnås (Jacobsen, Sandin & Hellström, 2002). Reliabilitet delas in i inre respektive yttre reliabilitet. Flera åtgärder vidtogs för att garantera studiens tillförlitlighet. Bland annat spelades varje intervju in för att undvika bortfall av information. Den semistrukturerade intervjuformen som användes gav möjlighet för respondenter att förtydliga eventuella oklarheter. I de fall då förtydliganden behövdes görs efter det att intervjun genomförts, kontaktades respondenterna och de fick, i text, chans att förtydliga sina påståenden. Merriam och Nilsson (1994) menar att en kvalitativ studies tillförlitlighet kan förbättras genom att tydligt beskriva studiens ansats, underliggande motiv och syfte. Inför varje intervju informerades därför respondenten, både i mailutskick och senare muntligt (Merriam & Nilsson, 1994).

Den inre reliabiliteten betyder att vi som författare har enats om hur vi ska tolka våra resultat (Bryman & Bell, 2015). För att säkerställa detta har vi enats om att använda kodning (beskrevs i tidigare avsnitt som ”beskrivning” och ”systematisering”) som verktyg för att analysera intervjuerna. Efter att gemensamt ha utvärderat alternativa analysverktyg beslutade vi oss för att kodning var det bästa alternativet.

Yttre reliabilitet beskriver i vilken utsträckning undersökningen kan upprepas (Bryman & Bell, 2015). Detta har vi säkerställt genom att försöka få en spridning på de tillfrågade respondenterna. Vi har huvudsakligen vänt oss till olika typer av IT-företag, men även till aktörer som inte nödvändigtvis representerar ett bolag men som ändå har kunskap, tidigare erfarenheter och åsikter kring finansieringsformen, för att få stor spridning på vårt urval som möjligt. Det går att ifrågasätta urvalet eftersom att det är vi själva valt ut och kontaktat studiens deltagare, men vi anser trots detta att p.g.a. den goda spridningen målar studien upp en representativ bild för hela populationen och vi har således anledning att tro att ungefär samma resultat skulle uppnås om studien skulle upprepas. De sekundärkällor som använts är mestadels vedertagna och är väl citerade i forskningslitteraturen, vilket stärker deras trovärdighet.

3.4.2 Validitet

Ett annat grundläggande krav för vetenskaplig metod är att den är valid, vilket innebär att den ska återge relevans och giltighet. Validitet kan delas in i inre och yttre validitet.

Den inre validiteten syftar till att metoden faktiskt mäter det som den är avsedd att mäta och att den återger verkligheten (Merriam & Nilsson, 1994). Studiens inre validitet säkerställdes bland annat genom att utforma intervjuguiden utifrån det teoretiska ramverket. Avsnittsindelningen gjorde lättare att koppla samman empiriska data med den teoretiska diskursen. Genom de semistrukturerade intervjuerna kunde vi knyta an personligen med respondenterna vilket gav intryck av högre validitet. Vi var dock samtidigt medvetna om risken, som Jacobsen, Sandin & Hellström (2002) beskriver, av att en stark relation till respondenten också kan innebära att denne ger svar som den tror intervjuarens söker. För att undvika detta ställde vi öppna och uppföljande frågor. För att stärka den inre validiteten ytterligare var vi båda närvarande vid varje intervjutillfälle och på så sätt kunde vi lättare verifiera respondenternas svar. Detta gav oss också möjlighet att alternera mellan olika roller, där en av oss kunde fokusera på att föra intervjun medan den andra intog en mer ”släpande” och tillbakablickande roll och kunde flika in med kommentarer och frågor.

Yttre validitet relaterar till överförbarheten av studiens resultat till andra omständigheter och blir därför ett mått av generaliserbarhet. Den yttre validiteten kan vara svår att säkerställa i den aktuella studien eftersom möjligheterna att validera att svaren som getts under intervjuerna är sanningsenliga är begränsade. Exempelvis är det i praktiken omöjligt att ta reda på hurvida en respondents beskrivning av sitt företags preferenser gentemot olika kapitalkällor faktiskt stämmer överens med deras verkliga preferens. Vad gäller den yttre validiteten för de avsnitt som behandlar finansieringsgapet och asymmetrisk information lutar vi dock på att svaren vi fått är sanningsenliga och att respondenterna själva är medvetna om hur de resonerar och varför. Även om vi inte finner någon uppenbar anledning att misstro respondenternas svar finns givetvis alltid risken att de kan missminna sig eller på annat sätt påverkas av yttre förhållanden.

3.4.3 Etiska överväganden

För att säkerställa god forskningsetik har vi valt att förhålla oss till de fyra övergripande krav för forskningsetiska principer inom samhällsvetenskaplig forskning som publicerats av Vetenskapsrådet (Vetenskapsrådet, 2017). För att säkerställa att studien efterlever de krav på konfidentialitet som ställs, gavs studiedeltagarna möjligheten till full anonymitet. Denna möjlighet nyttjades av flertalet av respondenterna och således togs beslutet att låta samtliga deltagare stå anonyma. Informationskravet uppfylldes också då samtliga respondenter upplystes, både inför och i början av intervjun, om rapportens syfte och vilka moment som ingick i studien; således fick de en god inblick i vad undersökningen handlade om och vad den väntades uppnå. Inför varje intervju var vi noga med att poängtera att deltagandet skedde på frivillig basis och att respondenten gavs oinskränkt möjlighet att avbryta intervjun när som helst om denne skulle önska. Till sist, har stor

noggrannhet har lagts vid att endast nyttja den insamlade informationen för forskningens ändamål och att inte lämna några som helst vilseledande eller oriktig information om undersökningen.

4 Empiri

I följande kapitel återges insamlade empiriska data. För att underlätta för läsaren följer avsnittet samma struktur som användes för att beskriva det teoretiska ramverket. Således har avsnittet utformats kategoriskt med utgångspunkt i finansieringsgapet, pecking order theory, equity crowdfunding, och till sist småföretagets livscykel. Denna del av studien ligger till grund för analysen som tar vid i nästkommande kapitel. För en empirisk sammanställning, se Bilaga 2.

4.1 Finansieringsgapet

Flera respondenter menar att de upplevda svårigheterna att täcka sina kapitalbehov nödvändigtvis inte beror på att kapital inte finns att tillgå, utan snarare att den typ av kapital man är ute efter är svårare att hitta. Respondent (K2) berättar att *"det svåraste var att möta rätt typer av investerare"*. Respondent (F2) bekräftar samma bild, men tillägger samtidigt att de har varit för kräsna: *"Det är klart att det är en utmaning att hitta rätt investerare. Där måste man ha kontakter (...) vi har ju faktiskt hittat investerare, men som vi valt att tacka nej till. Problemet har varit att vi har letat efter smarta pengar"*.

En annan aspekt som förs upp av nästan alla respondenter är betydelsen av att kunna kommunicera sin affärsidé till potentiella finansiärer. Respondent (F3) delger *"att kommunicera det vi gör till en oinsatt har visat sig vara väldigt svårt (...) det kan uppfattas som riskfyllt för någon som inte är initierad och inte vet hur marknaden ser ut"*. Respondent (F5) berättar att finansiärerna som de till sist fick in var insatta i branschen eftersom de tidigare investerat i liknande bolag eller branscher och tillade att *"till de [investerare] som kanske inte var lika insatta var vi tvungna att förmedla vår vision, hur vår produkt ska fungera och vilket problem den ska lösa"*. Respondent (F3) hävdar att *"om man saknar ett bra "track record" som serieentreprenör så är det, av förståeliga skäl, vara svårt att få in finansiering"*.

Det råder enighet bland respondenterna om att affärsidéer som är baserade på konsumentprodukter är lättare för investerare att förstå sig på och att dessa är lättare att få finansierade. Detta summeras väl av respondent (F4) som har mer än 20 års erfarenhet i IT-branschen: *"det är ofta väldigt svårt, även om man har något som är "hands-on", att förklara vad det är man gör. För några år sedan sålde vi av ett företag som tog oss åtta år att få säljbart för att själva processen inte var tangible (...) de som investerar har ofta en bra förståelse för hur man använder pengar, men ofta en låg förståelse för specifika bransch-utmaningar och situation. Därför är det kritiskt att du kan formulera vad det är du gör"*. Graden av teknisk komplexitet i kombination med unga företag utan finansiell historik är något som nämns av tre respondenter som faktorer som kan försvåra erhållandet av kapital. *"En investerare vill gärna ha något konkret att gå på i form av traction och det kan ju ta tid, åtminstone för en mer avancerad [IT-produkt], som våra till exempel"* säger respondent (F3). Respondent (F5) förklarar att i en tidig fas

handlar det oftast inte om siffror, utan mer om tilltron till att investera i företagets idé och förmåga att exekvera på den visionen.

Geografi är ytterligare en dimension som fördes upp och som kan påverka möjligheterna att erhålla finansiering. Respondent (K2) menar att det finns regionala skillnader vad gäller IT-företags åtkomst till kapital. *"Vi satt ju i Värmland och av de kapitalstarka aktörerna – oavsett om de var organisationer, företag eller privatpersoner – var det ganska få som hade erfarenhet av vissa nya typer av IT-lösningar (...) de tittade därför på helt andra företag att investera i."*

4.2 Pecking order theory

Samtliga respondenter framhåller eget kapital som den mest fördelaktiga kapitalkällan, i den mån det är möjligt. Deras tankegång sammanfattas väl av respondent (F2): *"Eget kapital är alltid bäst. Det är billigast. (...) Sedan tycker jag personligen att lösningar där du inte behöver tappa equity är trevligast."*

Vad gäller de externa finansieringskällorna finns en tydlig preferens för riskkapital, även om det inte går att urskilja någon klar inbördes rangordning mellan riskkapitalbolag och affärsänglar. Respondent (K2) förklarar att *"de mest attraktiva pengarna är i form av olika privata investerare, så som affärsänglar eller riskkapitalbolag. I en tidig fas skulle jag ranka dem lika högt."* Fördelarna som lyfts fram med riskkapital är, utöver det monetära, framförallt erfarenheten, kunskaperna och de sociala nätverken som riskkapitalister ofta för med sig. Respondent (K2) anser att affärsänglar är särskilt attraktiva: *"då får man framförallt en privatperson som verkligen intresserar sig, bryr sig om ditt företag, och den resan du gör – någon som verkligen tror på den."* Respondenten (F1) håller med om att "rätt" typ av riskkapital är den mest attraktiva externa källan *"man vill helst ha en känd, kunnig, investerare som kan öppna dörrar och är passiv eller i bästa mån aktiv på ett sätt som gynnar bolaget."* Respondent (F4) förklarar att *"jag vill helst ha en finansieringsform som inte är "bad money" utan "smart money". (...) investerare som har erfarenhet av branschen och av att skala upp, och som kan hjälpa oss att öppna dörrar för att få in vår produkt."*

