



GÖTEBORGS UNIVERSITET

HANDELSHÖGSKOLAN

Finansiering i motvind

En tvåsidig analys av förändringar i finansieringsmöjligheter
och investeringsstrategier under ekonomisk osäkerhet

Kandidatuppsats i industriell och finansiell ekonomi
Handelshögskolan vid Göteborgs universitet

HT2023

Daniel Alsén - 20010210

Ibrahim Chit - 19990329

Oskar Block - 19991111

Handledare: Ove Krafft

Finansiering i motvind

En tvåsidig analys av förändringar i finansieringsmöjligheter och investeringsstrategier under ekonomisk osäkerhet

DANIEL ALSÉN

IBRAIM CHIT

OSKAR BLOCK

© DANIEL ALSÉN, 2024

© IBRAHIM CHIT, 2024

© OSKAR BLOCK 2024

Handledare: Ove Krafft, Företagsekonomiska institutionen

Examinator: Ove Krafft, Företagsekonomiska institutionen

Medbedömare: Gert Sandahl, Företagsekonomiska institutionen

Kandidatarbete FEK345 HT-23

Industriell och finansiell ekonomi

Handelshögskolan vid Göteborgs universitet

SE-405 30 Göteborg

Telefon +46(0) 31 786 10 00

Göteborg, Sverige 2024

Gothenburg, Sweden 2024

Förord

Denna studie utgör resultatet av ett kandidatarbete på grundnivå inom Industrial and Financial Management vid Handelshögskolan i Göteborg. Arbetet genomfördes under hösten 2023.

Ett djupgående tack skickas till alla företag och individer som vi fått möjligheten att intervjua. Deras deltagande har varit avgörande för denna studie och har berikat den med verkliga erfarenheter. Vi vill också uttrycka vår tacksamhet till våra medstudenter i kursen för deras konstruktiva kritik och värdefulla feedback på vårt arbete. Slutligen vill vi dessutom rikta ett stort tack till vår handledare Ove Krafft som med engagemang bistått med stöttning och vägledning genom hela arbetet. Ove har berikat arbetet med kunskap och förbättrat genomförandet av studien.

Daniel Alsén

Oskar Block

Ibrahim Chit

Göteborg, 4:e januari 2024

Sammanfattning

I en tid präglad av ekonomisk osäkerhet har både riskkapitalister och startups på den svenska marknaden konfronterats med betydande utmaningar och möjligheter. Denna studie beskriver och förklarar den dynamiska interaktionen mellan dessa två aktörer, samt hur de anpassar sig till skiftande ekonomiska förhållanden. Studien bygger på empirisk data insamlade från intervjuer med representanter från VC- och CVC-sektorn samt entreprenörer från ett brett spektrum av startups. Detta ger en nyanserad bild av den nuvarande situationen på den svenska marknaden.

Studien förklarar hur riskkapitalister anpassar sina investeringsprocesser och strategier till följd av en ökad försiktighet och ett skiftande fokus. Processen blir i allmänhet längre och selektiviteten ökar, där det numera läggs större vikt vid kortsiktig lönsamhet, mognare bolag och mer erfarna grundare. Detta resulterar i en noterbart minskad investeringsvolym bland många riskkapitalister. Parallellt beskrivs hur startups navigerar sig fram i det tuffare finansieringsklimatet och anpassar sina strategier samt affärsmodeller för att möta dessa nya utmaningar. Majoriteten av justeringarna görs för att stimulera det kortsiktiga kassaflödet. Studien tar även upp hur kognitiva snedvridningar som herding bias och confirmation bias påverkar beslutsprocesserna under ekonomisk press.

Uppsatsen kombinerar teoretiska perspektiv med konkreta exempel från verkligheten för att ge en djupgående bild av den nuvarande situationen inom riskkapitalfinansiering och startup-ekosystemet i Sverige. Den bidrar också med värdefulla insikter om balansen mellan risk och avkastning samt belyser vikten av anpassningsförmåga för att hantera finansiell osäkerhet.

Nyckelord: riskkapital, startups, venture capital, corporate venture capital, ekonomisk osäkerhet, investeringsstrategier, affärsmodeller, kognitiva biaser

Abstract

In a period of economic uncertainty, venture capitalists and startups in the Swedish market face significant challenges and opportunities. This study describes the dynamic interaction between these two actors and their adaptation to the changing economic conditions. It draws upon empirical data from interviews with representatives from the VC and CVC sectors, as well as a wide range of startup entrepreneurs, offering a comprehensive view of the current situation in the Swedish market.

The study explains how venture capitalists adjust their investment processes and strategies to meet an increased caution and a shifting focus. The process generally becomes longer and more selective, with greater emphasis on short-term profitability, mature companies, and experienced founders. This has resulted in a reduced investment volume among many venture capitalists. In parallel, the study describes how startups navigate the tougher financing climate and adapt their strategies and business models to meet these new challenges. Most adjustments are made to stimulate short-term cash flow. Additionally, the study discusses the impact of cognitive biases like herding bias and confirmation bias on decision-making processes during times of economic stress.

The thesis combines theoretical perspectives with real-world examples, providing an in-depth picture of the current situation of the venture capital financing and the startup ecosystem in Sweden. It also contributes valuable insights into the delicate balance between risk and return and highlights the importance of adaptability to manage financial uncertainty.

Keywords: Venture Capital, Corporate Venture Capital, Startups, Economic Uncertainty, Investment Strategies, Business Models, Cognitive Biases

Innehåll

Tabeller och Figurer	
Begreppslista	
1 Inledning	1
1.1 Bakgrund	1
1.2 Problemanalys	3
1.3 Syfte och forskningsfrågor	5
1.4 Avgränsningar	6
2 Teori	7
2.1 Corporate Finance	7
2.1.1 Kapitalstruktur	7
2.1.2 Pecking Order Theory	7
2.1.3 Kapitalkostnad	8
2.1.4 Företagsvärdering	8
2.2 Makroekonomiska faktorer	9
2.2.1 BNP-tillväxt	9
2.2.2 Konjunkturcykler	9
2.2.3 Inflation och räntor	9
2.3 Finansiering för startups	10
2.3.1 Traditionella finansieringsmetoder	10
2.3.2 Olika typer av riskkapitalister	10
2.3.3 Alternativa finansieringsmetoder	11
2.3.4 Finansieringscykler	12
2.4 Anpassning av affärsmodell och strategi	12
2.5 Risk	12
2.5.1 Systematisk och osystematisk risk	13
2.5.2 Vanliga risker	13
2.5.3 Riskhantering	13
2.6 Kognitiva biaser	14
2.7 Sammanfattning	14
3 Metod	15
3.1 Val av metod	15
3.2 Datainsamling	16
3.3 Urval av intervjuobjekt	17

3.4	Tillförlitlighet och generaliserbarhet	18
3.5	Etiskt ställningstagande	19
4	Resultat	20
4.1	Beskrivning intervjuobjekt	20
4.2	Riskkapitalister	21
4.2.1	Investeringsprocess	21
4.2.2	Investeringsstrategi	24
4.2.3	Möjligheter med nuvarande makroklimat	26
4.2.4	Risk	27
4.3	Startups	28
4.3.1	Generell syn på finansiering	28
4.3.2	Makroekonomiska lägets inverkan på finansiering	29
4.3.3	Startups anpassningar till ekonomisk osäkerhet	32
5	Analys	35
5.1	Riskkapitalister	35
5.1.1	Ekonomisk osäkerhet och dess inverkan	35
5.1.2	Biaser i riskkapitalvärlden	36
5.2	Startups	37
5.2.1	Ekonomisk osäkerhet och dess inverkan	37
5.2.2	Startups anpassningar till rådande förutsättningar	38
5.3	Samspelet mellan riskkapitalister och startups	39
5.4	Framtidsutsikter	41
6	Slutsats	43
6.1	Förslag till vidare forskning	44
	Litteraturförteckning	i
A	Bilaga	vii

Tabeller och Figurer

Tabeller

1	Studiens intervjuobjekt på riskkapitalsidan	20
2	Studiens intervjuobjekt på startup-sidan	21
3	Studiens övriga intervjuobjekt (branschexperter)	21

Figurer

1	Påverkan på investeringsprocessen hos CVC- respektive VC-fonder.	23
2	Påverkan på investeringsvolym hos CVC- och VC-fonder utifrån investeringsfas.	24
3	Påverkan på investeringsstrategi hos CVC- och VC-fonder utifrån investeringsfas.	26
4	Påverkan på finansieringsmöjligheter för startups utifrån stadium i livscykeln	31
5	Anpassning av affärsmodell till makroklimatet för startups utifrån livscykelstadie	33

Begreppslista

- **Bryggrunda** - En finansieringsrunda som tillhandahåller tillfälligt kapital från befintliga investerare för att täcka ett företags kortsiktiga finansieringsbehov.
- **Börsintroduktion** - Processen där ett företag erbjuder sina aktier till allmänheten på en börs för första gången.
- **Cap table** - En tabell eller lista som visar företagets ägarstruktur, inklusive aktieägarnas namn och deras ägarandelar.
- **Corporate Venture Capital-bolag (CVC)** - Ett investeringsbolag som är en del av ett större, etablerat företag, och fokuserar på att investera i startups för att uppnå både strategiska och finansiella mål.
- **Datarum** - En digital plattform där företag delar konfidentiell information, ofta under en finansiell transaktion som en försäljning eller investering.
- **Due diligence** - En grundlig utvärderingsprocess som en potentiell köpare/investerare genomför för att bedöma ett företags värde och risker innan ett köp/en investering.
- **Ekonomisk osäkerhet** - Ovisshet om framtida ekonomiska förhållanden från exempelvis politiska beslut, finansiella kriser som påverka såväl investerares beteende.
- **Evergreen** - Ett finansiellt arrangemang eller fond som kontinuerligt återinvesterar sina vinster för att skapa långsiktig hållbarhet.
- **Inbound** - En metod där investeringsmöjligheter når riskkapitalbolaget från externa källor utan aktiv sökning.
- **Initial public offering (IPO)** - Se "börsintroduktion".
- **Konvertibla lån** - Lån som kan omvandlas till aktier i företaget under vissa förutbestämda villkor, ofta vid en framtida finansieringsrunda.
- **Livscykel** - Beskriver de olika stadierna i ett företags tillväxt och utveckling, från start till mognad och eventuell avveckling.
- **Out of the money** - När en option inte har något nuvarande värde eftersom dess lösenpris är mindre fördelaktigt än den underliggande tillgångens marknadspris.
- **Outbound** - En metod där riskkapitalbolaget aktivt söker efter och identifierar potentiella investeringsmöjligheter.
- **Outsourca** - Processen att överlåta vissa verksamhetsfunktioner eller tjänster till externa leverantörer istället för att hantera dem internt.
- **Portföljbolag** - Företag som ingår i investerares/riskkapitalists investeringsportfölj.

- **Pre-seed** - Det allra tidigaste stadiet av startupfinansiering, fokuserat på att hjälpa entreprenörer att förverkliga sina idéer till en fungerande prototyp eller affärsplan.
- **Private Equity** - Bolag som investerar i privatägda eller utköpta publika företag med målet att omstrukturera, utveckla och sälja dem med vinst.
- **Runway** - En metafor för hur länge ett företag kan fortsätta verka på sina befintliga finansiella resurser innan ytterligare finansiering eller inkomster behövs.
- **P/E-tal** - förhållandet mellan ett företags aktiepris och dess vinst per aktie.
- **Seed** - En tidig investeringsrunda för startups, vanligen efter pre-seed, för att finansiera företagets första steg mot marknads lansering.
- **Series A** - Finansieringsstadiet efter seed, traditionellt för startups som börjat generera intäkter men behöver kapital för att vidareutveckla produkt och öka marknads närvaro.
- **Series B** - Finansieringsrunda för etablerade startups som behöver kapital för att öka produktionen, marknadsföringen eller expandera till nya marknader.
- **Series C** - En sen finansieringsrunda för startups som redan är framgångsrika på marknaden och siktar på att expandera sin verksamhet ytterligare eller förbereda för en eventuell börsintroduktion.
- **Skalbarhet** - Förmågan hos ett företag eller en affärsmodell att hantera ökad arbetsbelastning eller expansion utan att kompromissa med prestanda eller lönsamhet.
- **Startup** - Nytt företag som strävar efter att utveckla en ny och skalbar affärsmodell.
- **Strategiskt partnerskap** - Ett samarbete där större och mer etablerade bolag delar med sig av sina finansiella- och mänskliga resurser samtidigt som de erhåller en potentiell konkurrensfördel genom innovationsintegration.
- **Soliditet** - Andelen eget kapital av totala tillgångar.
- **Term sheet** - En icke-bindande överenskommelse av de grundläggande villkoren och kraven inför en investering.
- **Unicorn** - Ett vanligt förekommande begrepp som beskriver ett startup med en värdering på över en miljard USD.
- **Utspädning** - När ett företag (i detta fall startup) ger ut fler aktier, vilket reducerar redan befintliga aktieägares relativa ägande.
- **Venture Capital-bolag (VC)** - Ett investeringsbolag som tillhandahåller kapital till startups och småföretag med hög tillväxtpotential i utbyte mot ägarandelar.
- **Ängelinvestorare** - En privatperson som tillhandahåller kapital till startups i utbyte mot ägarandelar eller skuldförbindelser, ofta i början av företagets livscykel.