Fyra respondenter lyfter fram offentliga medel som en attraktiv kapitalkälla. Respondent (K2) nämner lån och olika stödformer från EU, Vinnova, Tillväxtverket, och Almi Företagspartner. *"Det skulle jag säga är väldigt attraktiva pengar. De är relativt enkla att få. Även om det är en hög ränta om man jämför med banklån så är det ändå inte någon orimlig ränta."* En respondent (F4) vars företag delvis finansieras genom offentliga lån framhäver en problematik som överlag gäller för alla typer av långivare: *"vi har lite Almi-lån, men försöker att undvika det. Långivare är problematiska för att de har ett sådant tydligt krav att de ska ha tillbaka pengarna"*. Trots detta är respondenterna eniga kring att den stora fördelen med denna typen av lån är att låntagaren inte behöver avhända sig kontrollen av bolaget. Respondent (F3) förklarar att de tog ett stort Almi-lån för att inte släppa iväg ägandet: *"det*

tyckte vi var det bästa beslutet och det tycker vi fortfarande. Vi har kommit långt med utvecklingen utan att släppa iväg något ägande.”

När det sedan kommer till banklån är respondenternas attityder likartade. Å ena sidan ser respondenterna de klara fördelarna med finansieringsformen; ägarstrukturen och inflytande hålls intakt. Respondent (F2) svarar att *”lösningar där du inte behöver ge upp andelar är ju att föredra (...) och jovisst, banklån är jättebra i teorin, men det betyder ju inte att du faktiskt kan få det.”*. Å andra sidan anses lån till skäliga villkor vara bortom räckhåll för små företag. Respondent (K2) uttrycker att bankerna inte är intresserade av att låna ut och att *”skulle man mot förmodan lyckas så är villkoren och den säkerheten som banken kräver inte särskilt rimlig för ett litet företag”*. Respondent (F5) är inne på samma spår: *”det är ju svårt för ett företag i vår storlek att få ett vettigt banklån på bra villkor”*. En annan respondent (K1) trycker på att beloppen som bankerna ställer ut ofta är otillräckliga för de ska utgöra ett verkligt alternativ för IT-bolag: *”det är svårt att låna så stora summor pengar som behövs för att finansiera ett helt utvecklar-team för att bygga ett tech-bolag. Få banker lånar ut niosiffriga belopp till [små IT-bolag]”*. Flera respondenter diskuterar dessutom kring att banklån inte medför något annat än pengar, till skillnad från exempelvis riskkapital eller andelsbaserad crowdfunding.

Uppfattningarna kring hur andelsbaserad crowdfunding står sig gentemot övriga kapitalkällor skiljer sig ganska markant respondenterna emellan. Den enda enigheten som verkar finnas är att ingen respondent håller fram finansieringsformen som mer attraktiv än exempelvis riskkapital, men när den ställs mot lånefinansiering är det inte lika självklart vad som är att föredra. Medan (K2) och (F5) placerar andelsbaserad crowdfunding någonstans runt de offentliga medlen, men före banklån, så anser (F2) att *”[equity] crowdfunding är oftast en ”last resort” (...) det hamnar inte alltid längst ner, men oftast”*. (F3) å andra sidan, har svårt att över huvud taget placera in andelsbaserad crowdfunding på listan, av den anledningen att de inte huvudsakligen ser formen som en källa till kapital utan snarare som ett marknadsföringsverktyg: *”pengar är en bieffekt av det hela, så det är svårt att rangordna”*. (F1) har också svårigheter att placera finansieringsformen eftersom kapitalkostnaden inte är helt uppenbar: *”Vad kostar crowdequity? Om jag ska ta in fem miljoner, är det då dyrare att gå till en crowdequity-investerare eller att hitta en miljonär på stan? Och hur många procent av bolaget måste jag ge upp? Det vet jag faktiskt inte, men det är frågor man måste ställa sig.”*

Till sist, om man ser till hur företagen faktiskt gått tillväga med sin egen finansiering så framträder en ganska enhetlig bild. Enbart ett företag (F2) finansieras helt med eget kapital, även om denna respondent medger att de aldrig kunnat täcka sitt kapitalbehov till fullo. *”Vi har blivit kräsna. Det är ett skäl till att vi inte har lyckats. [...] problemet har varit att vi letat efter smarta pengar; någon som faktiskt kan tillföra något och kan komma in med pengar”*. Övriga företag har varit tvungna att ta in externt kapital i

olika sammansättningar. En gemensam nämnare är att de uppbackas av privata investerare. Tre av företagen (F3, F4, F5) och en av aktörerna (K2) uppger att de delvis har finansierats av offentliga medel i form av innovationslån från Almi Företagspartner, medan företag (F3) i grunden är finansiellt bootstrappade. Samtliga respondenter uppger att de på ett personligt plan har övervägt andelsbaserad crowdfunding, men enbart fyra har fört diskussioner internt inom sina respektive verksamheter.

4.3 Ett småföretags finansiella tillväxtcykel

När det kommer till frågan om när i företagets livscykel andelsbaserad crowdfunding lämpar sig bäst är inte respondenterna rörande överens.

Respondenterna som menar att det lämpar sig bäst i en tidig fas eller i en tidig tillväxtfas argumenterar för att den som söker kapital vid det här stadiet bör kunna presentera ett tydligt case för investerarna, d.v.s. påvisa att det finns en affärsmodell och någon form av marknad. Man kan således förhoppningsvis visa uppsidan med idén och vilka risker som är förknippade med en investering och hur det skall hanteras. Dessutom, med tanke på att marknaden för andelsbaserad crowdfunding i Sverige fortfarande befinner sig i sin linda och summorna det handlar om fortfarande är relativt små, matchar beloppen bättre företagets behov i ett tidigare skede än i ett senare. Respondent (F5) förklarar att ju längre ett IT-företag kommer i sin tillväxt desto viktigare blir det att företagen får ut något mer av sina investerare än det rent monetära, syftandes till kontakter och kunskap. Respondent (F4) ser inte att andelsbaserad crowdfunding är något som är anpassat till "scale-up": *"jag tror att vi är för mogna (...) våra nuvarande ägare skulle tycka det var konstigt om vi valde att crowdfund:a"*.

Respondent (K1) som talar från erfarenhet anser att andelsbaserad crowdfunding inte uteslutande lämpar sig för små IT-bolag i ett tidigt skede. Han har själv erfarenhet av att ha rest kapital till ett moget IT-företag som inte var i behov av kapital vid just det tillfället. Respondent (F3), som huvudsakligen ser andelsbaserad crowdfunding som ett sätt att marknadsföra sig själva genom sina kunders kunder, tror inte att finansieringsformen hade gjort sig bra hos dem i ett tidigt skede: *"För vår del skulle vi kunna nyttja equity crowdfunding under hela företagets livscykel från att vi uppnått 'product market fit' (...) 'våra kunder är inte så riskbenägna, utan vi måste ha kommit en bit på vägen, så att de kan se en tydlig nytta."*

Även om merparten av respondenterna upplever andelsbaserad crowdfunding som något som lämpar sig bäst i ett tidigt skede i ett litet IT-bolags tillväxt cykel, så medger de flesta trots allt att användbarheten är kontextuell och att den styrs av vad det är bolagen vill ha finansierat. *"Jag tror*

att det styrs väldigt hårt av vad man vill få finansierat och hur mycket kapital man behöver. Det är den viktiga frågan.” säger respondent (F4).

4.4 Equity crowdfunding

Medan samtliga tillfrågade studiedeltagare personligen har reflekterat över den potentiella användbarheten av andelsbaserad crowdfunding, så har bara två av de totalt sju respondenterna faktisk erfarenhet av att ha nyttjat finansieringsformen tidigare (K1 & F4). Bortser man från kunskapsaktörerna, har bara två av de totalt fem företagen fört diskussionen internt inom företaget, men inget av företagen har i dagsläget tagit in kapital genom andelsbaserad crowdfunding. När man ser till de upplevda för- respektive nackdelarna av andelsbaserad crowdfunding är flera teman återkommande i intervjuerna med de olika respondenterna.

4.4.1 Fördelar

Utöver den rent monetära aspekten av andelsbaserad crowdfunding, som bejakas av alla respondenter, lyfts flera andra fördelar fram. En attraktionskraft som i stort sett samtliga respondenter nämner är finansieringsformens funktion som ett marknadsföringsverktyg. De menar att ett företag som får in en stor mängd sponsorer eller ambassadörer som kan validera, skapa gratis ”buzz”, och marknadsföra ens produkt eller tjänst. En av respondenterna som tidigare har använt andelsbaserad crowdfunding för att finansiera olika IT-projekt berättar att *”du kan använda dem [crowdfunding-investerarna] som din egen ’army of lovers’ och som marknadsföringskanal.* Respondent (K2) förklarar att det kan hjälpa företag att marknads testa sin idé: *”man har också fler som visat med pengar att de tror på idén”.* Respondent (F3) tar argumentet till sin spets när han förklarar att de primärt ser andelsbaserad crowdfunding som ett marknadsföringsverktyg: *”Att få in kapital är inte det primära, utan det är snarare att få in våra kunders kunder som delägare i vårt bolag och på så vis kunna bygga upp en efterfrågan bakvägen”.* I två av intervjuerna diskuteras även att andelsbaserad crowdfunding kan ha en positiv påverkan på företagets image. *”Många ser det som ett mindre kapitalistiskt sätt att finansiera sitt företag. Det blir ett slags statement att vi är ’good guys’.”* (F4).