1

Inledning

Under ekonomisk osäkerhet, med utmaningar som inflation, varierande arbetslöshet och högre räntor, upplever Sverige - likt många länder - en period av osäkra marknadsförutsättningar (Svenskt Näringsliv, 2023). Inflationen i Sverige har ökat från den tidigare låga nivån under pandemins topp till att nu vara på en betydligt högre nivå. Under 2023 har Sverige haft en inflation på närmare 10%, vilket är märkbart högre än Riksbankens mål om 2% (SCB, 2023). Den höga inflationstakten har pressat Riksbanken att höja räntorna i ett försök att dämpa prisökningstakten och stabilisera ekonomin. Från att ha haft en styrränta på negativa- och nollnivåer under perioden 2015 – 2022, har Riksbanken successivt höjt styrräntan till 4% i september 2023 (Riksbanken, 2023). Detta leder i sin tur till markant ökade lånekostnader. Sedan höjningen till 4% har styrräntan förblivit oförändrad fram till dagens datum (Riksbanken, 2023).

De höga räntorna har också satt en tydlig prägel på Sveriges ekonomi (Svenskt Näringsliv, 2023). Hushåll och företag kämpar också med stigande kostnader och dyrare lån. Även om konjunkturen initialt visat motståndskraft mot de ekonomiska förändringarna spås nu fler företag ett försämrat läge, vilket tyder på att en mer utpräglad lågkonjunktur är på ingång (Svenskt näringsliv, 2023).

1.1 Bakgrund

En av aktörerna som påverkas av den rådande ekonomiska situationen är startups, där höjda räntor leder till att kapitalkostnaderna för företag och entreprenörer ökar (Halt m.fl., 2017). En startup definieras enligt Dunn och Cheatham (1993) som ett nytt företag som strävar efter att utveckla en ny och skalbar affärsmodell. Skalbarhet syftar på förmågan att sälja en produkt eller tjänst utan betydande rörliga kostnader eller svårigheter, likt hur ett mjukvaru-företag kan betjäna miljontals kunder utan någon stor resursökning. Skalbarhet innebär även att företaget verkar på en stor marknad med potential för en ökad kundbas.

En viktig skillnad mellan startups och traditionella företag är också den initiala investeringen (Dunn och Cheatham, 1993). Traditionella företag förväntar sig ofta en liten initial förlust följt av långsam och stadig tillväxt, medan startups förväntar sig betydande initiala investeringar och förluster innan en snabb tillväxt leder till hög vinst (Dunn & Cheatham, 1993). Denna väg till lönsamhet är klart brantare och mer riskfylld för startups.

I tider av lågkonjunktur och höjda räntor påverkas startups avsevärt, till följd av dess tillväxt är starkt beroende av lånat kapital och extern finansiering (Halt m.fl., 2017). Svårigheter för startups att säkra kapital kan även leda till en avmattning i nyföretagande och innovation. Etablerade företag kan potentiellt hantera dessa utmanande ekonomiska tider bättre, medan yngre och mindre företag kan stå inför större svårigheter att överleva. Halt m.fl. (2017) framhåller att traditionella ekonomiska teorier och strategier, som är effektiva under bättre ekonomiska förhållanden, kanske inte är lika tillämpbara under lågkonjunkturer. Därför behöver startups vara både strategiska och resilienta för att kunna navigera genom dessa utmanande tider.

Kreativitet och entreprenörskap är två centrala faktorer i skapandet av ekonomiskt värde (Barnard & Herbst, 2017). I detta har startup en betydande roll. Barnard och Herbst (2017) menar att nya värdeskapande organisationer driver samhället som helhet framåt. Startups hjälper till att etablera ny teknik, utnyttja nya resurser och skapa nya möjligheter, vilket genererar ekonomiskt värde för samhället. Detta skiljer sig från etablerade företag som, trots betydande investeringar i forskning och utveckling, ofta begränsas av sina befintliga affärsmodeller och marknadssegment, vilket kan hämma deras förmåga att driva framtidens innovationer. Således ligger ett betydande ansvar på nya, innovativa företag att leda och forma industrins framtid.

Utöver startups påverkas även riskkapitalister, i form av exempelvis venture capital (VC) och corporate venture capital (CVC), av dagens ekonomiska klimat. Högre räntor och ekonomisk avmattning leder till försiktighet vid värdering av investeringsmöjligheter och medför även att kapitalkostnaden för riskkapitalisterna ökar (Kotova, 2014). För att hantera detta behöver riskkapitalisterna kräva högre avkastning på sina investeringar. I ett tuffare makroekonomiskt läge tenderar dessa riskkapitalister därför att fokusera mer på att tillföra värde till befintliga investeringar snarare än nya investeringar. Det görs genom operationella förbättringar snarare än att uteslutande förlita sig på marknadens tillväxtdrivna avkastning (Bain & Company, 2023). Denna konservativa inställning kan minska tillgången på kapital för nystartade företag, vilket stramar åt möjligheterna för startups att erhålla finansiering och växa.

Startupföretag är ofta beroende av olika finansieringsmöjligheter för att uppnå skalbarhet, vilket gör riskkapitalisters roll kritisk i detta sammanhang (Bain & Company, 2023). När riskkapitalister stramar åt sina investeringar, påverkas hela ekosystemet för startups. Utöver finansiella resurser tillhandahåller riskkapitalister även mentorstöd, strategisk vägledning och tillgång till etablerade branschnätverk. Dessa resurser är ofta avgörande för startups att nå kommersiell framgång och säkra framtida finansieringsrundor (Gompers & Lerner,

2001). Riskkapitalisternas engagemang spelar dessutom en central roll i att validera startups affärsidéer inför andra potentiella investerare och kunder. Genom att erbjuda legitimitet och trovärdighet, som annars kan vara utmanande att uppnå för nya företag, bidrar riskkapitalister till att öppna dörrar och möjligheter för startups. Således är det av yttersta vikt för startups att vara uppmärksamma på förändringar i riskkapitalisternas strategier och beteenden.

1.2 Problemanalys

I detta avsnitt undersöks de komplexa och mångfacetterade aspekterna av startupfinansiering i en tid präglad av ekonomisk osäkerhet. Med stigande räntor, geopolitisk osäkerhet och efterdyningar av Covid-19-pandemin, har startups upplevt ökade svårigheter att säkra kapital. Beroendet av externt kapital, speciellt under de tidiga skedena av deras livscyklar, gör att dessa svårigheter hotar startups överlevnad och framtid (Ressin, 2022). I studien har det utforskats hur det mer utmanande ekonomiska klimatet påverkar svenska startups strategier och val av finansiering. Vidare har tidigare forskning använts i syfte att ge möjliga förklaringar till förändringarna inom riskkapitalmarknaden.

En relevant aspekt kopplat till riskkapitalisters investeringsbeslut och som därmed påverkar startups kapitalresning är osäkerheten på marknaden, synnerligen då Carvell m.fl. (2013) redogör för att det finns ett historiskt samband. En högre grad av osäkerhet kan leda till att riskkapitalister väljer att minska sina risker och totala investeringsvolym. Samtidigt kan en volatil ekonomi skapa unika investeringsmöjligheter. De höga kapitalkostnaderna bidrar till lägre värderingar, vilket istället kan skapa fördelaktiga investeringsmöjligheter (Kotova, 2014). Vidare kan ett osäkert ekonomiskt klimat stimulera innovation och öka riskkapitalisters investeringsbenägenhet (Mezzanotti m.fl., 2022). Balansen mellan dessa motstridiga faktorer och deras inverkan på investeringsbeteende är dock komplex och kräver noggrann analys.

Under perioder av makroekonomisk osäkerhet, likt Covid-19 pandemin, har riskkapitalister tenderat att fördjupa sina due-diligence-processer (Gompers m.fl., 2021). Denna tendens till mer omfattande analyser skulle kunna antyda på en mer återhållsam investeringsvilja. Paradoxalt nog visar statistik att de totala investeringarna i startups ökade markant under samma period, trots den ökade osäkerheten globalt (Statista, 2023). Denna motsättning understryker komplexiteten i finansieringslandskapet och behovet av vidare forskning. En möjlig förklaring kan vara att riskkapitalister anpassade sina strategier till att investera i företag som påverkades mindre av osäkerheten. Bellavitis (2016) identifierar också en tendens att prioritera företag med starka kassaflöden och beprövade affärsmodeller under ekonomiska osäkerheter. Huruvida dessa typer av anpassningar är aktuella även i det

nuvarande makroekonomiska klimatet kräver dock vidare analys. På liknande vis kan ökade kapitalkostnader potentiellt innebära att startups behöver genomföra strategiska förändringar i syfte att attrahera kapital. Dessa förändringar kan exempelvis vara att justera affärsmodellen, utforska sektorer där kapitalkostnaden är mindre kritisk, fokusera på globala megatrender, eller erbjuda mindre konjunkturkänsliga produkter/tjänster. Gällande finansiering kan det vara aktuellt att beakta alternativa finansieringskällor, liksom exempelvis crowdfunding eller strategiska partnerskap med större bolag. Hur startups dock faktiskt resonerar och agerar i dagens klimat är inte helt klarlagt.

En artikel som nyligen publicerats och i hög grad berör rapportens ämnesområde är Atomicos “State of European Tech Report 23” (2023). I rapporten belyses att investeringarna i europeiska startups har minskat drastiskt under år 2023 jämfört med de senaste två åren. Trots detta projiceras investeringarna för år 2023 nå 45 miljarder USD, vilket fortfarande är det tredje högsta beloppet någonsin. En betydande volym av investeringarna år 2023 kan enligt Atomico härledas från en ökad tillväxt inom artificiell intelligens, klimat/hållbarhet och medicin/hälsa. Rapporten noterar också en minskning av M&A- och IPO-aktiviteter, vilket bidragit till reducerade investeringar i mogna startups. Slutligen presenteras hur ett ökat intresse från pensionsfonder i att investera i VC-fonder hade möjliggjort en accelererad expansion av startup-marknaden och agerat som en katalysator för innovationstillväxt globalt. Då VC-fonder enligt rapporten har en historiskt hög avkastning bör det därför finnas incitament för pensionsfonder att vara mer aktiva i framtiden. Sammanfattningsvis erbjuder Atomicos rapport en överblick över det komplexa finansieringslandskapet för startups i Europa.

En studie på den svenska marknaden kan däremot verka som ett komplement till Atomicos rapport samt ge en djupare inblick i den inhemska marknaden. Det grundar sig i att dynamiken mellan startups och riskkapitalister kan variera beroende på vald geografisk omfattning och en djupgående undersökning av ämnet bör därför segmenteras (Čalopa m.fl., 2014). Den huvudsakliga anledningen till detta är att exempelvis marknadsmognad, regleringsmiljö, kulturella faktorer och ekonomiska förhållanden mellan olika geografiska områden varierar i stor utsträckning. En globalt heltäckande undersökning av startupfinansiering hade därför blivit mycket omfattande, krävt betydande förenklingar och troligtvis ej varit särskilt tillämpbar på en regional marknad. Att istället välja ett land, i studiens fall Sverige, ger en mer valid uppfattning av problemet samt större möjligheter till praktiskt utnyttjande. Trots problemets komplexa natur kan därför ett mer lokalt angreppssätt bidra till en djupare analys.

Gällande riskkapitalister har det även gjorts en avgränsning i studien, genom att endast behandla VC- och CVC-firmor. Anledningen till detta grundar sig i deras breda

investerings-spektrum där dessa aktörer kan investera i allt från de allra tidigaste faserna i livscykeln till mer mogna bolag (Metrick & Yasuda, 2010; Dushnitsky, 2012). Avgränsningen ger därmed förutsättningar för en holistisk kartläggning av startupfinansiering. Andra typer av riskkapitalister som exempelvis ängelinvestorare och private equity-bolag (PE) har skilda strategier och mål med sina investeringar. Dessutom investerar de i startups som befinner sig i olika faser i livscykeln (Lerner m.fl., 2012; Morrissette, 2007). Därför hade en studie som även inkluderar dessa typer av riskkapitalister blivit alltför omfattande, abstrakt och tidskrävande.

Slutligen görs en avgränsning till att bara inkludera startups som befinner sig i ett stadie inom intervallet pre-seed till series B, då dessa anses vara de tidigare faserna av livscykeln. Dessutom korresponderar intervallet väl för den delen av riskkapitalist-spektrumet studien avgränsar sig till, det vill säga VC och CVC. Startups som befinner sig i senare stadier av livscykeln, det vill säga series C och senare, är mer mogna. De förbereder sig vanligtvis för en internationell expansion, en IPO eller att bli förvärvade/göra förvärv. Det är i denna fas som PE-bolag och investment banker blir allt viktigare för startups, vilket minskar betydelsen av VC/CVC-bolag (Startups, 2023). Därmed anses avgränsningen vara relevant och möjliggöra djupare analys.

Sammanfattningsvis beskriver studien hur riskkapitalister positionerar sig och modifierar sina strategier för att hantera osäkerheten i dagens makroekonomi, samt hur startups, som är beroende av extern finansiering, upplever förändrade förutsättningar för kapitalanskaffning. Genom att analysera dynamiken mellan startups och riskkapitalister ger arbetet insikter i hur framtidens entreprenörskap kan se ut i perioder av ekonomiska svårigheter i Sverige.

1.3 Syfte och forskningsfrågor

Syftet med rapporten är att förklara hur den rådande ekonomiska osäkerheten, präglad av stigande räntor och inflation, påverkar dynamiken mellan startups och riskkapitalister i Sverige. Dessutom syftar rapporten till att beskriva de anpassningsstrategier som aktörerna utnyttjar för att navigera genom de ekonomiska utmaningarna. För att uppnå detta syfte har följande två centrala forskningsfrågor formulerats:

- Hur har ekonomisk osäkerhet och stigande räntor i Sverige påverkat investeringsprocessen och -strategin hos VC- och CVC-firmor?
- Hur navigerar startups sina finansieringsalternativ och vilka strategiska förändringar har de genomfört för att anpassa sig till nuvarande investeringslandskap?

1.4 Avgränsningar

De avgränsningar som gjorts i studien är följande:

- Fokus på den svenska marknaden.
- Gällande riskkapitalister begränsas studien till VC- och CVC-bolag.
- Gällande startups begränsas studien till intervallet Pre-seed – Series B.

2

Teori

Denna sektion presenterar en teoretisk grund för att förstå hur startups och riskkapitalister värderar och hanterar finansiella resurser under osäkerhet, samt hur detta påverkar deras investeringsbeslut respektive förmåga att attrahera investeringar.

2.1 Corporate Finance

Corporate Finance är en viktig del inom företagsekonomi, där fokus ligger på tre huvudområden: kapitalbudgetering, kapitalstruktur och hantering av rörelsekapital (Hillier m.fl., 2021). Dessa områden är avgörande för att maximera aktieägarvärde genom hela processen från kapitalanskaffning till långsiktiga investeringar. Eftersom denna studie fokuserar på finansiering presenteras främst relevanta aspekter inom kapitalstruktur.

2.1.1 Kapitalstruktur

En kritisk fråga är hur förhållandet mellan skulder och eget kapital bör utformas för att maximera företagets värde och optimera dess riskprofil. Hillier m.fl. (2021) menar att ledningar bör sträva efter den kapitalstruktur som ger det högsta totala företagsvärdet.

Inom området kapitalstruktur är Modigliani-Miller-teoremet en grundläggande teori. Den fastställde att företagets värde inte påverkas av dess finansieringsstruktur i en perfekt marknad (Modigliani & Miller, 1958). Teorin har sedan vidareutvecklats för att inkludera skatteeffekter, där en ökad skuldsättning sägs höja företagsvärdet, under förutsättning att företaget fortsätter att vara lönsamt, på grund av skattefordelar som uppstår från ränteavdrag på skulder (Hillier m.fl., 2021). I praktiken är situationen dock mer komplicerad med faktorer som konkursrisker och agentproblem, där konflikter kan uppstå mellan ledning, långivare och aktieägare. Sådana problem kan påverka företagsledningens investeringsbeslut, särskilt vid hög skuldsättning (Jensen & Meckling, 1976; Myers, 1977).

2.1.2 Pecking Order Theory

Pecking Order Theory presenterar ett alternativt perspektiv på företags finansieringsbeslut. Teorin menar att företag har en hierarkisk preferens när det gäller finansiering, där de först använder internt genererade medel (fritt kassaflöde), sedan skuldfinansiering och sist nytt eget kapital. Preferensen förklaras utifrån den informationsasymmetri och det snedvridna

urval som uppstår mellan externa investerare och företagens ledning. Att utfärda nytt eget kapital kan signalera till marknaden att ledningen anser att företaget är övervärderat och då sänka aktiekursen (Myers & Majluf, 1984). Teorin implicerar således att det inte finns någon optimal kapitalstruktur. Empirisk forskning visar också att företag tenderar att särskilt följa den nämnda ordningen under tider av finansiell osäkerhet (Shyam-Sunder & Myers, 1999).

2.1.3 Kapitalkostnad

Kapitalkostnaden är en avgörande faktor i företagets finansiella beslutsprocess. Den viktade genomsnittliga kapitalkostnaden (WACC), vilket ges av Ekvation 1 nedan, representerar den genomsnittliga ränta som ett företag förväntas betala på sitt kapital. Detta hjälper företag att göra välgrundade investeringsbeslut (Hillier m.fl., 2021).

$$WACC = \frac{D}{D + E} * r_D * (1 - T) + \frac{E}{D + E} * r_E \quad (1)$$

D = Marknadsvärde av skulder,

E = Marknadsvärde av eget kapital,

r_D = Kostnad för lånat kapital,

r_E = Kostnad för eget kapital,

T = Skattesats.

En ökad kapitalkostnad kan tvinga företag att utvärdera hur de allokerar sina resurser. För startups, som ofta är mer känsliga för kapitalkostnader än etablerade företag, kan det vara aktuellt att söka mer kostnadseffektiva finansieringskällor (Mankins, 2023).

2.1.4 Företagsvärdering

Företagsvärdering är en aspekt inom företagsekonomi som syftar till att uppskatta ett företags ekonomiska värde. Det finns flera metoder för detta, där valet av metod kan variera beroende på företagets natur och syftet med värderingen. De vanligaste metoderna inkluderar:

- **Substansvärdering.** Substansvärde bygger på att uppskatta värdet av företagets nettoförmögenhet. Detta inkluderar en bedömning av företagets tillgångar och skulder till deras marknadsvärde (Damodaran, 2012).
- **Jämförelsevärdering.** Denna metod innefattar att jämföra företaget med liknande företag i samma bransch eller med liknande egenskaper. Jämförelser kan baseras på

multipelvärderingar som exempelvis P/E-tal (Koller m.fl., 2010).

- **Diskonterade kassaflöden (DCF)**. Denna metod bygger på att uppskatta nuvärdet av det förväntade framtida kassaflödet genom att använda en diskonteringsränta som återspeglar investeringens risk (Brealey m.fl., 2020).

När det gäller startups är värderingen särskilt utmanande på grund av deras unika egenskaper som hög osäkerhet, begränsad historisk finansiell data, och stor tillväxtpotential. Startups värderas ofta baserat på framtida potential snarare än nuvarande prestationer, vilket innebär att metoden ofta justeras för att ta höjd för högre risk och osäkerhet (Smith & Smith, 2021).

2.2 Makroekonomiska faktorer

Makroekonomiska faktorer utgör en grund för att bättre förstå den bredare ekonomiska miljön inom vilka riskkapitalister och startups verkar. Dessa faktorer är avgörande för att analysera och förutsäga ekonomiska förhållanden som kan ha direkt inverkan på företagets finansieringsmöjligheter och kostnader.

2.2.1 BNP-tillväxt

Bruttonationalprodukten (BNP) är det totala marknadsvärdet av alla varor och tjänster som produceras i ett land och anses vara en viktig indikator på ekonomisk hälsa (SCB, u.å.). BNP-tillväxt används som måttstock på hur snabbt ekonomin växer eller krymper, vilket påverkar företagets inkomspotential och investeringsutsikter. För startups, som är särskilt känsliga för ekonomiska fluktuationer, kan en positiv BNP-tillväxt signalera en sundare investeringsmiljö och öppna upp dörrar för nytt kapital (Damodaran, 2009).

2.2.2 Konjunkturcykler

En ekonomi genomgår i regel konjunkturcykler, vilket är naturliga svängningar mellan ekonomisk tillväxt och kontraktion. Under perioder av ekonomisk expansion tenderar tillgången på kapital och risktoleransen hos investerare att öka, vilket ofta leder till fler investeringar (Romain & van Pottelsberghe, 2004). Det omvända förhållanden råder under en recession, där lån blir dyrare och svårare att få tillgång till, vilket medför att riskkapitalister blir mer restriktiva och riskmedvetna.

2.2.3 Inflation och räntor

Inflation och räntor är två tätt sammankopplade makroekonomiska variabler som påverkar startups finansieringsmiljö. Inflationen, som mäter ökningen av prisnivåer, eroderar köpkraften

och kan leda till högre räntor från centralbanken. Det kan i sin tur öka kostnaderna för lånefinansiering och minska finansieringsmöjligheterna (Jonsson & Reslow, 2015).

2.3 Finansiering för startups

Startups valmöjligheter gällande finansiering tenderar att skilja sig från etablerade företag, huvudsakligen på grund av deras riskprofil, storlek och stadium i livscykel. Detta avsnitt behandlar ett utdrag av de olika varianter som finns tillgängliga, från traditionella till alternativa metoder, samt hur dessa förändras i takt med att startups utvecklas.

2.3.1 Traditionella finansieringsmetoder

Traditionella finansieringsmetoder för startups innefattar allt från egenfinansiering till banklån och investeringar från ängelinvesterare och riskkapitalbolag. Egenfinansiering, där grundarna använder egna resurser, är ofta det första steget och har fördelen av att inte späda ut ägandet. Banklån är en annan valmöjlighet som inte späder ut ägarna, men dessa tenderar att vara begränsade av stränga kreditvärderingar och säkerhetskrav (Robb & Robinson, 2014). Utöver de traditionella banklånen erbjuder olika statliga organisationer ibland alternativa banklån som är mer anpassade till startups. Dessa lån är ofta mindre strikta än vanliga banklån och syftar till att stödja företag i deras tidiga utvecklings- och tillväxtskeden.

Ängelinvesterare utgörs av privatpersoner som erbjuder kapital i utbyte mot aktieandelar och ofta även bidrar med andra faktorer som kunskap, erfarenhet och kontaktnätverk. Likt dessa erhåller även riskkapitalister ägarandelar i utbyte mot kapital, men de aktörerna är i regel specialiserade investeringsfonder snarare än enskilda privatinvestorer (Morrissette, 2007)

2.3.2 Olika typer av riskkapitalister

Inom riskkapitalvärlden finns det flera olika typer av investorer, med olika strategier och mål. Två vanliga typer är venture capital (VC) och corporate venture capital (CVC). VC-bolag är specialiserade aktörer som fokuserar på att investera i startups med hög tillväxtpotential. Deras investeringar kan ske över stora delar av ett startups livscykel, men generellt över de tidiga faserna. Utöver finansiella investeringar bidrar dessa också med värdefull strategisk vägledning och branschexpertis, vilket hjälper startups att navigera snabbt föränderliga marknader (Metrick & Yasuda, 2010). VC-bolag tillhandahåller även värdefulla nätverksmöjligheter, vilket kan vara avgörande för att få tillgång till nya marknader, kunder och samarbetspartners (Sahlman, 2022). VC-företag finansieras oftast genom att resa kapital i en investeringsfond, där pengarna samlas in från en rad olika investorer, inklusive institutionella investorer,

privata kapitalgivare och ibland offentliga källor.

Till skillnad från VC-företag, som främst drivs av finansiella avkastningsmål, är CVC-firmor oftast dotterbolag eller avdelningar inom större, etablerade företag (Pinkow & Iversen, 2012). Dessa firmor investerar i innovativa startups med syftet att inte bara uppnå finansiell avkastning, utan även att främja strategiska företagsmål. Sådana mål kan inkludera att säkra en position i en framväxande marknad, få tillgång till ny teknologi eller bygga strategiska partnerskap (Dushnitsky, 2012). Till följd av detta tenderar CVC-bolags investeringsstrategier att vara mer långsiktigt orienterade, där fokus läggs på att bygga varaktiga partnerskap och integrera nya teknologier. CVC-firmor investerar oftast direkt från moderbolagets balansräkning, vilket innebär att de använder företagets befintliga kapitalresurser snarare än externa fonder, men kan i vissa fall resa dedikerade fonder (Strebulaev & Wang, 2021).

2.3.3 Alternativa finansieringsmetoder

I takt med den snabba utvecklingen inom företagsfinansiering har alternativa finansieringsmetoder vuxit fram som viktiga komplement till de traditionella metoderna. Ett sådant exempel är crowdfunding, vilket innebär att startups kan samla in kapital direkt från användare eller kunder via plattformar som Kickstarter och Indiegogo (Belleflamme m.fl., 2014). Denna metod möjliggör för startups att validera sin affärsidé, engagera potentiella kunder och skapa en gemenskap kring deras produkt eller tjänst (Mollick, 2014). Detta kan, men måste inte, inkludera ett uppgivande av aktieandelar.

Ett annat alternativ är strategiska partnerskap. Dessa partnerskap utgörs av samarbeten mellan startups och etablerade företag, där båda parter kan dra nytta av varandras styrkor. Startups kan få tillgång till kapital, expertis och marknadskanaler, medan de etablerade företagen kan dra nytta av innovationer och agilitet från de yngre företagen. Denna typ av samarbete kan vara särskilt värdefullt i sektorer som kräver snabb teknologisk utveckling och marknadstillträde (Kaplan & Strömberg, 2003).

Startup-inkubatorer och acceleratorprogram är ytterligare alternativ som erbjuder mer än bara finansiell stöttning. Dessa program är av stor vikt, särskilt i de tidigaste faserna av ett startup. De ger mentorskap och resurser som är avgörande för att snabbt utveckla en idé till en kommersialiserbar produkt eller tjänst. I samma anda spelar offentliga bidrag en viktig roll som finansieringskälla. Bidragen, som kan inkludera forskningsstöd, innovationsbidrag och regionala utvecklingsfonder, är ofta avgörande för att ge startups den initiala skjutsen som behövs för att lyckas i deras tidiga stadier (Hall & Lerner, 2010).