Den spridda ägarbilden är något det råder delade meningar om bland respondenterna. De som ser ett större antal mindre delägare som en fördel är de som har tidigare erfarenhet av att använda sig av finansieringsformen (F4 & K1). Ett argument är att företaget får en heterogen skara ägare som, individuellt, inte har någon stark ställning. Respondent (K1) förklarar att han ofta möter folk som, enligt honom, felaktigt tror att den administrativa bördan i samband med att ett företag har hundratals delägare är överväldigande. *”Jag skulle säga tvärtom, har du hundra aktieägare genom crowdfunding så har du hundra ambassadörer (...). Snarare än att ringa in och fråga ’hur går det?’, ringer de in och säger ’kan jag hjälpa till med något?’”.* Han förklarar vidare att han medger att kommunikation är

otroligt viktigt och att det är bra om man med jämna mellanrum återkopplar till investerarna: *”det behöver inte vara en kvartalsrapport om balansräkning, det räcker att skriva i löpande text vad som hänt och vilka beslut man står inför osv. (...) men däremellan behöver man inte prata med dem och kan man kanalisera kraften i det på rätt sätt så har man vunnit mycket”*. Respondent (K1), som är den intervjudeltagare med störst erfarenhet av att ha rest kapital med andelsbaserad crowdfunding, menar att en annan uppsida med stor ägarspridning är att det kan bana väg för företag som siktar på börsintroducering. Han berättar att en av de företagen han hjälpt att ta in kapital, just av denna anledningen, avböjde en investering om sju miljoner kronor från privata investerare till fördel för att göra en andelsbaserad crowdfunding-runda. Hans argumentation följer: *”Om man redan hade 200 till 300 ägare med sig i [crowdfunding-] rundan kommer två saker hända: (1) den ena är att man har en bättre bas att stå på när man ska bli publikt och kunna säkerställa likviditet och den andra (2) är att man kanske även kommer ha lättare att attrahera människor att investera i bolaget”*.

Ytterligare en fördel från det kapitalsökande företags perspektiv som förs fram av några av respondenterna är att finansieringsformen attraherar andra typer av investerare som ser på idéer på ett annorlunda sätt och som har andra drivkrafter och en annan riskvillighet. Respondent (F4) menar att *”med equity crowdfunding får man inte in en massa folk som sitter och säger att ’nu måste ni se till att tjäna pengar detta kvartal’ eller ’ni måste ändra på er produkt för att nu måste vi tjäna pengar’ (...) efter att ha kört några sådana här [equity crowdfunding-] projekt märker man att många av de som investerar oftast har pengar de kan förlora eller åtminstone inte har någon panik att få tillbaka dem”*.

4.4.2 Nackdelar

Den spridda ägarbilden i kombination med det stora antalet delägare framträder som den enskilt största upplevda nackdelen med andelsbaserad crowdfunding. Respondent (K2) förklarade att en starkt vägande orsak till att hans senaste bolag valde att inte titta vidare på finansieringsformen som ett seriöst alternativ var för att de ansåg att den spridda ägarbilden skulle mångdubbla det administrativa arbetet: *”de måste ju hanteras, med all administration och alla rättigheter som de har. Det blir liksom lite för många kockar i soppan”*. Samma farhåga lyfts fram av fem av sju respondenter. Respondent (F1) gav sin syn på saken: *”Att behöva en kapitalbas som kräver mycket ’upkeep’ ska man inte underskatta (...) jag tillägnar minst en heldag varje vecka till att hantera våra nuvarande investerare. Skulle man multiplicera det med tusen, då skulle mitt liv och jobb bli odrägligt”*.

En annan nackdel som diskuteras är risken att crowdfunding-kampanjen misslyckas. Respondent (K2) betonar att *”det är en jätterisk om det går dåligt (...) om man inte har ett erbjudande som en kund går igång på och det blir väldigt tydligt i en crowdfunding-kampanj är det ju verkligen inte bra”* med hänvisning till signalerna som skickas till marknaden, potentiella investerare och kunder. Respondent (F3) lyfter

fram att *”det kan förvisso vara nyttigt att ifrågasätta produktens existensberättigande, men det skulle också bli en psykologisk barriär när slutkonsumenten, d.v.s. vår investerare, ska nyttja produkten som vi säljer till deras leverantör och som de nekar att investera i (...) det skulle kunna påverka negativt i inköpsfasen av vårt system”*. Respondent (K1) belyser faran med att en misslyckad kampanj kan innebära att konsumentvarumärket kan ta stryk, men menar samtidigt att risken är hanterlig i den bemärkelsen att den går att minimera: *”du ska i praktiken bara göra en crowdfunding-runda om du är säker på att du kommer lyckas; misslyckas man kan varumärket få en rejäl törn”*.

4.4.3 Juridiska aspekter

Flera respondenter uttryckte att de ser avsaknaden av en juridisk definition av andelsbaserad crowdfunding som problematisk. Med hänvisning till annonseringsförbudet som innebär att privata aktiebolag inte tillåts annonsera sina egna aktier, ifrågasätter respondent (F1) om finansieringsformen är helt ”rumsren”: *”Jag vet inte hur plattformarna har kringgått den lagen eller om myndigheter valt att inte ta in den aspekten”*. Respondent (K2) förstår att små IT-företag kan känna en viss oro inför andelsbaserad crowdfunding: *”man har ju finansieringsstrategier som sträcker sig långt framåt och de vill man ju inte äventyra”*. Respondent (F2) medger att han inte är jurist, men att han ställer sig skeptisk till huruvida finansiering genom andelsbaserad crowdfunding faktiskt är lagligt. *”Nu är jag kanske konservativ och försiktig av mig, men om myndigheter skulle få för sig att införa regleringar så vill jag inte vara ’knee-deep’ i det”*. Det låter annorlunda när frågan ställs till respondent (K1) som direkt avfärdar oron. Han förklarar att eftersom investeringarna sker genom plattformar som juridiskt betraktas som slutna sällskap, kringgås spridningsförbudet som regleras i aktiebolagslagen. Han ser inte heller någon risk för att myndigheter kommer att försöka motverka finansieringsformen: *”Nej, det tror jag inte, snarare tvärtom. Självklart kommer det att växa fram ett regelverk som reglerar vad man får och inte får göra, men det är bara positivt för hittills har det varit lite vilda västern. Ju mer regleringar som kommer desto mer legitim blir finansieringsformen”*.

4.4.4 Roll som finansieringskälla

Respondenterna ser huvudsakligen andelsbaserad crowdfunding som ett komplement till andra kapitalkällor. Respondent (K1) betonar att principen av riskspridning fungerar ypperligt ur ett kapitalresande perspektiv: *”i de equity crowdfunding-kampanjer jag drivit har jag redan från början säkrat upp trettio till sjuttio procent av kapitalet som ska tas in via rundan. På detta sätt minimerar man risken att man inte skulle nå hundra procent”*. En annan respondent (F2) som är mer kritisk mot finansieringsformen ser också den som ett komplement och menar att andelsbaserad crowdfunding alltid kan betraktas som en ”last resort”, en lösning om inget annat är ett alternativ. Andra respondenter (F5) menar att det är ett fullgott alternativ för att utöka en finansieringsrunda. För respondent (F3) är

andelsbaserad crowdfunding också ett komplement till befintlig finansiering, detta eftersom de primärt ser finansieringsformen som ett marknadsföringsverktyg.

Respondent (K2) ser, till skillnad från övriga respondenter, andelsbaserad crowdfunding som en ”relativt” självstående kapitalkälla, d.v.s. ett substitut till andra former av kapital, åtminstone för ett IT-startup-bolag. Han menar att det lätt kan bli väldigt rörigt om ett företag har tagit in riskkapital samtidigt som de genomför en finansieringsrunda med andelsbaserad crowdfunding. *”Det är ju någonting de [privata investerare] absolut inte gillar”*. Han ställer sig också tveksam till huruvida det går att använda finansieringsformen för att matcha offentliga medel. Han tror att det kan vara svårt att få en offentlig aktör, t.ex. Almi Företagspartner, att stödja en idé innan företaget säkrat kapital genom crowdfunding-rundan. Respondent (K2) tror inte heller att andelsbaserad crowdfunding skulle gifta sig väl med finansiell bootstrapping: *”om jag skulle investera i ett bolag så skulle inte jag vilja att det fanns en risk att grundarna skulle behöva ta ett halvtidsjobb vid sidan av”*.

4.5 Framtidsutsikter

Respondenterna förutspår överlag en ljus framtid för andelsbaserad crowdfunding som finansieringsalternativ för små svenska IT-bolag. Sex av sju respondenter tror att finansieringsformen är kvar för att stanna, varav hälften svarar att de är ”mycket övertygade”. Att andelsbaserad crowdfunding demokratiserar investeringsprocessen genom att en mängd småinvestorer tillsammans tillåts finansiera ett gemensamt ändamål nämns av flera respondenter som en attraktionskraft. Respondent (F4) tycker att *”[andelsbaserad crowdfunding] har definitivt en roll i att finansiera lite halvudda grejer och för företag som vill positionera sig som 'good guys'”*. Flera av de tillfrågade intervjudeltagarna påpekar samtidigt att finansieringsformen har en bit kvar att gå för att på allvar kunna konkurrera med de mer etablerade kapitalkällorna. De betonar bland annat att en viktig aspekt är att regelverken hänger med. Ju större kapitalvolym som involveras, desto viktigare kommer det bli att ett regelverk finns på plats som skydd för investeraren. Respondent (K2) säger att *”rätt typer av skydd måste finnas via regelverket”*. Denna syn bekräftar respondent (K1) som uttrycker att finansieringsformens legitimitet kommer att öka i takt med att nya regleringar tillkommer. En annan respondent (F3) nämner att plattformarna kommer att ha en viktig roll att spela. Han uttrycker att det finns en risk att oseriösa plattformar kan göra andelsbaserad crowdfunding mindre attraktivt: *”det är viktigt att det finns flera alternativa plattformar och att dessa aktörer ser till att vara självansvarande och att de har tillräckliga kontroll- och utvärderingsystem innan de riktar investeringsförslag till privatkonsumenter”*. Andra respondenter ser att andelsbaserad crowdfunding kan komma att rota sig mer inom vissa segment ändra, exempelvis inom tillverkningssektorn. Respondent (F5) tror att finansieringsformen kommer att bli alltmer intressant, även för IT- och mjukvaruföretag, i takt

med att småskalig produktion i högre grad möjliggörs av ny teknik så som 3D-skrivare och av nya produktionsnätverk som byggs upp och är mer tillgängliga för mindre företag.

Endast en respondent (F1) ser andelsbaserad crowdfunding som en fluga, något som förr eller senare ”blåser över”. Han uttrycker sin oro över att *”case:n som eventuellt kommer finansieras är sådana som ingen annan vill ta i med tång. Det blir bondfångeri – man lever på att folk inte vet vad de ger sig in på”*. Detta påstående bekräftas delvis av respondent (F2) som menar att det ”the crowd” tenderar att investera i sämre objekt än vad en normal investeringskunnig skulle: *”Från företagets sida leder detta till att det blir enklare att få pengar. Men det är givetvis på gott och ont”*.

5 Analys och diskussion

I följande avsnitt presenteras den kvalitativa analysdiskussionen som är baserad på det teoretiska ramverket och empirin som redogjorts för i tidigare kapitel. Likt tidigare avsnitt, följer kapitlet samma upplägg och struktur som kapitel 2 och 4.

5.1 Finansieringsgapet

Finansieringsgapet är ett begrepp som redogjorts för i tidigare avsnitt och som beskriver rådande obalanser mellan utbud och efterfrågan på kapital, vilket får till följd att företag upplever svårigheter att finansiera sina verksamheter (Landström, 2003). I problemdiskussionen och i den teoretiska diskursen presenterades stöd för att det föreligger ett sådant finansieringsgap för vissa typer av företag i Sverige (Landström & Löwegren, 2010, Bjerkesjö et al., 2011, Företagarna, 2016). Under de genomförda intervjuerna kunde respondenterna till stor del bekräfta den bild av finansieringsgapet som beskrivs i den akademiska litteraturen. Samtidigt kunde de enas kring att utmaningarna skiljer sig beroende på faktorer så som branschtillhörighet, var företaget befinner sig rent geografiskt, hur länge företaget varit verksam, och om den erbjudna produkten eller tjänsten är lätt att förstå sig på.

Flera respondenter nämnde att en stor utmaning är att hitta ”rätt” typ av investerare, d.v.s. investerare som kan tillföra något utöver det rent monetära, så som erfarenhet, kontakter, och kunskap. Detta tyder på att det finns fler dimensioner till finansieringsgapet och att det således inte uteslutande rör sig om en bristande tillgång av kapital. För att återkoppla till den teoretiska diskursen citerades bl.a. Nightingale et al. (2009) och Isaksson (2010) som båda menar att en huvudsaklig orsak till finansieringsgapet är förekomsten av så kallade ”tunna marknader”, d.v.s. att det finns ett underskott av aktörer på både utbud- och efterfrågesidan. Mot bakgrund av den bild som återges av respondenterna, skulle förekomsten av tunna marknader därför kunna vara tänkbar förklaring till små svenska IT-bolags upplevda finansieringssvårigheter.

En annan utmaning som relaterar till kapitalanskaffning och som respondenterna berörde var betydelsen av att kunna kommunicera sin affärsidé till tänkbara investerare. Flera av de tillfrågade aktörerna uttryckte att de, i regel, upplever konsumentinriktade produkter att vara lättare att sälja in hos investerare. För att hänvisa till den teoretiska diskussionen, har bland annat Bjerkesjö et al. (2011) och även Landström och Löwegren (2010) visat att finansieringsgapet är särskilt påtagligt bland små, innovativa tjänsteföretag som tycks omges av en högre nivå av informationsasymmetri. Några av de företag som studiens respondenter företräder erbjuder själva sofistikerade, innovativa, IT-lösningar som inte är helt uppenbara för den oinvidde att förstå sig på eller förstå nyttan av. Från investerarens perspektiv är det därför lätt att inse att investeringsobjekten kan uppfattas som

riskfyllda. Bristande kompetens och förutfattade meningar som grundar sig i informationsasymmetrier lyfts också fram som en orsak till att investerare förkastar potentiellt goda idéer. Den förda diskussionen ligger helt i linje med några av de faktorer som Landström (2003) och Fraser et al. (2015) menar ligger till grund för finansieringsgapet och som kan tillskrivas investerare. Om man istället fokuserar på de kapitalsökande aktörernas roll i förekomsten av finansieringsgapet, betonar de nämnda forskarna småföretagens ofta negativa attityd gentemot externa finansieringskällor som en orsak (Ibid.). De empiriska resultaten ger också stöd för detta påstående då ett flertal av respondenterna uppgav att de, i den mån det är möjligt, drar sig för att ge upp andelar och inflytande i bolaget. Sammanfattningsvis, för att minska de upplevda finansieringssvårigheterna är det därför kritiskt för ett litet IT-företag att tydligt kunna artikulera och förmedla sin affärsidé till potentiella investerare.

Under intervjuerna framgick vidare att respondenterna upplever att det överlag är svårare för unga IT-bolag att täcka sina kapitalbehov än vad det är för mer mogna företag, vilket stämmer överens med resultat från tidigare genomförd forskning, exempelvis av Landström och Löwengren (2010). Respondenterna i den aktuella studien anser bland annat att avsaknaden av ett ”track record” kan försvåra möjligheterna att erhålla extern finansiering och, till skillnad från ett moget företag, är det vanligtvis svårt för ett ungt företag att presentera investeringsunderlag i form av kvantitativa data, resultat och tillväxtpotential. En av de totalt två respondenter som inte är baserade i storstadsområden antydde att det förkommer regionala skillnader vad gäller möjligheterna för små IT-företag att tillgå kapital: *”av de kapitalstarka aktörerna (...) var det ganska få som hade erfarenhet av vissa nya typer av IT-lösningar”*, vilket går hand i hand med resultaten från Glesbygdverket (2006) som tidigare redogjorts för och som visat på att finansieringsgapet delvis är geografiskt betingat.

Ett tillägg som bör göras till ovanstående diskussion, och som är ett generellt forskningsproblem, är att det kan vara svårt att utvärdera vilken eller vilka faktorer som huvudsakligen orsakar finansieringsgapet. För att låna ett begrepp som ofta används inom vissa akademiska sammanhang, skulle man här kunna tala om en typ av ”intersektionalitet”, d.v.s. att flera faktorer överlappar och bidrar till en förstärkande sammantagen effekt. I det aktuella fallet skulle denna effekt kunna innebära att ett mindre företag, verksamt på glesbygden, och som tillhandahåller en för investerarna inte helt lättbegriplig mjukvara, inte enbart upplever finansieringssvårigheter för varje enskild faktor utan att den sammantagna effekten överskrider summan av delarna.

5.2 Pecking order theory

Samtliga respondenter uttryckte att eget kapital hamnar överst i prioriteringsordningen för små IT-företag. De förklarar att denna tydliga preferens beror på att kapitalkostnaden för externt kapital

är högre. Samtidigt kunde respondenterna också enas om att det egna kapitalet ofta är otillräckligt och att de därför måste se till externa finansieringsalternativ. Så långt ligger respondenternas svar i linje med hur Myers och Majluf (1984) beskriver företagens finansieringstrappa.

Teorin förespråkar vidare att företag har en preferens för lån framför externt ägarkapital och på den här punkten avviker respondenternas svar från teorin. Merparten av respondenterna uppgav nämligen att de har en klar preferens för riskkapital, där några föredrog affärsänglar framför riskkapitalbolag och vice versa. Respondenterna menade att de ser stora fördelar i att få in ”smart money”, exempelvis erfarna ägare med kunskaper samt möjligheter att öppna dörrar för företaget, och i bästa fall även en individ som verkligen brinner för företagets idé och resa. Men respondenterna framhöll samtidigt att dessa fördelar måste vägas mot den enskilde företagarens kontrollbehov, och om behovet är starkt, är lån mer fördelaktigt. När lån diskuteras här, syftar det framförallt till offentliga lån, exempelvis de som Almi Företagspartner, EU, olika länsstyrelser, och Vinnova tillhandahåller. Baserat på att ungefär hälften av respondenterna använder sig av offentliga medel i någon form, finns det anledning att tro att detta är en betydelsefull kapitalkälla för små svenska IT-företag. Detta står i motsats till vad som redogjordes för i det teoretiska ramverket, där Bjerkesjö et al. (2011) menade att både offentliga bidrag och lån förekommer i väldigt liten utsträckning i Sverige. En annan förvånansvärd aspekt är att banklån placerades längst ner av samtliga respondenter, vilket till synes är en markant avvikelse från vad Myers och Majluf (1984) anger i sin modell. Förklaringen till detta verkar dock främst inte grunda sig i någon teoretisk avvikelse, utan snarare i marknadsförhållanden, d.v.s. möjligheten att låna tillräckligt stora belopp till rimliga villkor är bortom räckhåll för den stora merparten av små IT-företag. Eller som en respondent uttryckte det: *”jovisst, banklån är jättebra i teorin, men det betyder ju inte att du faktiskt kan få det”*. Sammantaget går det att tolka som att valet mellan offentliga medel och externt ägarkapital i högsta grad är kontextuellt, men att banklån inte ses som ett alternativ för små IT-företag i Sverige.

När det sedan kommer till var andelsbaserad crowdfunding ska placeras i preferensordningen framträder inget entydigt svar. Den enda enigheten finns i att finansieringsformen hamnar någonstans mellan banklån och riskkapital i attraktionskraft. Några respondenter menar att det går att likställa med offentliga medel, medan andra menar att det snarare går att likställa med banklån och finansieringsformen ses således som en ”last resort” eller en sista utväg om inget annat kapital finns att tillgå. Svårigheter i att placera finansieringsformen kan dels förklaras i att den för vissa företag inte primärt ses som en kapitalkälla och dels i att kapitalkostnaden inte är uppenbar.

För att summera, de empiriska resultaten vittnar om att pecking order theory, i stora drag, kan förklara hur de små IT-företagen förhåller sig till olika kapitalformer, även om det går att observera

vissa avvikelser. Att teorin inte finner stöd i empirin fullt ut validerar i viss utsträckning den del av litteraturen som riktat kritik mot pecking order-theorys förmåga att förklara finansieringstrappan för mindre företag. Paul, Whittam och Wyper (2007), som diskuterats tidigare, visar att andra premisser ofta råder för små företag, något som kan göra att aktiekapital prioriteras framför belåning. Howorth (1999) alternativa, avkortade, finansieringstrappa kan också ha förklaringsvärde i sammanhanget. De respondenter som uttryckte en stark aversion mot att avhända sig bolagsandelar, valde frivilligt att inte röra sig nedåt i preferensordningen, trots att de inte lyckats täcka sina kapitalbehov till fullo (även om möjligheten fanns, men då på bekostnad av ägarandelar).