2.3.4 Finansieringscykler

Startups genomgår olika finansieringscykler som speglar deras tillväxt och utveckling. Dessa sträcker sig generellt från Pre-seed till Series C, men ibland ännu längre. I Pre-seed utvecklar grundarna sin affärsidé, vanligen finansierad av personliga medel, familj och vänner. Under det efterföljande Seed-stadiet söker startups ofta extern finansiering för att utveckla en prototyp eller genomföra marknadstester. Här är ängelinvestorare och tidiga CVC/VC-bolag viktiga, då de är villiga att ta höga risker (Li, 2023). Alternativa metoder som crowdfunding kan också användas för att resa kapital i dessa tidiga skeden (Agrawal m.fl., 2014). I Series A- och B är startups ofta redo att skala upp verksamheten. Dessa faser kräver i allmänhet kapital från traditionella CVC/VC-bolag, vilka söker företag med tydlig tillväxtpotential och beprövad affärsmodell (Gompers & Lerner, 2001). Senare stadier, som Series C, är avsedda för företag med påvisad skalbarhet som söker ytterligare kapital för att finansiera snabb tillväxt, utveckla nya produkter och eventuellt förbereda för en börsintroduktion.

2.4 Anpassning av affärsmodell och strategi

Startups tenderar att aktivt iterera och anpassa sina affärsmodeller för att reflektera en förståelse för marknad, kundbehov och inte minst, de finansiella kraven från investerare. Denna anpassningsförmåga är särskilt viktig i en volatil ekonomisk situation (Bhide, 1992). Två teorier som kan förklara detta beteende är Lean Startup och Strategic Change Theory.

Lean Startup-metodiken belyser vikten av agila processer och ständiga iterationer under utvecklingen av affärsmodeller (Ries, 2011). Genom att utveckla prototyper innan man lanserar en produkt och kontinuerligt väva in kunders feedback, kan startups snabbt testa och anpassa sin strategi och därmed bättre möta kraven från investerare. Strategic Change Theory förklarar istället hur organisationer väljer att anpassa sig till förändrade omständigheter genom att förändra sin strategi och/eller affärsmodeller (Pettigrew, 1987). Denna teori betonar betydelsen av flexibilitet och förmågan att genomföra strategiska förändringar som respons till marknadens preferenser.

2.5 Risk

Riskhantering är en kritisk del av investeringsstrategin för riskkapitalister och startups. Effektiv riskhantering möjliggör navigering genom ekonomiska svårigheter, vilket bidrar till en högre möjlighet för framgång och hög avkastning.

2.5.1 Systematisk och osystematisk risk

I riskkapitalinvesteringar är förståelsen för systematisk och osystematisk risk av central betydelse. Systematisk risk påverkar hela marknaden och kan inte undvikas genom diversifiering. Osystematisk risk däremot, unik för enskilda företag eller sektorer, kan minskas genom en väl diversifierad investeringsportfölj (Markowitz, 1952). Capital Asset Pricing Model (CAPM), presenterad i Ekvation 2 nedan, är ett viktigt verktyg för att förstå dessa risker (Sharpe, 1964). Modellen ger en ram för att bedöma den förväntade avkastningen utifrån risknivån och belyser hur en investerare kräver en högre förväntad avkastning för högre upplevd risk. I osäkra ekonomiska tider tenderar den systematiska risken att öka, vilket påverkar kapitalkostnaden och avkastningskraven (French & Roll, 1986; Sharpe, 1964).

$$R_E = r_f + \beta(R_M - r_f) \quad (2)$$

R_E = förväntad avkastning,

R_{r_f} = riskfria räntan,

R_M = marknadens förväntade avkastning,

β = beta

2.5.2 Vanliga risker

Riskkapitalister och startups möter olika typer av risker. För riskkapitalister är de främsta riskerna relaterade till investeringarnas osäkerhet, marknadsfluktuationer, och förmågan att identifiera framgångsrika startups. De står inför utmaningar som felbedömningar av marknadspotential och ledarskapsproblem i portföljbolag (Gompers & Lerner, 2001). För startups är riskerna istället ofta kopplade till finansiell osäkerhet, marknadstillträde, konkurrenstryck och resursbrist. Startups hanterar också utmaningar relaterade till produktutveckling, kundacceptans och att skala upp verksamheten (Bhide, 1992).

2.5.3 Riskhantering

Att förstå och hantera ovanstående risker är kritiskt för både riskkapitalister och startups. För riskkapitalister är en grundlig due diligence-process central i riskhanteringen. Det innebär att de noggrant utvärderar potentiella investeringar med avseende på deras ekonomiska stabilitet, marknadspotential, teknologi och ledningens förmåga. Strategier för diversifiering är också förekommande, där investeringar sprids över olika sektorer, teknologier och geografiska områden. Enligt portföljteorin bidrar diversifiering till att minska portföljens osystematiska risk och skydda mot marknadsvängningar (Markowitz, 1952). Startups måste istället hantera

risker kopplade till sina egna unika utmaningar. Viktiga aspekter av riskhantering för startups innefattar noggrann planering och styrning, flexibilitet för att snabbt kunna anpassa sig till förändrade marknadsförhållanden och ett starkt fokus på innovation och kundengagemang.

Scenarioanalys är en annan viktig komponent i riskhanteringen för både riskkapitalister och startups. Genom att skapa och utvärdera olika framtida scenarier kan de bättre förbereda sig för och hantera olika marknadssituationer, särskilt under osäkra tider (Schwartz & Trigeorgis, 2001).

2.6 Kognitiva biaser

Kognitiva biaser är systematiska psykologiska snedvridningar som påverkar individers subjektiva uppfattning om omvärlden och påverkar därmed deras beslutsfattande. Inom området för studien kan följande kognitiva biaser vara särskilt relevanta:

- **Herdning Bias.** Tendensen att följa andras beteenden, vilket kan leda till marknadstrender baserade på gruppsytryck (Banerjee, 1992).
- **Confirmation Bias.** Sökandet efter information som bekräftar förutfattade meningar, vilket kan leda till felaktiga investeringsbedömningar (Nickerson, 1998).
- **Overconfidence Bias.** Övertro på den egna förmågan att göra korrekta bedömningar, vilket kan resultera i risktagande (Tversky & Kahneman, 1974).
- **Anchoring Bias.** Tendensen att förlita sig för mycket på den initiala informationen som mottagits vid beslutsfattande (Tversky & Kahneman, 1974).

2.7 Sammanfattning

Denna teorisektion har presenterat centrala koncept inom företagsfinansiering och ekonomisk teori som är nödvändiga för att förstå dynamiken mellan startups och riskkapitalister. Genom att behandla kapitalstrukturer och finansieringsmetoder, ger teorin insikter i hur ekonomisk osäkerheter och höjda räntor påverkar VC- och CVC-firmors investeringsbeslut. Vidare utforskar avsnittet olika finansieringsalternativ och de strategiska anpassningar som startups gör för att navigera i ett föränderligt investeringslandskap. Denna förståelse är central för att greppa startups förmåga att attrahera kapital och deras respons på ekonomiska utmaningar.

3

Metod

Följande avsnitt beskriver arbetets upplägg och genomförande för att besvara rapportens syfte och frågeställningar.

3.1 Val av metod

Denna studie förklarar djupgående hur svenska startups och riskkapitalister hanterar den ekonomiska osäkerheten. För att kunna göra en sådan förklaring valdes en kvalitativ metod, motiverad av behovet av att uppnå en mer omfattande förståelse av forskningsfrågorna. Bryman & Bell (2011) menar att en kvalitativ metod är passande när en helhetsbild av en situation är eftertraktad, vilket stämmer i denna studie. Rapportens frågeställningar, som är av öppen karaktär, kräver en fördjupad förståelse av det samspel som äger rum mellan startups och riskkapitalister. Det är därför nödvändigt att förstå de faktorer som påverkade respondenterna, för att sedan gå djupare i hur de påverkades och till vilken grad. Därför anses en kvalitativ ansats vara fördelaktig.

En kvantitativ metod hade kunnat anses rimlig för studiens frågeställningar, där exempelvis enkäter skulle kunna skickas ut till lämpliga respondenter med mer specifika frågor. Dock valdes det inte då sannolikheten att få tillräckligt många svar från grundare och riskkapitalister via en sådan enkät ansågs vara låg. Trots att en kvantitativ metod kan erbjuda fördelar, bland annat möjligheten att samla in större mängder data, skulle det vara utmanande att säkerställa tillräckligt deltagande. Dessutom är en nackdel med en kvantitativ metod att svaren är alltför subjektiva. Exempelvis vid en fråga om hur mycket ett startup-företag har påverkats av den ekonomiska situationen, kan en betygsättning på 3 av 5 innebära olika saker för olika företag. Detta framgår bland annat i rapportens intervjuer. I intervjuerna erhöll vi initialt olika svar från startup-företagen angående hur mycket de har påverkats. När vi dock fick ytterligare förklaringar om hur de påverkades, visade det sig att deras erfarenheter var förvånansvärt lika. Därmed har användningen av en kvalitativ metod minskat detta problem.

I en dynamisk miljö, där startups och riskkapitalister ständigt anpassar sig till nya ekonomiska och marknadsmässiga förhållanden, behövs en metod som möjliggjorde flexibel navigering mellan teoretiska koncept och faktisk empirisk data. För att besvara frågeställningarna har därför ett abduktivt resonemang använts, där teoretiska och empiriska inslag kombinerades för att djupna vår förståelse av ämnet (Patel & Davidson, 2011).

Mer nyanserade insikter utvecklades genom kontinuerlig reflektion om hur teoretiska perspektiv överensstämde eller avvek från startups och riskkapitalisters upplevelser. Därav kunde mönster och samband upptäckas, som annars hade förbisetts i en strikt teoretisk eller empirisk studie. Den abduktiva ansatsen har därmed möjliggjort en holistisk förståelse av den studerade situationen, vilket Patel och Davidson (2011) anser är en av fördelarna med ansatsen.

Slutligen har ett iterativt tillvägagångssätt använts, som involverade en aktiv kommunikation med relevanta entreprenörer och riskkapitalister. Detta möjliggjorde en fördjupning av de insikter och svar som samlades in under intervjuerna. Det iterativa tillvägagångssättet har också använts för att säkerställa att resultaten överensstämmer med de ändringar och utmaningar som deltagarna står inför. Exempelvis har diskussioner om olika investeringskriteriers relevans och förändringar diskuterats.

3.2 Datainsamling

Datainsamlingen genomfördes med semistrukturerade intervjuer med individer från startups, riskkapitalistbolag och branschexperter. Denna intervjumetod valdes för dess flexibilitet och möjlighet att ställa följdfrågor, samtidigt som den ger en strukturerad ram för att säkerställa täckning av relevanta områden (Bryman & Bell, 2011). Två olika intervjuguides utarbetades: en för entreprenörer och en för riskkapitalister, anpassade för respektive kategori. Dock justerades intervjuguiden när branschexperter intervjuades för att bättre spegla deras bakgrund. Eftersom branschexperter kunde variera från rådgivare till PE-firmor, ansågs det grundat att skapa en separat intervjuguide för denna grupp.

Målet med den kvalitativa studien var att kunna jämföra de fördjupade svaren från respondenterna. För att möjliggöra detta inkluderades grundläggande frågor, som exempelvis livscykel fas eller sektorfokus, i alla intervjuer. De semistrukturerade intervjuerna hade därför en något mer strukturerad karaktär för att underlätta jämförelsen mellan respondenterna. Intervjuerna var dock inte helt strukturerade för att undvika att begränsa entreprenörernas och riskkapitalisternas svar. Det ansågs att respondenterna hade många åsikter och olika perspektiv på den rådande situationen, vilket motiverade en mer öppen och flexibel intervjuprocess. Bryman och Bell (2011) påpekar också att semistrukturerade intervjuer är lämpliga när man vill göra jämförelser mellan intervjuer utan att begränsa respondenterna.

Bägge intervjuguiderna följde en övergripande struktur, där de började med allmänna frågor om respondenternas organisationer och avslutade med djupare frågor om hur de hade påverkats och utvecklats under de senaste åren. Idén med denna frågestruktur var att först få en grundläggande förståelse av respondenternas situation och sedan fördjupa diskussionen för

att uppfylla rapportens syfte. Patel och Davidson (2011) anser att denna intervjustruktur är väsentlig för att kunna få ut både strukturerad och fördjupad data från semistrukturerade intervjuer. Utöver detta lades också aktivt fokus på att skapa en trygg och öppen intervjumiljö för deltagarna. Detta syftade till att göra respondenterna mer bekväma under intervjun och därmed främja mer utförliga svar.

Intervjuerna genomfördes både digitalt och på plats i olika delar av Göteborg. Eftersom respondenterna befann sig på olika platser i Sverige var det svårt att genomföra alla intervjuer fysiskt. Trots detta gavs möjligheten för vissa deltagare att välja att genomföra intervjun på plats om de önskade. Ingen strukturmässig skillnad fanns i själva intervjuprocessen oavsett plats, då samma intervjuguider användes och minst två intervjuare deltog i varje intervju.