5.3 Ett småföretags finansiella tillväxtcykel

De flesta respondenterna ser crowdfunding som något som med fördel kan användas i ett tidigt eller mycket tidigt skede. De motiverar detta utifrån tre argument: (1) att företaget i detta stadie kan presentera tillräckligt underlag för investerarna att grunda sina beslut på, (2) crowdfunding-marknaden i Sverige är fortfarande liten och de resta beloppen är små, och (3) i ett senare skede söker företagen andra typer av investerare. Argumenten som presenteras ovan är olika övertygande.

- (1) Det första argumentet säger varken att det är till för- eller nackdel för ett företag att använda finansieringsformen i ett tidigt skede utan fastlår bara ett kriterium som bör vara fyllt.
- (2) Ett starkare case för användande av andelsbaserad crowdfunding i ett tidigt skede torde vara det andra argumentet, d.v.s. att den svenska crowdfunding-marknaden fortfarande är i sin linda och att möjligheterna till att resa belopp stora nog för att motivera genomförandet av en tidskrävande kampanj således är begränsade. Men i takt med att de insamlade volymerna och marknaden växer, skulle finansieringsformen tänkbart kunna komma att bli mer intressant för små IT-företag också i ett senare skede.
- (3) I den teoretiska diskussionen, framgår det bl.a. av Andrén, Eriksson och Hansson (2015) att ett företags förutsättningar och riskprofil tenderar att förändras över livscykeln vilket kan leda till att de finansiella behoven och möjligheterna förändras. Respondenternas tredje argument ger stöd för detta. Som redan redogjorts för i analysdiskussionen kring pecking order-theory ser respondenterna i regel först och främst till andra typer av kapital innan de vänder sig till andelsbaserad crowdfunding. Då de föredragna kapitalkällorna inte finns att tillgå blir därmed finansieringsformen det bästa av de sämsta alternativen. I takt med att företaget åldras, växer, och i mindre utsträckning omges av informationsasymmetrier, öppnas det upp möjligheter att erhålla kapital från annat håll och därför väljer företagen bort andelsbaserad crowdfunding till fördel för exempelvis ”smart money”.

Även om merparten av de intervjuade aktörerna ser andelsbaserad crowdfunding som något som gör sig bäst i ett tidigt skede i ett litet IT-företags livscykel finns det de som menar att finansieringsformen med fördel också kan användas i ett senare skede. Två respondenter vände sig mot den bild som övriga respondenter målar upp. Den ena av dem menar att det inte hade lämpat sig över huvud taget i ett tidigt skede. Detta är något som grundar sig i att företaget primärt ser på finansieringsformen som ett marknadsföringsverktyg. Den här motsättningen bygger på att företagets motiv till att använda crowdfunding i grund och botten skiljer sig från övriga respondenter. Detta är ingenting Sandström (2003) beaktar i sin beskrivning av livscykelteorin och den här aspekten utgör därför ett potentiellt intressant tillägg till teorin. Det är också värt att notera att den andra respondent som också menar att andelsbaserad crowdfunding lämpar sig ypperligt för företag som befinner sig i ett mognare stadie i sin livscykel, är den respondent som har allra störst erfarenhet av att faktiskt framgångsrikt ha tagit in kapital genom finansieringsformen till etablerade svenska IT-företag. Likt företaget som främst ser andelsbaserad crowdfunding som ett marknadsföringsinstrument, såg dessa IT-företag inte huvudsakligen finansieringsformen som en kapitalkälla.

Berger och Udell (1998) som tidigare citerats i den teoretiska diskussionen kritiserar idén bakom en generaliserad livscykel för ett litet företag på grund av avvikande faktorer så som bolagsstorlek, ålder, branschtillhörighet, och tillgång till information. Baserat på skillnaderna i respondenternas svar som redogjorts för, finner Berger och Udell (1998) ett visst stöd i den aktuella studiens empiri. Författarna finner vidare stöd i empirin eftersom flertalet respondenter medgav att finansieringsformen tillämplighet är kontextuell och att den styrs av vad det är som skall finansieras.

5.4 Equity crowdfunding

5.4.1 Fördelar

Respondenterna belyste många av de fördelar med andelsbaserad crowdfunding som uppmärksammades i studiens teoriavsnitt. Den mest uppenbara fördelen, att finansieringsformen kan hjälpa företagen att nå ut till en större skara finansiärer och därmed hjälpa företaget att nå sina kapitalmål snabbare, var något som bejakades av samtliga respondenter och som finner teoretiskt stöd hos bl.a. Beaulieu, Sarker och Sarker (2015). Vidare under intervjuerna betonades framförallt möjligheterna till att få värdefullt stöd och återkoppling från investerare i form av kunskap, idéer och validering. Detta är i linje med vad Belleflamme, Ormani & Peitz (2015) tidigare har beskrivit, som menar att andelsbaserad crowdfunding kan bidra med nyttig information om bl.a. konsumenter, deras beteenden, vanor och preferenser, som i sin tur kan användas som underlag för att skapa en bild av marknaden och efterfrågeförhållanden.

Som tidigare har beskrivits, menar Finansinspektionen att marknadsföringsmässiga aspekter ibland kan vara mer betydelsefulla än det kapital som lyckas resas (FI, 2015). Flera respondenter tryckte hårt på att dessa aspekter är starkt tilltalande faktorer bakom användandet av finansieringsformen. I sammanhanget nämnde respondenterna att andelsbaserad crowdfunding kan fungera som ett marknadsverktyg för att sälja in produkter till konsumenter. Några aktörer nämnde också att företagets image kan påverkas positivt och att företaget får in en stor skara ambassadörer som mer än gärna sprider lovord om företaget. Här finns således inga egentliga avvikelser från de fördelar som diskuteras i teorin.

Det område där meningarna går isär rör den spridda ägarbilden och huruvida den går att betrakta som en fördel eller en nackdel. Väljer man att betrakta den spridda ägarbilden från ett företags kontrollbehov så är en stor mängd små investerare en fördel för de allra flesta bolagen i och med de vill undvika att avhända sig inflytande i bolaget. En utspädd koncentration av ägande är något som Tillväxtverket (2013) nämner som en uppsida av andelsbaserad crowdfunding jämfört med riskkapital av just den här anledningen. Respondenten med mest erfarenhet av andelsbaserad hävdade att en stor ägarspridning också kan underlätta för ett onoterat bolag vid börsintroducering eftersom ett stort antal delägare både kan hjälpa företaget att säkerställa likviditet och hjälpa företaget att attrahera nya investerare. Det här är en intressant aspekt som inte diskuteras i den akademiska diskursen som omger crowdfunding.

Ytterligare en aspekt som inte hittills adresserats i den akademiska litteraturen fördes upp av den andra aktören med erfarenhet av att ha rest kapital genom andelsbaserad crowdfunding. Han belyste att crowdfunding-investerare har andra drivkrafter och en annan riskvillighet än traditionella investerare. Ordanini et al. (2011) ger stöd för påståendet att andra motivationer ligger till grund för dessa investerare, men säger ingenting om att de skulle ha en annan riskvillighet. Detta skulle därför kunna utgöra ett tillägg till existerande den teoretiska diskussionen kring andelsbaserad crowdfunding.

5.4.2 Nackdelar

Respondenterna diskuterade också en rad avigsidor med finansieringsformen. Den spridda ägarbilden och det stora antal delägare som andelsbaserad crowdfunding oftast innebär, lyftes fram som den största nackdelen med finansieringsformen och anledningen ligger i rädslan för att den administrativa bördan ska bli allt för betungande. Ordanini (2011) har beskrivit att finansiärerna under andelsbaserad crowdfunding ofta drivs av ett genuint intresse i det företag eller det ändamål de investerar i, vilket ofta leder till att investerarna i hög grad önskar vara involverade i företagets drift och beslutsfattande. Gerber och Hui (2013) menar att det finns en risk för att hanteringen av

ett stort antal aktiva investerare och intressenter kan bli övermäktig för ett företag som finansieras genom andelsbaserad crowdfunding. Således verkar tidigare forskning finna stöd i den aktuella studiens empiri. Värt att notera är dock att de respondenter som främst sett detta som en risk är de företag som valt bort finansieringsformen, medan den intervjuade aktör som har störst erfarenhet av att driva crowdfunding-kampanjer direkt avfärdade dessa farhågor. Respondenten upplever att investerarna ställer sig till sitt förfogande för att hjälpa företaget snarare än vara det till last genom att regelbundet kräva korrespondens.

Bland respondenterna verkar det finnas en tydlig uppfattning om att uppmärksamheten som följer andelsbaserad crowdfunding kan få negativa återverkningar för verksamheten. Några av respondenterna resonerade specifikt kring de negativa effekter som en misslyckad crowdfunding-kampanj tänkbart kan ha på företaget, dess produkt och varumärke. Gerber och Hui (2013) menar att crowdfundade bolag är mer exponerade för denna typ av offentliga misslyckanden. Den här risken är dock hanterbar i den meningen att ett företag bör undvika att genomföra en kampanj såvida de inte med någorlunda säkerhet kan fastställa att intresse för företaget eller ändamålet finns. Med andra ord är det viktigt att det företag som överväger att använda sig av andelsbaserad crowdfunding dels mäter intresset för kampanjen och dels går in med ett helhjärtat engagemang.

5.4.3 Juridiska aspekter

Flera respondenter uttryckte en oro över avsaknaden av ett regelverk som omger andelsbaserad crowdfunding. Som redogjordes för i teoriavsnitt så är en av finansieringsformens själva grundprinciper är att investeringar görs genom plattformar (som f.n. juridiskt betraktas som slutna sällskap) som gör det möjligt för företag att kringgå aktiebolagslagens spridningsförbud (EECAF, 2016). Detta är något som förvånansvärt nog inte alla respondenter kände till och det är därför lätt att förstå deras oro. För några av de respondenter som trots allt uppgav att de känner till hur plattformarna gör det möjligt att kringgå aktiebolagslagen rörde sig oron snarare om osäkerheten som finns kring framtida lagstiftning på området. Ett par respondenter menade att de inte vill vara låsta till finansieringsformen utifall ofördelaktiga regleringar skulle införas. I takt med crowdfunding så småningom kan komma att definieras legalt och omges av ny lagstiftning, kan vi sannolikt vänta oss att den upplevda osäkerheten associerad till att använda andelsbaserad crowdfunding kommer att minska. Med tanke på att crowdfunding är relativt nytt fenomen kan osäkerheten också komma att minska allteftersom entreprenörer får mer kunskap om finansieringsformen.

5.4.4 Roll som finansieringskälla

I den teoretiska diskussionen citerades Cosh, Cumming och Hughes (2009) som menar på att olika kapitalkällor p.g.a. sina olika egenskaper inte är perfekta substitut och således kompletterar varandra. Efter att respondenterna resonerat kring den andelsbaserade crowdfundingens roll i förhållande till övriga kapitalkällor framgick tydligt att små svenska IT-företag huvudsakligen ser den som ett komplement till andra finansieringsformer. De intervjuade aktörerna påpekade bland annat att kapitalkällor, utöver att uppväga för andra finansieringsformers tillkortakommanden, också kan verka riskreducerande. En crowdfunding-runda som omges av viss osäkerhet skulle exempelvis kunna kompletteras med privat investerarkapital för att säkerställa att företaget når sina kapitalmål. Ett par aktörer ser andelsbaserad crowdfunding som en sista utväg, d.v.s. ett komplement till andra kapitalkällor, utifall alla andra alternativ längs Myer och Majlufs (1984) finansieringstrappa redan är uttömda. Det som talar för att andelsbaserad crowdfunding skulle kunna användas som självständigt kapitalkälla (sett till en enskild finansieringsrunda) är att det kan bli rörligt för ett bolag att hantera olika typer av investerare och kapital under en och samma runda, och det skulle exempelvis kunna vara något som en privat investerare vänder sig emot.

5.4.5 Framtidsutsikter

Respondenterna kunde enas om att andelsbaserad crowdfunding som finansieringsform är kvar för att stanna. Några av respondenterna menade vidare att formen framförallt kan komma att spela en roll i att finansiera goda ändamål och nischade IT-relaterade produkter eller tjänster. Ordanini et al. (2011), som beskriver att investerarna ofta drivs av samhällsnytta och/eller sina egna intressen, finner därför stöd här. Samtidigt menar respondenterna att det finns flera tillkortakommanden som måste överkommas innan finansieringsformen på allvar kan konkurrera med mer etablerade kapitalkällor. Ett sådant tillkortakommande är avsaknaden av ett regelverk som behandlar andelsbaserad crowdfunding. Vare sig man anser att oron som existerar kring är legitim eller ej, hade finansieringsformen onekligen gynnats av ett juridiskt klargörande, vilket hade minskat de osäkerheter som i nuläget omger andelsbaserad crowdfunding och sannolikt gjort formen mer attraktiv för både investerare och företag.

6 Slutsatser och avslutande kommentarer

Arbetets avslutande kapitel avser att, utifrån den analytiska diskussionen i föregående avsnitt, summera och presentera de slutsatser som dras av studien. Kapitlet syftar samtidigt till att adressera studiens syfte och forskningsfrågor. I kapitlets första sektion besvaras de underfrågeställningar som formulerades för att besvara huvudfrågeställningen, som i sin tur, besvaras i slutet av sektionen. Den avslutande sektionen ger förslag till fortsatt forskning.

6.1 Sammanfattande slutsatser

Det övergripande syftet med den aktuella studien har varit att utveckla en djupare förståelse för rollen som andelsbaserad crowdfunding tänkbart kan spela i överbryggandet av det upplevda finansieringsgapet bland små svenska IT-företag. För att besvara detta syfte utgick studien från följande frågeställningar:

Underfrågeställning 1: "Hur prioriterar företagen andelsbaserad crowdfunding som kapitalkälla?"

Studiens empiriska resultat vittnar om att pecking order theory i mångt och mycket kan förklara hur de små IT-företagen förhåller sig till olika kapitalformer, även om vissa avvikelser går att urskilja. Medan faktumet att eget kapital ses som den mest fördelaktiga kapitalkällan är i linje med pecking order-theory, lyckades inte teorin förklara varför IT-företagen väljer externt kapital framför lånefinansiering. Varför detta är fallet grundar sig sannolikt inte i en teoretisk avvikelse utan snarare i marknadsförhållanden där lånefinansiering, i de fall det är möjligt, erbjuds till orimliga kostnader, krav och villkor. Att teorin inte fullt ut bekräftas i de empiriska resultaten validerar i viss mån den del av litteraturen som ställer sig kritisk mot pecking order-theorys förmåga att förklara hur mindre företag förhåller sig till olika typer av kapital. De särskilda förutsättningar som råder för små svenska IT-företag skiljer sig överlag från de premisser som gäller för andra typer av företag vilket påverkar deras behov och möjligheter att tillgå kapital. Det finns inget entydigt svar till var andelsbaserad crowdfunding som finansieringsform hamnar i företagets preferensordning, men i de flesta fall placeras den sannolikt någonstans mellan riskkapital och banklån, där riskkapital hamnar högst upp och banklån längst ner.

Underfrågeställning 2: "I vilket skede i företagets livscykel lämpar sig andelsbaserad crowdfunding bäst?"

Av studiens resultat framgår att andelsbaserad crowdfunding i dagsläget huvudsakligen har en roll att spela i en tidig fas av ett företags livscykel. Detta grundar sig dels i att den svenska crowdfunding-marknaden fortfarande är förhållandevis liten och beloppen som kan resas därmed är små, samt dels i att finansieringssvårigheterna är som mest påtagliga i ett tidigt skede av ett IT-företags livscykel och således är nyttan av en alternativ finansieringsform högre. Det ska dock

nämnas att i takt med att marknaden och kapitalvolymerna växer, kan finansieringsformen tänkbart komma att bli mer aktuellt för små IT-företag även i ett senare skede.

Samtidigt finner studien belegg för att andelsbaserad crowdfunding inte uteslutande lämpar sig för företag som befinner sig i en tidig fas. Exempel från verkligheten återges där mer mogna svenska IT-företag sökt sig till, och framgångsrikt nyttjat, finansieringsformen. Det här tyder på att andelsbaserad crowdfunding redan idag fyller en roll i små IT-företag som varit verksamma en längre tid. De empiriska resultaten visade vidare att det kapitalsökande bolagets motiv till att använda andelsbaserad crowdfunding också påverkar var i företagets livscykel som metoden lämpar sig bäst. Detta är ett potentiellt intressant teoretiskt tillägg som i hittills inte diskuteras i den vetenskapliga litteraturen.

Underfrågeställning 3: "Vilka huvudsakliga för- och nackdelar ser företagen med andelsbaserad crowdfunding?"

Studien visar att fördelarna med andelsbaserad crowdfunding är många. De klara fördelar som framkommer är överlag i linje med vad som har lyfts fram i tidigare forskning på ämnet och berör framförallt möjligheten att nå ut till en större massa och därmed nå kapitalmål snabbare, erhållande av värdefull återkoppling från investerare och marknaden, samt tillgången till en aktiv skara ambassadörer som stöder företaget. Studien trycker dessutom hårdare på marknadsföringsmässiga fördelar än vad den existerande litteraturen gör och för vissa investerare är kapital enbart en bieffekt av användandet av finansieringsformen. Medan företaget potentiellt kan förbättra sin image och stärka konsumentvarumärket genom andelsbaserad crowdfunding, så utgör offentliga misslyckanden en risk för att skada företaget. Därför är det av särskild vikt att den kapitalsökande går in med stort engagemang i crowdfunding-kampanjen och inte underskattar energin måste läggas ner för att den ska lyckas.

Resultaten visar att det finns en viss otydlighet kring den spridda ägarbilden och det stora antal investerare som andelsbaserad crowdfunding ofta innebär. Den akademiska litteraturen lyfter risken att kontakten och hanteringen av intressenter och delägare kan bli övermäktig för ett litet IT-bolag. Utifrån de verkliga erfarenheter som inhämtats kan den här risken till stor del avfärdas eftersom finansiärerna under andelsbaserad crowdfunding verkar vara särskilt måna om att hjälpa företaget på olika sätt snarare än stjälpa det. En tänkbar förklaring som ges ligger i att finansiärernas motiv och riskvillighet skiljer sig från traditionella investerare.

Det framgår vidare i studien att mycket av den oro som råder kring den andelsbaserade crowdfundingens legala status inte är befogad, men likväl påverkar den finansieringsformens attraktionskraft. På samma sätt missgynnas formen av osäkerheter som råder kring framtida

lagstiftning eftersom det inte är helt klart hur den kan komma att se ut. En slutsats som dras är dock att osäkerheten sannolikt kommer att minska i takt med att finansieringsformen definieras legalt och mer regleringar införs.

Underfrågeställning 4: "I vilken utsträckning kan andelsbaserad crowdfunding ersätta de traditionella finansieringsformerna?"

I studien framgår att andelsbaserad crowdfunding inte är att betrakta som ett substitut till traditionella finansieringsformer, utan främst som ett komplement. Flera av de egenskaper, för- och nackdelar, som finansieringsformen har, är specifika för andelsbaserad crowdfunding och svåra att uppnå via andra former av finansiering och genom att nyttja andelsbaserad crowdfunding får det kapitalökande bolaget betydligt mer än bara kapital. I sin roll som komplement till traditionella finansieringsalternativ, kan andelsbaserad crowdfunding ha en riskreducerande effekt.

Huvudfrågeställning: "Vilken roll kan andelsbaserad crowdfunding spela i att fylla finansieringsgapet som upplevs av små svenska IT-företag?"