3.3 Urval av intervjuobjekt

Data och information har samlats in genom intervjuer med tre olika typer av aktörer: startups, riskkapitalister och branschexperter. Totalt genomfördes tolv intervjuer med startups, tolv med riskkapitalister och fem med branschexperter. Urvalsprocessen inleddes med att skicka ut intervjufrågningar via e-post eller LinkedIn-meddelanden. I början, när osäkerheten kring antalet svar var hög, skickades ett brett massutskick till startups och riskkapitalister. Efter att ha fått positiv respons från massutskicket och bokat in flera intervjuer kunde vi dock bli mer selektiva i urvalsprocessen.

Den positiva responsen gjorde att arbetet kunde avgränsas ytterligare till att fokusera på startups i tidiga skeden och VC/CVC-företag. Inom kategorin för startups intervjuades främst grundare och VD:ar, då dessa ansågs ha en bäst kunskap om företagets situation. De intervjuade startup-företagen kom dock från en rad olika branscher, likt fintech, deep tech och SaaS, vilket gjordes med avsikt. Syftet med arbetet är att få en mer omfattande förståelse av startup-finansiering, varpå att begränsa sig till en bransch ansågs vara för snävt och skulle medföra att arbetet missat många aspekter av finansieringsmiljön.

Dessutom skulle jämförelsen med riskkapitalistsidan ha blivit missvisande om arbetet enbart hade fokuserat på en specifik typ av startupbransch. Eftersom intervjuerna genomfördes med CVC- och VC-investerare som investerar i flera branscher, inkluderas startups från olika branscher för att effektivt analysera interaktionen mellan riskkapitalister och startups. Bland de tolv riskkapitalister som intervjuades inkluderades sex CVC- och sex VC-investerare med olika roller i sina bolag, från investeringsstrateger till VD.

Under arbetets gång uppstod även en tredje kategori: branschexperter. Dessa branschexperter,

som bland annat inkluderar Latour, kontaktades i det ursprungliga massutskicket men passade inte in i någon specifik kategori efter att avgränsningarna hade gjorts. Deras insikter, kunskap och erfarenhet ansågs dock relevanta. Dessa intervjuer bidrog till att förstärka trender och utvecklingar som har identifierats i rapporten, vilket är varför de har inkluderats.

Urvalsprocessen innefattade ändamålsenligt urval för att säkerställa att relevanta och kunniga personer nåddes inom området. Dessutom användes snöbollsurval för att hitta ytterligare relevanta respondenter genom rekommendationer från de intervjuade. Genom att dra nytta av deltagarnas nätverk har fler relevanta intervjupersoner upptäckts. Snöbollseffekten har varit en effektiv metod att använda efter att en intervju har genomförts, eftersom deltagarna har fått en bättre uppfattning om vad arbetet syftar till. Snöbollsurval bidrar således till att upptäcka ytterligare relevanta aktörer genom rekommendationer från de intervjuade personerna, vilket Bryman och Bell (2011) anser vara en bra metod för att få fler deltagare. Urvalsprocessen har därmed gett arbetet möjligheten att få ett brett och varierat spektrum av perspektiv.

3.4 Tillförlitlighet och generaliserbarhet

För att öka tillförlitligheten i denna studie vidtogs flera åtgärder. Först och främst användes semistrukturerade intervjuer med välutformade intervjuguider. Denna metod bidrar till att säkerställa att samma kärnfrågor behandlades i alla intervjuer, vilket hjälper till att upprätthålla en viss grad av konsistens i datainsamlingen (Bryman & Bell, 2011). Dessutom var två olika intervjuare närvarande vid varje intervjutillfälle. Detta minskade risken för subjektivitet och säkerställde att ett bredare spektrum av perspektiv behandlades. Ett iterativt tillvägagångssätt användes även för att kontinuerligt reflektera över insamlad data och verifiera respondenternas svar. Denna metod tillät en djupare förståelse och verifierade att resultaten adekvat återspeglade respondenternas erfarenheter och händelser.

Gällande frågan om antalet intervjuer har det varit viktigare att säkerställa djup och kvalitet i den insamlade datan än att öka kvantiteten. Kvale och Brinkmann (2014) menar att 15 till 30 intervjuer ofta räcker för att nå mättnad i kvalitativa studier, vilket innebär att marginalnyttan av ytterligare intervjuer inte nödvändigtvis tillför nya insikter. I denna studie, där 29 intervjuer genomfördes, blir ett synsätt att tillräcklig mättnad uppnåtts för att stödja studiens slutsatser. Dock, eftersom intervjuerna är uppdelade i olika kategorier, skulle det ha varit optimalt att genomföra 15-30 intervjuer i både startup- och riskkapitalistkategorier för att åstadkomma mättnad inom respektive kategori. Detta gör att möjligheten att dra generaliserande slutsatser från studien är begränsad.

Slutligen är det viktigt att notera att syftet med den studien inte är att frambringa statistiskt representativa resultat. Istället är målet att förstå och beskriva komplexiteten i de studerade fenomenen. Med hänsyn till antalet genomförda intervjuer kan resultaten i denna studie bidra till att identifiera relevanta mönster och insikter, vilket är värdefullt för att förstå hur svenska startups och riskkapitalister hanterar ekonomisk osäkerhet.

3.5 Etiskt ställningstagande

Med tanke på att denna studie har använt en kvalitativ ansats, där 29 intervjuer har genomförts, blir det viktigt att beakta de etiska aspekter som uppstår vid denna interaktion. För att upprätthålla en god etisk ställning gentemot deltagarna har alla deltagare anonymiserats. Detta innebär att personliga detaljer, såsom namn och arbetsroll, kommer att hållas konfidentiella för att skydda deras identitet, i enlighet med principerna i GDPR (IMY, 2023). Dock har branschexperternas roll inkluderats för att förstärka deras pålitlighet, vilket blir en form av delvis anonymisering. Detta har gjorts med deras godkännande. Även en del företagsnamn har valts att inkluderas, vilket baseras på godkännandet som framgick under intervjuerna, för att stärka studiens trovärdighet. Samtliga respondenter tilldelas alias för att säkerställa konfidentialiteten och förtydliga referenser och citat i studien.

Under studiens genomförande har vi strikt följt fyra huvudsakliga etiska principer: informations-, samtyckes-, nyttjande- och konfidentialitetskrav. Dessa principer, som beskrivs av Bryman (2008), innebär att respondenterna informerades tydligt om studiens syfte, metod och hur deras bidrag är betydelsefulla. Deras deltagande var helt frivilliga och de informerades om rätten att när som helst välja att avstå från studien. Dessutom informerades respondenterna om att all data som samlats in används enbart för denna studies syften, och att respondenternas integritet. Genom att implementera dessa etiska riktlinjer har vi säkerställt en respektfull och ansvarsfull hantering av insamlad data, vilket stärker studiens etiska ställning.

4

Resultat

I kommande avsnitt presenteras studiens resultat, som baseras på intervjuer med en mångfald av aktörer inom startup-ekosystemet. Resultatet ger en detaljerad inblick i hur det nuvarande makroklimatet påverkat dessa aktörer.

4.1 Beskrivning intervjuobjekt

Denna studie omfattar intervjuer med en bred mix av aktörer inom startup-ekosystemet för att få en helhetsbild av ämnesområdet. Totalt genomfördes 29 intervjuer indelade i tre huvudkategorier: entreprenörer, riskkapitalbolag och branschexperter. Av dessa bestod 12 av intervjuer med riskkapitalbolag, hälften traditionella VC-bolag och hälften CVC-bolag. 12 entreprenörer från olika startups i olika faser (från pre-seed till Series B) intervjuades också. För att få en ännu bredare förståelse intervjuades även fem branschexperter med specialiseringar inom olika områden av startup- och investeringsvärlden.

Tabell 1: Studiens intervjuobjekt på riskkapitalsidan

Alias	Företag	Aktör	Investeringsfas	Investeringshorisont
A1	Anonym	CVC	Series A	Lång
A2	SEB VC	CVC	Pre-seed till Series B	Lång
A3	Volvo Cars Tech Fund	CVC	Pre-seed till Series C	Lång
A4	Stena New Ventures	CVC	Pre-seed till Seed	Lång
A5	Husqvarna Group Ventures	CVC	Seed till Series C	Lång
A6	Volvo Group VC	CVC	Series A till Series C	Lång
B1	Luminar Ventures	VC	Pre-seed till Seed	Mellan
B2	Industrifonden	VC	Seed till Series A	Mellan
B3	BLQ Invest	VC	Seed till Series A	Kort
B4	Centripetal	VC	Series B-C	Kort
B5	Anonym	VC	Seed	Lång
B6	Anonym	VC	Pre-seed till Seed	Mellan

Tabell 2: Studiens intervjuobjekt på startup-sidan

Alias	Företag	Bransch	Grundat	Livscykel-stadium	Senaste kapital-resning (SEK)
C1	Anonym	Martech	2014	Series B	50m (2023)
C2	Elypta	Health tech	2017	Series B	~200m (2023)
C3	Anonym	Deep tech	2021	Pre-seed	0.3m (2023)
C4	Anonym	Biotech	2022	Pre-seed	0.3m (2022)
C5	Flourish Feedback	Digital HR	2018	Seed/Series A	3m (2022)
C6	Anonym	SaaS	2020	Pre-seed	0.75m (2023)
C7	Anonym	Marketing	2020	Pre-seed	n.a.
C8	Anonym	SaaS	2022	Seed	5m (2023)
C9	Anonym	AI	2021	Pre-seed/seed	1.5m (2023)
C10	QuartR	Fintech	2020	Series A	~30m (2023)
C11	Anonym	AI	2020	Seed	2.5m (2021)
C12	Anonym	AI	2019	Seed	~5m (2023)

Tabell 3: Studiens övriga intervjuobjekt (branschexperter)

Alias	Roll	Företag	Typ av aktör
D1	Investment Director	Latour	Investmentbolag
D2	Grundare	Shoreside Equity Partners	Privat investerare
D3	Ledningsgruppen	Savelend	Fintech (börsnoterat)
D4	Grundare	Jovitech Invest	Privat investerare
D5	Styrelseproffs	Fd. Volvo Group Venture Capital	CVC

4.2 Riskkapitalister

I detta avsnitt granskas hur riskkapitalbolagen har anpassat sig till den föränderliga ekonomin. Fokus läggs först på investeringsprocessen och investeringsstrategier som implementerats för att hantera nya utmaningar. Detta följs av en utforskning av möjligheter och risker för att ge en helhetsbild av riskkapitalbranschens respons på nuvarande klimat.

4.2.1 Investeringsprocess

I intervjuerna framkommer att riskkapitalbolagens grundläggande investeringsprocess i stort sett har förblivit oförändrad, men med signifikanta justeringar för att möta den nya makroekonomiska situationen. Nedan beskrivs denna process och hur den påverkats:

1. Upptäckande av bolag. Upptäckandet av bolag varierar mellan företagen, med en blandning av “inbound” och “outbound”. “Inbound”-processen innebär att investeringsmöjligheter når bolagen genom externa källor, som personliga nätverk eller företagets webbplats, vilket är vanligt bland både VC- och CVC-bolag. “Outbound” å andra sidan refererar till bolagens aktiva sökande efter investeringsmöjligheter (vilket görs frekvent av både B3, B4 och B5). Även om grundmetoderna för upptäckande av bolag inte har

förändrats betydligt, rapporterar vissa VC-bolag, exempelvis B5, att de har varit tvungna att fokusera mer på befintliga portföljbolag. Andra bolag, som A1 och A5, har genomfört fler interna bryggrundor för att förlänga portföljbolagens löptid utan att späda ut innehavet.

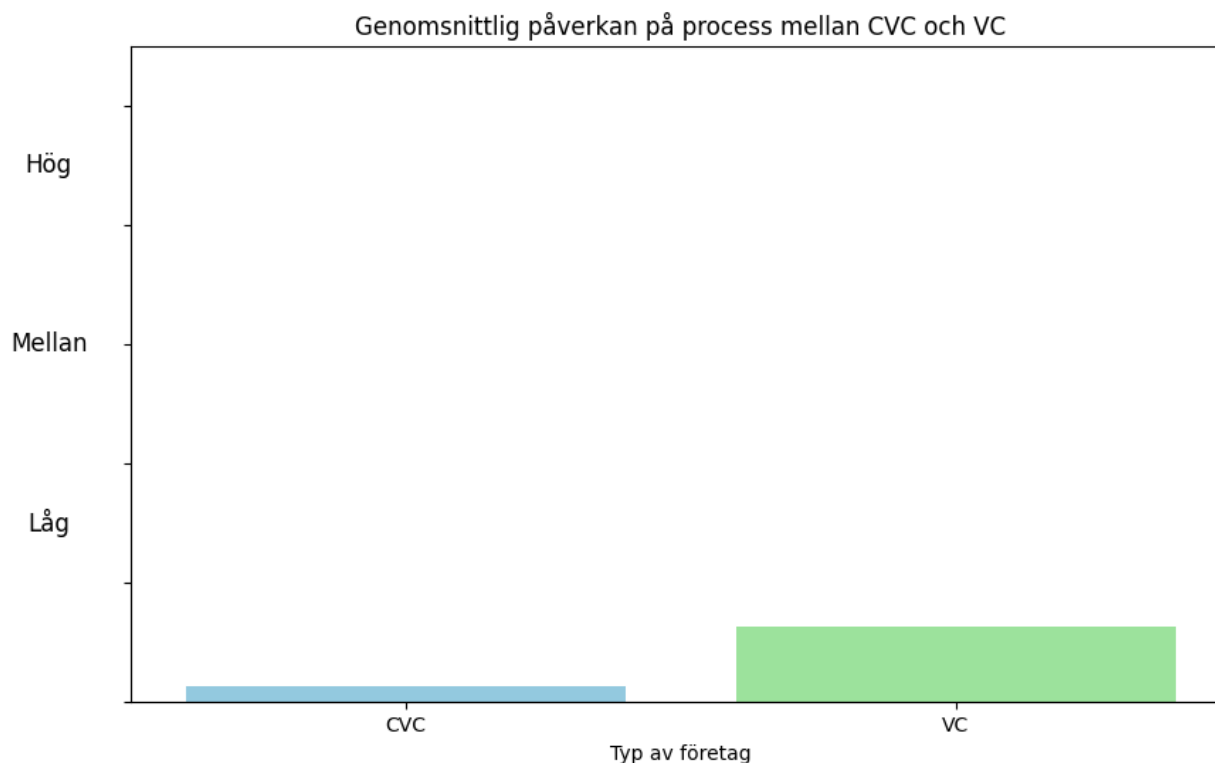
2. Djupgående analys och intern diskussion. I resultatet från intervjuerna framkom det att riskkapitalbolagen brukar ha ett initialt möte med ett startup för att sedan djupdyka i företagets affärsmodell, ledarskap och marknadspotential. Det är också vanligt att ytterligare teammedlemmar involveras för att ge en mer mångfacetterad analys. Vissa riskkapitalbolag, som B6, rapporterar att denna del av processen har blivit mer omfattande och tidskrävande på senare tid. Anledningen till detta är delvis att entreprenörerna inte längre, till skillnad från när makroekonomin var på topp, kan använda andra riskkapitalisters erbjudanden eller tidspress som förhandlingsverktyg. Dessutom svarar fler riskkapitalister att de söker starkare bevis på företagets framgång och finansiella stabilitet. Slutligen lyfter även D2 fram att det uppstår en skillnad i förväntade värderingar mellan säljare och köpare, vilket också förlänger processen.

3. Due Diligence. Nästa steg i investeringsprocessen är en rigorös due-diligence-process, där riskkapitalisterna bland annat får tillgång till startups eventuella datarum. Samtliga aktörer nämner processen, som vanligtvis innebär en detaljerad genomgång av startupens finansiella, legala och kommersiella aspekter. Många riskkapitalbolag, exempelvis B1 och B3, väljer att outsourca delar eller hela processen, medan andra, som B4, genomför hela processen internt.

Intervjuerna visar att grundprocessen i grunden inte förändrats signifikant, men att vissa riskkapitalbolag utökat dess omfattning. Bolag som B3 och B6 rapporterar exempelvis att de nu lägger mer tid och resurser på denna del.

4. Beslutsfattande och aktivt engagemang. I det sista steget fattas investeringsbeslutet. Efter en framgångsrik due diligence-process samlas en investeringskommitté, som består av ledande medlemmar i riskkapitalbolaget, för att göra det slutgiltiga investeringsbeslutet. Många bolag, speciellt CVC-bolag, tar därefter en aktiv roll i de bolag de investerar i.

Sammanfattningsvis har grundprinciperna i riskkapitalbolagens investeringsprocess överlag förblivit oförändrade, även om det har skett en ökning av interna bryggrundor och vissa aktörer upplever en mer utdragen process. Detta resultat presenteras i Figur 1, uppdelat mellan CVC- och VC-firmor. Här syns det tydligt att CVC-företagen knappt anser sig påverkade alls, medan VC-bolagen har en låg, men noterbart högre påverkan. Det bör dock observeras att studien är av kvalitativ karaktär och grafen motsvarar en kvalitativ tolkning av de svar som erhöles bland intervjuerna.



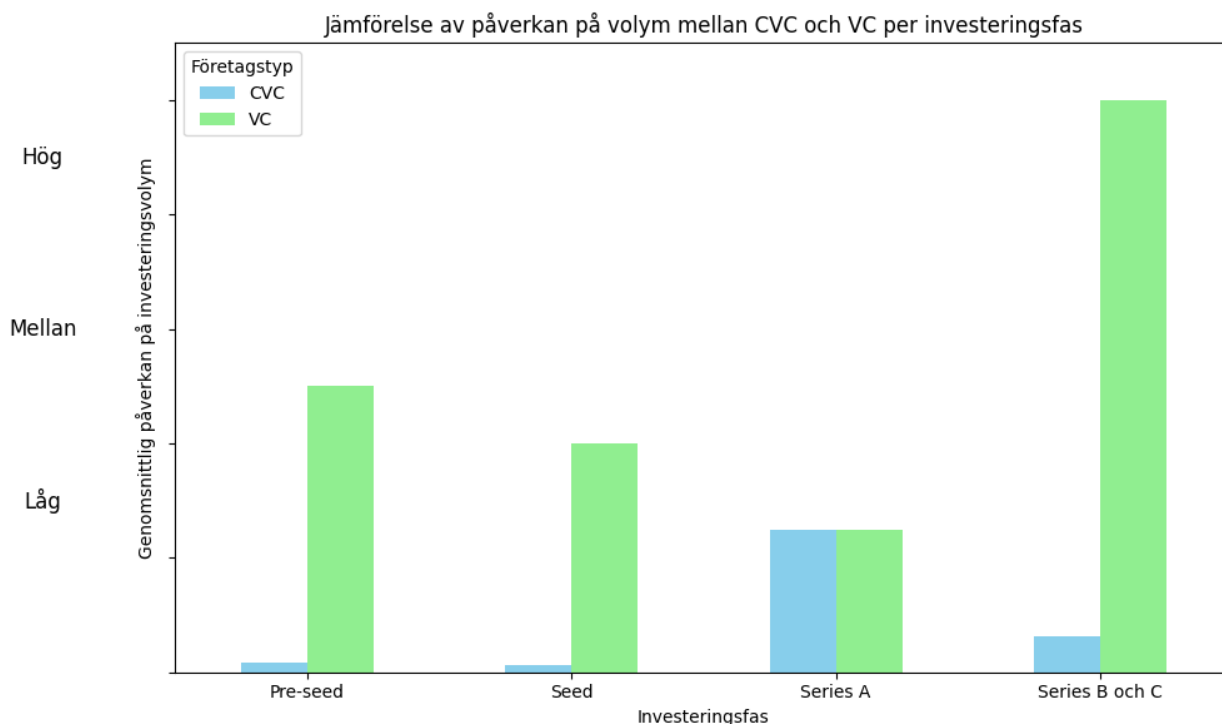
Figur 1: Påverkan på investeringsprocessen hos CVC- respektive VC-fonder.

Trots ovanstående låga påverkan har det blivit tydligt att riskkapitalbolagen i allmänhet har blivit mer selektiva. Majoriteten av VC-företagen, med undantag för B2, rapporterar nämligen en minskad eller drastiskt minskad investeringsvolym. Detta är i linje med hur branschexperten D4 menar på att villigheten att investera generellt är lägre nu. Undantaget B2 har dessutom en annan investeringsstruktur än en traditionell VC-firma, där man är en evergreen-fond och då inte har samma tidsbegränsning.

För CVC-firmor är påverkan på investeringsvolymen generellt mildare. Endast en av sex CVC-firmor, A3, rapporterar en betydande påverkan. Flera CVC-firmor uppger istället att deras investeringsvilja är oförändrad eller till och med högre än tidigare, vilket stöds av branschexperten D1 som anser att det nuvarande värderingsklimatet bör ses som det normala. Det är dock viktigt att notera att många VC-företag som upplevt en kraftig minskning av investeringar framhäver att deras ökade selektivitet huvudsakligen beror på svårigheter att nå konsensus kring värderingar, snarare än en ovilja att genomföra investeringar. Denna synpunkt delas också av D2.

Figur 2 illustrerar denna skillnad i investeringsvolym mellan CVC- och VC-företag utifrån vilka fas de investerar i. Staplarna indikerar att CVC-företagen generellt sett har upplevt

en minimal påverkan på deras investeringsvolym, med särskilt låg påverkan i pre-seed och seed-stadier. Å andra sidan visar VC-företagen en högre grad av påverkan, särskilt i de senare faserna av startups livscykel. Det är dock viktigt att notera att endast ett VC-företag ingår i kategorin Series B och C, vilket bidrar till en exceptionellt hög stapel för denna grupp och inte nödvändigtvis återspeglar den generella trenden i VC-sektorn.



Figur 2: Påverkan på investeringsvolym hos CVC- och VC-fonder utifrån investeringsfas.

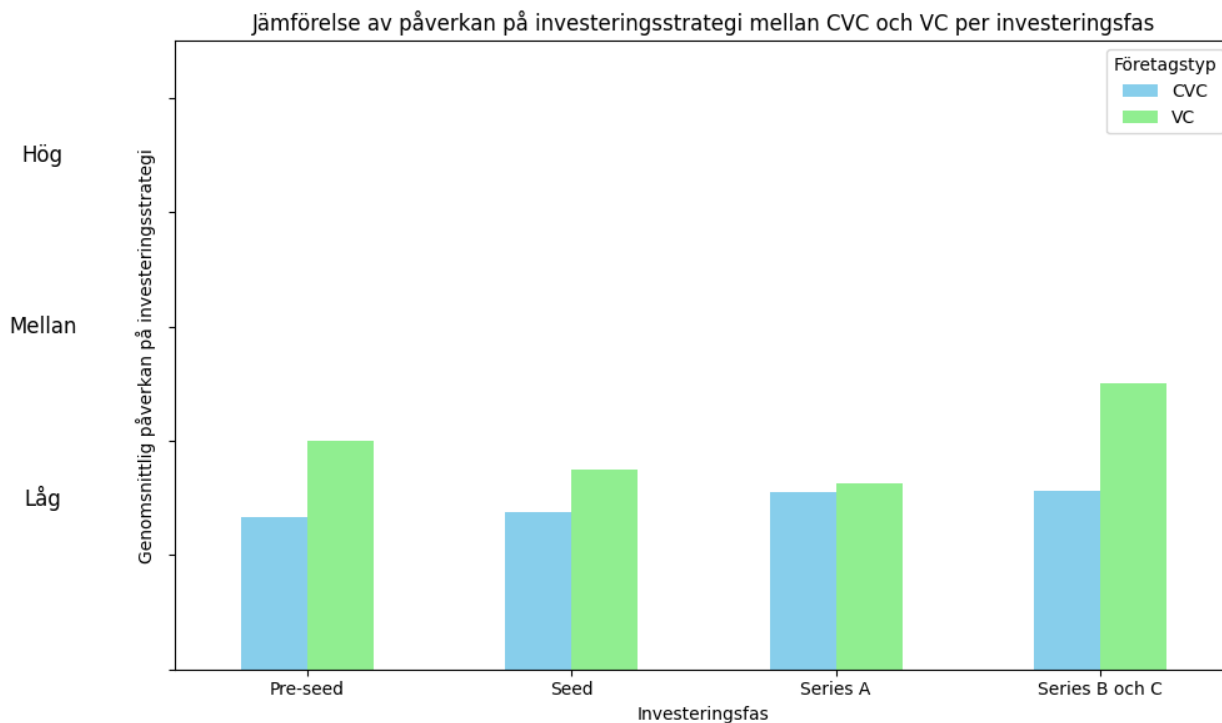
4.2.2 Investeringsstrategi

Medan investeringsprocessen hos riskkapitalbolagen har visat sig vara relativt stabil har det skett en betydande omvandling i deras investeringsstrategier och kriterier. I detta avsnitt utforskas de viktigaste förändringar som har framträtt efter de ekonomiska utmaningarna.

- **Ökat fokus på lönsamhet.** En genomgående trend i intervjuerna är ett ökat fokus på bolag som är lönsamma eller har en tydlig väg mot lönsamhet. Exempelvis lyfter A4, B3 och B4 att de nu prioriterar bolag som är eller snart kan bli självfinansierande, och undviker startups med svaga bruttomarginaler eller lång väg till positivt kassaflöde. Företag B1 och A3 framhåller vikten av att startups är mer konservativa i investeringar och utgifter. Detta beteende belyser en förändring från den tidigare aggressiva satsningen på tidiga startups med hög tillväxtpotential men högre risk.

- **Strategiska anpassningar.** Vissa bolag, som B2 och B4, har justerat sitt fokus mot sektorer som de bedömer som mindre känsliga för ekonomiska svängningar eller har starkare tillväxtpotential i en lågkonjunktur. B6 nämner även hur de har sett ett skifte mot att undvika kapital- och konkurrensintensiva ”winner-takes-it-all”-marknader.
- **Mer fokus på grundarna.** Företag B1 har börjat lägga större vikt vid grundare med tidigare erfarenheter av att starta bolag, vilket anses särskilt värdefullt i dessa tuffare ekonomiska tider. A1 framhåller också att betydelsen av teamets förmåga har ökat, med ett fokus på deras förmåga att navigera genom osäkra perioder.
- **Förändrat fokus på livscykelstadium.** A5 nämner att de nu lägger större vikt vid startups som befinner sig i ett senare skede i livscykeln. Detta för att nå mognare bolag med tydligare bevisad affärsmodell, vilket anses viktigt i en osäker ekonomi.