Den aktuella studiens resultat bekräftar i stora drag den bild av finansieringsgapet som beskrivs i den akademiska litteraturen. I vilken utsträckning finansieringsgapet påverkar ett svenskt IT-företag beror framförallt på faktorer som företagets nisch, geografiska läge, grad av mognad, och huruvida den erbjudna produkten eller tjänsten är intuitiv eller konsumentinriktad. Studien finner att små IT-företag som är unga, lokaliserade på landsbygden, eller som tillhandahåller en produkt eller tjänst som upplevs som svårbegriplig i större utsträckning påverkas av det finansiella gapet, vilket också styrks av tidigare forskning. Även om inga konklusiva belägg gick att finna för varje faktors enskilda påverkan på finansieringsgapet kan det antas att det rör sig om en form av intersektionalitet, eller ett överlapp som bidrar till en förstärkande sammantagen effekt. Studien finner vidare indikationer på att finansieringsgapet upplevs flerdimensionellt från företagets sida och att det inte uteslutande är en fråga om brist på kapital utan även om erfarenhet, kunskap och kontakter. En tänkbar förklaring till IT-företagens finansieringssvårigheter som föreslås i studien är att kapitalmarknaden är för tunn.

Så vitt författarna till den här studien kan bedöma, skulle andelsbaserad crowdfunding kunna förbättra möjligheterna att tillgå kapital för ett stort antal små IT-företag i Sverige, särskilt för de som är drabbade av det så kallade finansieringsgapet. Andelsbaserad crowdfunding har i dagsläget framförallt en roll att spela i att hjälpa till att täcka de finansiella behov som finns hos små IT-företag som befinner sig i en tidig fas och som upplever svårigheter att tillgå andra typer av kapital. Finansieringsformen, med sina specifika egenskaper, kan spela en kompletterande roll för företag

som helt eller delvis redan finansieras på andra sätt. I den stora merparten av fall är det troligtvis avgörande att kunna bygga någon form av gemenskap kring bolaget, dess ändamål, produkt eller tjänst som kan framstå attraktiv för investerarna. Genomförs detta framgångsrikt bör det finnas goda möjligheter att resa mindre summor från en större skara crowdfunding-investerare, som är beredda att godta en högre risk och lägre avkastningskrav mot den delade gemenskapen.

Andelsbaserad crowdfunding som fenomen är sannolikt kvar för att stanna, men finansieringsformen har fortfarande en bra bit att gå för att på allvar bli ett etablerat finansieringsalternativ. För att detta ska bli verklighet måste några viktiga tillkortakommanden överkommas. Dessa brister rör framförallt avsaknad av ett tydligt regelverk som omger finansieringsformen och som skyddar investerarna. Svenska myndigheter håller just nu på att utreda frågan och troligen kommer vi successivt att få se ett regelverk växa fram under de närmsta åren. I takt med denna utveckling kan vi också vänta oss att den andelsbaserade crowdfundingens legitimitet kommer att öka och därmed dess betydelse som kapitalkälla för små IT-företag i Sverige.

6.2 Förslag till vidare forskning

Under studiens gång har flera nya underområden berörts där det fortfarande finns en stor mängd obesvarade frågor. Det finns ett tydligt behov av djupgående studier rörande andelsbaserad crowdfunding och dess förhållande till gällande lagstiftning. Hur förhåller sig exempelvis finansieringsformen till aktiebolagslagens annonseringsförbud? Strider finansieringsformen på något sätt mot spridningsförbudet? Hur kan i så fall rådande lagstiftning omarbetas?

Vidare välkomnas studier som tittar närmare på hur en eventuell lagstiftning skulle kunna utformas för att reducera osäkerheten som för tillfället råder kring andelsbaserad crowdfunding. En sådan studie skulle t.ex. kunna närmare undersöka hur vidare handel med crowdfunding-andelar bör regleras.

Referenser

- AGRAWAL, A. K., CATALINI, C. & GOLDFARB, A. 2011. The Geography of Crowdfunding. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research (NBER).
- AHLERS, G. K., CUMMING, D., GÜNTHER, C. & SCHWEIZER, D. 2015. Signaling in equity crowdfunding. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 39, 955-980.
- AKERLOF, G. A. 1970. The market for "lemons": Quality uncertainty and the market mechanism. *The quarterly journal of economics*, 488-500.
- ALMI 2015. *Bokslutskommuniké 2015*, Stockholm, Almi Företagspartner AB.
- ANDRÉN, N., ERIKSSON, T. & HANSSON, S. 2015. *Finansiering*, Liber.
- BBC. 2013. *The Statue of Liberty and America's crowdfunding pioneer* [Online]. BBC. Tillgänglig: <http://www.bbc.com/news/magazine-21932675> [Hämtad 7 november 2017].
- BEAULIEU, T., SARKER, S. & SARKER, S. 2015. A Conceptual Framework for Understanding Crowdfunding. *CAIS*, 37, 1.
- BECK, T. & DEMIRGUC-KUNT, A. 2006. Small and medium-size enterprises: Access to finance as a growth constraint. *Journal of Banking & finance*, 30, 2931-2943.
- BECK, T. & MAKSIMOVIC, V. 2002. *Financial and legal constraints to firm growth: Does size matter?*, World Bank Publications.
- BELLEFLAMME, P., OMRANI, N. & PEITZ, M. 2015. The economics of crowdfunding platforms. *Information Economics and Policy*, 33, 11-28.
- BERGER, A. N. & UDELL, G. F. 1998. The economics of small business finance: The roles of private equity and debt markets in the financial growth cycle. *Journal of banking & finance*, 22, 613-673.
- BERGSTROM, C. & SAMUELSSON, P. 2015. *Aktiebolagets grundproblem*, Stockholm, Norstedts Juridik.
- BERRY, A. J., SWEETING, R. & GOTO, J. 2006. The effect of business advisers on the performance of SMEs. *Journal of small business and enterprise development*, 13, 33-47.
- BJERKESJÖ, P., HALLIN, G., SILVER, L. & SPANGENBERG, K. 2011. Små företags behov av krediter och systemen för att tillgodose dem. *Kontigo, Kreditfinansiering till små företag*, 2, 51.
- BREALEY, R., LELAND, H. E. & PYLE, D. H. 1977. Informational asymmetries, financial structure, and financial intermediation. *The Journal of Finance*, 32, 371-387.
- BREALEY, R. A., MYERS, S. C., ALLEN, F. & MOHANTY, P. 2012. *Principles of Corporate Finance*, McGraw-Hill Education.
- BRUNS, V. 2003. Kreditprocessen ur bankens och det växande ägarledda företags Perspektiv; i H. Landström (Red.), *Småföretaget och kapitalet*, 115-133.
- BRYMAN, A. & BELL, E. 2015. *Business research methods*, Oxford University Press, USA.
- CAMBRIDGE 2016. *Sustaining momentum: Second European Alternative Finance Industry Report*, University of Cambridge.
- COLLINS, M. 2012. Will Crowdfunding Beget Crowdfunding? *Business Week*, 26:4.
- COSH, A., CUMMING, D. & HUGHES, A. 2009. Outside entrepreneurial capital. *The Economic Journal*, 119, 1494-1533.
- CROWDCUBE. 2017. *Crowdcube: Infographic* [Online]. BBC. Tillgänglig: <https://www.crowdcube.com/infographic> [Hämtad 3 december 2017].
- DI. 2016. *Svårt för småföretag att få finansiering* [Online]. Dagens Industri. Tillgänglig: <https://www.di.se/artiklar/2016/4/26/svart-for-smaforetag-att-fa-finansiering> [Hämtad 6 november 2017].
- EC. 2003. *What is an SME?* [Online]. Europeiska Kommissionen. Tillgänglig: http://ec.europa.eu/growth/smes/business-friendly-environment/sme-definition_sv [Hämtad 10 november 2017].

- EECAF 2016. *Current State of Crowdfunding in Europe: An Overview of the Crowdfunding Industry in More than 25 Countries*, European Expertise Centre on Alternative Finance and Community Finance (EECAF).
- FI 2015. *Gräsrotsfinansiering i Sverige – En kartläggning* Stockholm, Finansinspektionen (FI).
- FIELDS, L. P., FRASER, D. R., BERRY, T. L. & BYERS, S. 2006. Do bank loan relationships still matter? *Journal of Money, Credit, and Banking*, 38, 1195-1209.
- FINANSDEPARTEMENTET 2013a. *Faktapromemoria 2013/14:FPM74: Meddelande om gräsrotsfinansiering* Stockholm, Regeringskansliet.
- FINANSDEPARTEMENTET 2013b. *Förstärkta kapitaltäckningsregler: Betänkande av utredningen "Nya kapitaltäckningsregler"*, Stockholm, Sveriges Riksbank.
- FRASER, S., BHAUMIK, S. K. & WRIGHT, M. 2015. What do we know about entrepreneurial finance and its relationship with growth? *International Small Business Journal*, 33, 70-88.
- FÖRETAGARNA 2016. *Finansiering för tillväxt och jobb*, Stockholm, Företagarna.
- GARMER, F. & KYLLENLUS, M. 2004. *Finansiering för små och nystartade företag*, Liber ekonomi.
- GERBER, E. M. & HUI, J. 2013. Crowdfunding: Motivations and deterrents for participation. *ACM Transactions on Computer-Human Interaction (TOCHI)*, 20, 34.
- GLESBYGDSVERKET 2006. *Småföretagande i gles- och landsbygder: Underlagsrapport*, Glesbygdsverket.
- HOWORTH, C. 1999. The demand for finance: exploring the pecking order hypothesis within small firm case studies. *Warwick Business School*.
- IBRAHIM, D. M. 2015. Equity Crowdfunding: A Market for Lemons. *Minn. L. Rev.*, 100, 561-607.
- INGRAM, C. & TEIGLAND, R. 2013. A Qualitative Study of the Funding Ecosystem and Entrepreneurs' Adoption of Crowdfunding. *Stockholm: Stockholm School of Economics*.
- ISAKSSON, A. 2010. *Staten som venture-capitalist: En sammanställning av internationell empirisk forskning*, Umeå, Umeå universitet.
- JACOBSEN, D. I., SANDIN, G. & HELLSTRÖM, C. 2002. *Vad, hur och varför: om metodval i företagsekonomi och andra samhällsvetenskapliga ämnen*, Lund, Studentlitteratur.
- LANDSTRÖM, H. 1988. *Småföretagens försörjning med riskkapital: vägar i Europa för att förstärka småföretagens egna kapital*, Statens industriverk.
- LANDSTRÖM, H. 2003. Småföretaget och kapitalet. *Stockholm: SNS förlag*.
- LANDSTRÖM, H. & LÖWEGREN, M. 2010. *Entreprenörskap och företagsetablering: från idé till verklighet*, Lund, Studentlitteratur.
- LINDHOLM-DAHLSTRAND, Å. 2004. *Teknikbaserat nyföretagande: tillväxt och affärsutveckling*, Lund, Studentlitteratur.
- MASON, C. & STARK, M. 2004. What do investors look for in a business plan? A comparison of the investment criteria of bankers, venture capitalists and business angels. *International small business journal*, 22, 227-248.
- MERRIAM, S. B. & NILSSON, B. 1994. *Fallstudien som forskningsmetod*, Lund, Studentlitteratur.
- MOLLICK, E. 2014. The dynamics of crowdfunding: An exploratory study. *Journal of Business Venturing*, 29, 1-16.
- MYERS, S. C. & MAJLUF, N. S. 1984. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13, 187-221.
- NIGHTINGALE, P., MURRAY, G., COWLING, M., BADEN-FULLER, C., MASON, C., SIEPEL, J., HOPKINS, M. & DANNREUTHER, C. 2009. From funding gaps to thin markets. UK Government support for early-stage venture capital.
- NILSSON, H. & ISAKSSON, A. 2002. Företagsvärdering med fundamental analys. Lund: Studentlitteratur.
- OLSSON, H. & SÖRENSEN, S. 2011. *Forskningsprocessen*, Stockholm, Liber AB.