Utöver dessa huvudteman skiljer sig upplevelsen av hur mycket riskkapitalbolagens investeringsstrategier har påverkats, framför allt mellan CVC- och VC-företagen. Enligt A2 och A5 kan detta bero på CVC-företagens mindre stränga avkastningskrav och deras inriktning på mer strategiska investeringsmål. Samtidigt, trots det skiftande ekonomiska klimatet, menar flera VC-bolag, inklusive B3, B5 och B6, att deras investeringskriterier inte förändrats avsevärt. Figur 3 i rapporten ger en översikt över hur olika typer av riskkapitalföretag upplever påverkan av det nuvarande ekonomiska klimatet på deras investeringsstrategier. Grafen visar tidigare nämnda skillnad mellan VC- och CVC-företagen. Dessutom framgår det att påverkan sprider sig relativt jämnt över olika investeringsstadier, även om Series B och C uppvisar en aning högre genomsnittlig påverkan.



Figur 3: Påverkan på investeringsstrategi hos CVC- och VC-fonder utifrån investeringsfas.

4.2.3 Möjligheter med nuvarande makroklimat

Trots de ekonomiska utmaningarna ser riskkapitalister också betydande möjligheter. En gemensam uppfattning bland vissa riskkapitalister, bland annat A4 och B3, är att kriser ofta agerar som katalysatorer för innovation. Detta klimat ses som en gynnsam period för att främja resiliens bland startups och bygga starkare grunder. Dessutom framhåller B6 och B3 att de bästa företagen grundas under ekonomiska nedgångar, där ett ökat behov av kreativitet och effektivitet främjar utvecklingen av starkare och mer hållbara affärsmodeller. B2 och D2 anser även att dessa tider erbjuder en perfekt prövning för nya företag. Om en startup inte kan lyckas under dessa förhållanden, blir det lättare att sälja dem från investeringsportföljen.

En annan framträdande möjlighet är dagens mer realistiska värderingar på startups, enligt A1, A5, B1 och B4. Jämfört med tidigare perioders uppblåsta värderingar anses nuvarande värderingar spegla en mer realistisk syn på företagens framtidsutsikter. A4 och B3 påpekar också att det nu finns tillgång till bolag som tidigare varit utanför deras räckvidd på grund av höga värderingar. Även konkurrenslandskapet sägs ha förändrats. Under perioden med låga räntor erhöLL VC:s och family offices disproportionellt stora belopp (A2, B2). Nu, när marknaden återgår till normala nivåer, har denna konkurrens minskat. A1 och B3 framhåller dock att det fortfarande finns tillgängligt kapital bland riskkapitalisterna, men att de nu är

mer selektiva. A2 anser även att CVCs attraktivitet bland startups har ökat. Deras modell för att bygga solida bolag, produkter och team, trots en långsammare investeringsprocess, har enligt dem blivit mer attraktiv.

En avslutande aspekt bland CVC-företagen är möjligheten att förvärva talang och immateriella tillgångar från finansiellt pressade startups, enligt A5 och A6. De ser detta som en chans att rekrytera talangfull personal till sina egna organisationer. På liknande spår framhäver A6 och B6 att en ökad tillgång av talang på marknaden, där många väljer att starta eget eller bli ängelinvesterare. B6 menar att det beror på att många anställda har aktieoptioner i bolag som är out of the money (till följd av lågkonjunktorens påverkan på värderingar), vilket minskar deras incitament till att stanna. Detta skapar ett överskott av erfaren arbetskraft som kan leda till nya startups med erfarna team.

4.2.4 Risk

Riskkapitalisternas strategier för att minska riskerna i sina investeringar och deras syn på riskprofil varierar i det rådande ekonomiska klimatet. Flera riskkapitalister (A1, A2, A6, B2, B3, B5) har bibehållit sin riskprofil men med några justeringar, som högre krav på lönsamhet eller en stabilare kundbas. Vidare skiljer sig CVC- och VC-firmor sig också åt i sina riskprofiler. För VCs är den största risken av finansiell karaktär i form av att startups inte lyckas och investeringen därmed går förlorad. För CV-företag finns ett annat huvudfokus utöver den finansiella risken: det strategiska partnerskapet (A5, A3). Alla CVC anser att de arbetar mot strategiska mål, som teknologisk innovation eller marknadstillträde, och strävar efter att minimera risken att deras portföljbolag inte kan bidra till dessa mål.

En vanlig riskåtgärd bland både CVC och VC firmor är att öka diversifieringen för att sprida risker (A3, B4, B6). Genom att investera i en mix av olika typer av företag, inklusive både hård- och mjukvarubaserade startups samt olika geografiska områden, strävar riskkapitalister efter att sprida sina risker. Diversifiering är dock inte ett nytt koncept för dessa bolag. A4, A6 och B5 anser att de alltid har försökt diversifiera sina investeringar och detta har inte nödvändigtvis ökat. A4, A6 och B2 betonar att även om diversifiering är viktigt, är det viktigare att hitta bra bolag. De investerar således hellre i flera bolag inom samma bransch än att försöka påtvinga en diversifiering om alternativa startups inte håller samma kvalitet. Trots förändringar i det ekonomiska landskapet har vissa riskkapitalister valt att behålla en konsekvent högriskprofil (B2, B3). Detta kan exempelvis bero på de investerar i högriskfaser som en integrerad del av deras affärsmodell. Dessa investerare menar att även om spelplanen har förändrats, det vill säga det finansiella klimatet, har den grundläggande

riskerna i deras investeringsstadier förblivit densamma. B2 och B3 kommer att fortsätta satsa på högriskinvesteringar för att få ut en potentiellt högre avkastning. Något dessa, och andra riskkapitalister gör, för att minska riskerna är istället att fokusera mer på ett aktivt ägarskap.

4.3 Startups

I avsnittet granskas hur startups har anpassat sig till det nuvarande makroekonomiska klimatet. Inledningsvis redogörs för startups generella syn på finansiering och kapitalstruktur. Därefter presenteras makroekonomins påverkan på startups möjligheter till att resa riskkapital och slutligen hur de anpassat sig till de förändrade förutsättningarna.

4.3.1 Generell syn på finansiering

Synen på användningen av lån jämfört med eget kapital varierar bland startups. C4, C6, C9 och C11 har visat en konsekvent positiv inställning till lån. C4 har redan tagit lån och är öppna för att ta mer om möjligheten uppstår. Dock finns det hinder på grund av deras unga och riskfyllda natur, vilket har gjort det svårare för dem att erhålla ytterligare lån. C6 har genomfört ett par investeringsrundor där de tagit in både eget kapital och lån. De har varit positiva till lånen eftersom de behövde likviditet under en utvecklingsfas och hade möjligheter att återbetala utan problem. C9, som deltagit i en inkubator, erhöll ett lån efter avslutat program, men var missnöjda med lånevillkoren. Därför har de under 2023 övervägt att ta fler lån, men då med tydligare och bättre villkor. C11 ser valet mellan lån och eget kapital som en utmaning. De upplever svårigheter att erhålla lån och understryker behovet av en affärsplan som visar lönsamhet i framtiden, men är inte främmande för att integrera lån i deras kapitalstruktur om rätt möjligheter och villkor finns.

En annan grupp startups, bestående av C1, C3, C5 och C12, har reviderat sin tidigare positiva syn på lån till följd av ökade kostnader och räntor. C1, som tidigare tog ett större lån på 40 miljoner, mötte svårigheter när förhoppningar om bättre villkor inte infriades. Kostnaderna för skulden blev ohållbara, vilket ledde till att C1 behövde omstrukturera kapitalstrukturen och skaffa nytt kapital för att amortera skulden. Även C3, som är ett tidigt startup, har lyckats ta ett lån. Anledningen är delvis sitt samarbete med Chalmers Ventures och deltagande i E-skolan, vilket stärkte deras valideringar och bidrog till lånefinansiering. Liksom C1 är C3 inte längre öppet för fler lån på grund av de höga kostnaderna och den finansiella belastningen lån innebär för företaget. Denna negativa uppfattning om lån delas även av C5 och C12, vilket har lett till en ovilja att engagera sig i ytterligare skuldfinansiering.

En sista kategori av startups (C2, C7, C8 och C10) har aldrig sett lån som ett realistiskt

alternativ. C2, C8 och C10, som är starkt forskningsbaserade startups, har genomfört flera finansieringsrundor utan skuldlån. Detta beror främst på att de har minimala intäkter, vilket gör skuldfinansiering för riskabelt, vilket även betonas av branschexperten D5. De använder sig dock av konvertibla lån. C7, å andra sidan, framhäver en försiktighet mot att ta banklån trots att de har stabila intäkter. De föredrar att finansiera sina projekt genom eget kassaflöde och strävar efter att locka till sig så kallade ”smarta pengar”, vilket innebär kapital som även omfattar kunskap och expertis från riskkapitalister.

Att värdera ”smart kapital” är centralt för alla startups i rapporten, där investerare erbjuder mer än bara pengar. C1, C4 och C7 betonar vikten av investerare med relevant kunskap och nätverk, vilket i vissa fall anses lika viktigt som finansieringen. Det riskkapitalisterna kan bidra med är exempelvis expansion i nya marknader och kundkanaler samt rådgivare som erbjuder strategisk vägledning (C7, C9, C10, C12). Dock menar C3 och C4 att investerarnas branschkompetens är avgörande för att tillföra värde. Dessutom anser C9 att entreprenörer ibland överskattar värdet av nätverk och kontakter bland riskkapitalister. De betonar vikten av att investerarna ska ha tid och engagemang för att lägga ner arbetet som krävs för att hjälpa startups, vilket inte alltid är fallet.

Avvägningen mellan att behålla kontroll över sin verksamhet och att acceptera externt kapital är en betydande övervägning för startups. C1 och C2 lyfter fram att detta är en ständig frågeställning, särskilt när företagsvärderingar förändras. Dessa startups betonar betydelsen av att upprätthålla en balans mellan att ta emot kapital och att bevara kontrollen över sitt företag. C6, å andra sidan, har aktivt strävat efter att behålla kontrollen över sitt bolag, vilket delvis påverkat möjligheten att erhålla riskkapital. Deras situation är dock annorlunda eftersom de inte är forskningsbaserade, vilket leder till att deras investerare inte kräver lika mycket kontroll.

4.3.2 Makroekonomiska lägets inverkan på finansiering

Det nuvarande makroekonomiska klimatet har haft en påtaglig inverkan på startups finansieringsmöjligheter, särskilt när det gäller att attrahera riskkapital. En stor majoritet av startups i studien, menar att de ekonomiska omständigheterna gjort kapitalresningsprocessen mer utmanande. Denna situation karakteriseras av en strängare granskning av startups finansiella hälsa, där mindre vikt läggs på produktens kvalitet eller den underliggande idén. Vidare beskriver C10 att riskkapitalmarknaden blivit mer volatil och att värderingar tenderar att kontinuerligt förändras samt att kapitalresningsprocessen därmed blivit längre.

Majoriteten av entreprenörerna som intervjuades nämner att de tycker att fixeringen vid