- ORDANINI, A., MICELI, L., PIZZETTI, M. & PARASURAMAN, A. 2011. Crowd-funding: transforming customers into investors through innovative service platforms. *Journal of service management*, 22, 443-470.
- PAUL, S., WHITTAM, G. & WYPER, J. 2007. The pecking order hypothesis: does it apply to start-up firms? *Journal of small business and enterprise development*, 14, 8-21.
- RIKSBANKEN. 2010a. *Den nya bankregleringen Basel III* [Online]. Sveriges Riksbank. Tillgänglig: <http://www.riksbank.se/sv/Finansiell-stabilitet/Finansiella-regelverk/Aktuella-regleringsforandringar/Den-nya-bankregleringen-Basel-III> [Hämtad 5 november 2017].
- RIKSBANKEN 2010b. *Finansiell Stabilitet* Sveriges Riksbank.
- SANDSTRÖM, B. Tillväxt och lönsamhet: Verktyg för affärsutvecklare i mindre och medelstora företag. 2003. Industrilitteratur & Forum för affärsutveckling.
- SCHIFFER, M. & WEDER, B. 2001. *Firm size and the business environment: Worldwide survey results*, World Bank Publications.
- STOREY, D. J. 2016. *Understanding the small business sector*, London, Routledge.
- TILLVÄXTANALYS 2011. *Rådgivning till företagare med utländsk bakgrund: En effektutvärdering*, Stockholm, Almi Företagspartner AB.
- TILLVÄXTVERKET 2013. *Tillväxt genom Crowdfunding?*, Stockholm, Tillväxtverket.
- VETENSKAPSRÅDET 2017. *God Forskningssed*, Stockholm, Vetenskapsrådet.
- WINGBORG, J. & LANDSTRÖM, H. 2000. Financial bootstrapping in small business: examining small business managers' resource acquisition behaviour. *Journal of Business Venturing*, 16, 235-254.
- VOS, E., YEH, A. J.-Y., CARTER, S. & TAGG, S. 2007. The happy story of small business financing. *Journal of Banking & finance*, 31, 2648-2672.

Bilagor

Bilaga 1: Intervjuguide

1. Bakgrund

- Kan du berätta lite om dig själv och det företag du företräder?

2. Finansieringsgapet

- Tillgodoser ni ert kapitalbehov till fullo i dagsläget?
- Vilken är den största utmaningen relaterad till er kapitalanskaffning? Har den förändrats över tid?
- Tror du att andelsbaserad crowdfunding skulle kunna bidra till att minska finansieringsgapet?
 - o Om ja: I så fall hur?
- Ser du andelsbaserad crowdfunding som ett komplement eller substitut?
- Upplever du att det finns informationsproblem mellan småföretag och potentiella finansiärer?
 - o Om ja: På vilket sätt?
 - o Hur upplever du att andelsbaserad crowdfunding kan påverka dessa informationsproblem?

3. Pecking order theory

- Vilka andra finansieringsformer såg ni till innan ni valde att använda er/valde att inte använda er av andelsbaserad crowdfunding?
- Anser du att det finns någon inbördes rangordning vad gäller valet av finansieringskällor?
 - o Hur skulle du placera andelsbaserad crowdfunding i en sådan rangordning?

4. Equity crowdfunding

- Har ni använt er av crowdfunding för att finansiera er verksamhet?
 - o Om ja: Vilken form? Varför?
 - o Om ja: Vilken plattform använde ni er av?
 - o Om ja: Var kampanjen lyckad?
 - o Om ja: Hur mycket kapital lyckades ni resa och var det tillräckligt?
- Har ni övervägt att finansiera verksamheten genom crowdfunding?
 - o Varför / Varför inte?
 - o Om ja: Vilket/vilka var era incitament att använda crowdfunding?
 - o Vad kan du se för anledningar bakom företags val av andelsbaserad crowdfunding som finansieringsmetod?
- Hur ser du på den andelsbaserade formen av crowdfunding?
 - o Vilka fördelar respektive brister ser du jämfört med andra finansieringsformer så som t.ex. riskkapital eller banklån?
- I vilken utsträckning kan andelsbaserad crowdfunding komplettera eller ersätta de finansieringsformer ni använder idag?
 - o Ser du andelsbaserad crowdfunding som ett komplement eller substitut till de finansieringsformer som används för att uppnå era kapitalmål i dagsläget?
 - o Vilken roll skulle andelsbaserad crowdfunding kunna ha för IT-orienterade företag?

5. Ett småföretags finansiella tillväxtcykel

- När skulle du bedöma att crowdfunding lämpar sig bäst?
- Finns det något skede i företagets livscykel som andelsbaserad crowdfunding lämpar sig bättre i? Varför?
- Anser du att andelsbaserad crowdfunding är ett finansieringsalternativ som passar bättre för vissa typer av företag inom olika branscher?
- Kan crowdfunding passa bättre i ett snabbt växande IT-företag än i ett annat typ av företag?

6. Framtidsutsikter

- Vad tror du om möjligheterna för andelsbaserad crowdfunding att i framtiden bli en etablerad finansieringsform?

Bilaga 2: Empirisk sammanfattning

	K2	K1	F5	F3	F1	F4	F2
Nuvarande finansiering	–	–	– Privata investerare – Offentliga medel	– Bootstrapping – Privata investerare	– Riskkapitalbolag	– Privata investerare	– Eget kapital
Har övervägt equity crowdfunding	Ja	Ja	Ja (men inte inom företaget)	Ja	Ja (men inte inom företaget)	Ja	Ja
Har använt andelsbaserad crowdfunding	Nej	Ja	Nej	Nej	Nej	Nej (men för andra projekt)	Nej
Fördelar	– Kapital – Spridd ägarbild – Investerare har andra motiv & riskvillighet – Nå ut bredare – Konkurrerande finansieringsalternativ – Marknadsföring,	– Marknadsföring – Stor ägarspridning	– Kapital – Spridd ägarbild – Lättare att få än traditionella alternativ – Marknadsföring	– Få in kunder som delägare (snarare än kapital) – Kunskap och information – Marknadsföring	–	– Spridd ägarbild – Många, heterogena ägare – Marknadsföring – Image – Investerare är mer riskvilliga	– Marknadstest – Inga kontakter behövs
Nackdelar	– Spridd ägarbild, kontroll – Regelverk – Risk om kampanjen går dåligt – Administration	– Risk om kampanjen går dåligt	– Tillför ingen kunskap – Ingen aktiv entreprenör – Administration	– Administration – Risk om kampanjen går dålig – Spridd ägarbild (kontroll)	– Spridd ägarbild (kontroll) – Administration – Dyr kapitalkälla	– Otillräcklig kapitalkälla	– Otillräcklig kapitalkälla – Regelverk – Tillför inte kontakter eller kunskap
Ser andelsbaserad crowdfunding som ett substitut	Ja (substitut)	Nej (komplement)	Nej (komplement)	Nej (komplement)	Nej (komplement)	–	Ja (substitut)
Placering i den finansiella livscykeln	Tidigt skede	Inget särskilt skede	Tidigt skede	Inget särskilt skede	Tidigt skede	Tidigt skede (men beror på kontext)	Tidigt skede
Lämplig bransch	– Ingen specifik – Mer lämpligt för IT/tech-företag	– Konsumentinriktade produkter	– Konsumentinriktade produkter – Lättbegripliga produkter	– Tjänster och produkter som brukas dagligen	– Tjänster alt. produkter som är kopplade till allmännyttiga – Mer lämpligt för IT/tech-företag	– Konsumentinriktade produkter & tjänster	– Konsumentinriktade produkter & tjänster
Pecking order theory	1. Eget kapital 2. Riskkapital 3. Offentliga medel 4. Eq. crowdfunding 5. Banklån	1. Eget kapital 2. Friends, Fools & Family 3. Affärsängel 4. Eq. crowdfunding 4. Riskkapitalbolag 5. Banklån	1. Eget kapital 2. Riskkapital 3. Offentliga medel 4. Eq. crowdfunding 5. Banklån	1. Eget kapital 2. Offentliga medel 3. Riskkapital 4. Eq. crowdfunding 5. Banklån Ser inte crowdfunding som kapitalkälla	1. Eget kapital 2. Bootstrapping 2. Friends, Fools & Family 3. Riskkapitalbolag 4. Affärsängel 5. Eq. crowdfunding 6. Banklån	1. Eget kapital 2. Riskkapitalbolag 3. Affärsängel 4. Eq. crowdfunding 5. Banklån Går inte att generellt rangordna. Beror på kontext.	1. Eget kapital 2. Riskkapitalbolag 3. Affärsängel 3. Eq. crowdfunding 4. Banklån
Upplever ett finansieringsgap	Ja	Ja	Ja, inom vissa områden	Ja	Ja, inom vissa områden	Ja	Ja
Framtida roll?	Kvar för att stanna (övertygad)	Kvar för att stanna (övertygad)	Kvar för att stanna (övertygad)	Svårt att säga (osäker)	Kommer att dö ut	Kvar för att stanna	Kvar för att stanna