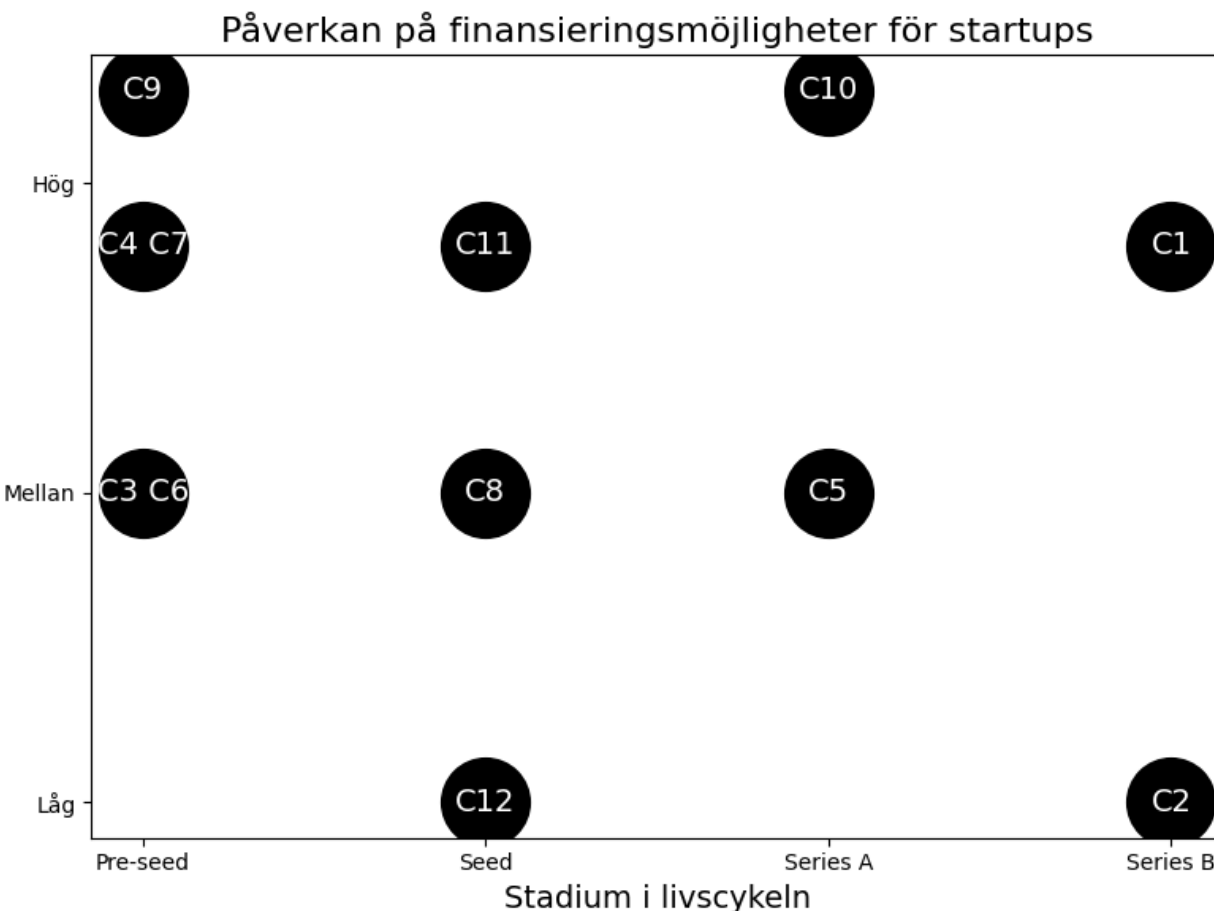
finansiella nyckeltal är orimligt stor och att det bör finnas värde i en bra idé. Vidare beskrivs att VC-fonder har ett extremt fokus på kostnadseffektivitet, vilket exempelvis C10 tycker blivit helt oproportionerligt. De nämner även att de uppfattar det som att riskkapitalisternas tidshorisont har blivit mer kortsiktig samt att de inte beaktar långsiktig potential i lika stor utsträckning som innan. Nya entreprenörer beskriver även att de i vissa fall blivit nekade en investering från VC/CVC-bolag utan en tydlig motivering. I intervjustudien nämndes att de misstänker att deras bristande erfarenhet har blivit en mer signifikant faktor för investerare.

Vidare vittnar intervjupersonerna om att startups tidigare kunde resa stora volymer kapital i ett tidigt skede i livscykeln utan att ha en färdigutvecklad produkt. VC-fonder var tidigare villiga att investera i bolagen trots en osäker finansiell ställning, då deras idé ansågs ha tillräckligt stor potential och genomslagskraft. D3 sammanfattar denna tidigare situation med att man ”förr kunde sätta ihop en Powerpoint och resa 25 miljoner kronor hur enkelt som helst, men idag kanske du får max 5 miljoner för samma”.

Startups har nu istället fått utstå en reducerad värdering och ett minskat intresse från investerare. Konsekvensen blir i flera fall att entreprenörerna tvingas att kraftigt minska sin ägarandel i bolaget i samband med en investering. Startup C4 och C10 berättar att de i upprepade fall har avböjt investeringar, då de ansåg att investerarnas föreslagna värdering var för låg. På liknande vis sänktes värderingen av startup C1 med 70% under sommaren 2023. De var däremot tvungna att resa externt kapital för att överleva och då banklån är för närvarande dyrt, var deras enda alternativ att acceptera den lägre värderingen.

Undantagen från ovanstående trend är C2 och C12. C2 är ett health-tech-startup som utvecklar teknik för tidig upptäckt av cancer med maskininlärning. Företaget har inte upplevt betydande påverkan till följd av det makroekonomiska klimatet. Anledningen till detta beskrivs till viss del vara att produkten har en avsevärt hög potential samt att deras investerare har en evergreen-struktur. C12 är ett AI-baserat företag och de har säkrat finansiering genom strategiska partnerskap med större företag.

Nedan är respondenternas svar gällande makroekonomins påverkan på finansieringsmöjligheter kvantifierade och presenterade.



Figur 4: Påverkan på finansieringsmöjligheter för startups utifrån stadium i livscykeln

Från grafen kan inget samband mellan startup-företagets stadium i livscykeln och magnituden av makroekonomins påverkan på finansieringsmöjligheter urskiljas. I kontrast till ovan nämner D5 och C7 att det bör vara svårast för startups i de mittersta faserna (Series A och B) av livscykeln. Argumentet som de båda ger är att startups i denna fas behöver kapital för en uppskalning av verksamheten, vilket kan vara kostsamt och anses vara riskfyllt. Den makroekonomiska situationen har enligt dem minskat riskkapitalisternas riskprofil och startups i denna uppskalningsfas bör därför ha svårt att resa externt kapital. A2 vidhåller istället att mer mogna startups bör ha svårast att attrahera riskkapital. Förklaringen som anges är att den svala IPO-marknaden avskräcker investerare.

En annan trend som identifierats är att startups söker kapital från befintliga investerare snarare än att locka till sig nya. Flera startups intygar att de har svårt att attrahera nya investerare, men att tidigare investerare ofta är villiga att göra en ”brygg-investering”. Anledningen som lyfts är att de tidigare investerarna inte vill att sin investering ska minska i

värde och att deras ägarandel ska reduceras. Detta hade troligen skett om startup-bolagen erhållit pengar från nya investerare till en lägre värdering. Det vittnas om att det därför är viktigt att få in större investerare i ett tidigt skede, snarare än att ha flera mindre investerare. Flera av respondenterna, inklusive C5, C6, C7 och C9, uttrycker dessutom en försiktighet mot att ha ett ”smutsigt cap table”, vilket innebär en situation där ett startup har för många olika ägare. Detta kan leda till komplikationer i beslutsfattande och strategisk planering.

4.3.3 Startups anpassningar till ekonomisk osäkerhet

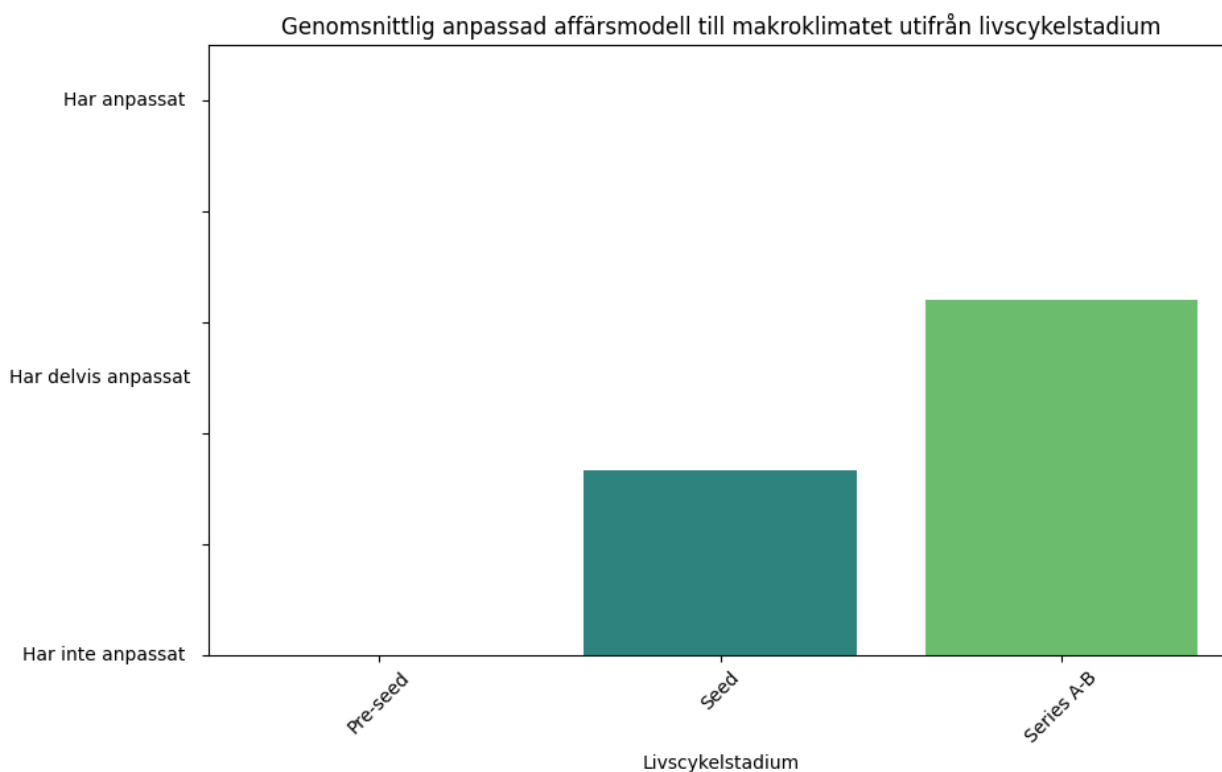
För att överleva i ett finansieringslandskap som är mer komplext och åtstramat än tidigare har många startups blivit tvungna att anpassa sig. En justering som startup C8 gjorde var att de omvärderade sina kapitalanskaffningsmål och värderingsförväntningar under andra halvåret av 2023. Omvärderingen initierades på grund av feedback erhållen från andra entreprenörer i deras nätverk, vilka föreslog en reduktion av företagets värdering och den efterfrågade kapitalvolymen jämfört med den ursprungliga planen. Som ett resultat av denna anpassning sökte C8 aktivt en lägre kapitalinjektion. Strategiförändringen resulterade i de lyckades få in kapital i linje med det reviderade målet. Trots framgången med kapitalanskaffningen, framkom det att C8 till viss del ångrar sin reducerade målsättning. Anledningen som presenterades var att de senare observerade andra entreprenörer som behållit ett högre kapitalmål samt lyckats attrahera större investeringsbelopp.

En annan anpassning som observerats är förändringar i affärsmodeller. C1, C3, C5 och C11 rapporterade betydande justeringar i sina affärsmodeller som respons på det makroekonomiska klimatet. C1 har anpassat sitt produkt erbjudande för att möta sina kunders förändrade finansiella situationer. Liknande justeringar gjordes av C11, som också har en hårt drabbad kundbas. Vidare minskade C5 sina investeringar i kapitalkrävande projekt på grund av likviditetsproblem och C3 införde ett nytt tjänstekoncept för att öka kortsiktig försäljning. Det sistnämnda beskriver D5 som typiskt för startups i det nuvarande ekonomiska klimatet, eftersom det möjliggör ökad flexibilitet och kortsiktig försäljning. Fortsättningsvis nämner C5 och C9 att de genomfört vissa förändringar i affärsmodellen efter önskemål från investerare. Detta nämner även D5 att ett av startup-bolagen som han sitter i styrelsen på har gjort. Både C5 och C9 har justerat affärsmodellen i syfte att öka skalbarheten.

Gemensamt för dessa startups är att ändringarna främst syftar till att öka chansen för kortsiktiga intäkter. Flera intervjupersoner, inklusive C1, nämner riskkapitalisternas ökade fokus på kostnadsstruktur och finansiella nyckeltal. Anpassningar i affärsmodellen syftar därför till att stimulera kortsiktigt värdeskapande för att göra företagen mer attraktiva för

investerare med högre avkastningskrav. Om den nya affärsmodellen ej ger önskad effekt kan ett startup bli tvunget att minska sina kostnader för att överleva, vilket C1 gjorde genom att avskeda 30% av de anställda.

Nedan visualiseras en sammanställning för hur startups i olika stadier i livscykeln har eller inte har anpassat sin affärsmodell. Det kan observeras att mognare startups tenderar att delvis anpassa sin affärsmodell, medan mindre mogna startups tenderar att inte genomföra någon förändring.



Figur 5: Anpassning av affärsmodell till makroklimatet för startups utifrån livscykelstadie

För att hantera finansieringsutmaningarna som många startups står inför idag, överväger en stor del av dem alternativa finansieringsmetoder. De metoder som ofta diskuteras inkluderar crowdfunding och strategiska partnerskap. Däremot uttrycker en majoritet av intervjupersonerna att crowdfunding inte är ett optimalt alternativ för deras verksamheter. Denna tveksamhet beror huvudsakligen på en önskan att undvika en komplex ägarstruktur. C7 lyfter dock fram att crowdfunding kan vara ett attraktivt alternativ för konsumentorienterade företag, medan C9 har övervägt crowdfunding som en möjlighet. Gällande strategiska partnerskap, berättar C12 att de är involverade i ett sådant samarbete med flera större företag. Vidare överväger C4 och C8 att ingå i strategiska partnerskap, men deras tidiga

stadium i livscykeln gör det svårt att locka större aktörer till ett samarbete.

Ytterligare en anpassning som startup C4 gjort är att undersöka finansieringsmöjligheter utanför Sveriges gränser. På grund av den relativt svaga svenska kronan, har de sett ett ökat intresse från utländska riskkapitalister, i synnerhet från Danmark. Dessa kan erbjuda bättre värderingar och investeringsvillkor. D5 framhåller vikten av att startups utför scenarioanalyser och utvecklar åtgärdsplaner för att hantera situationer där försök att säkra externt kapital misslyckas. Samma branschexpert lyfter fram att startups kan utnyttja intern kompetens och kortsiktigt erbjuda konsulttjänster. Genom att inkludera detta i strategin kan potentiella likviditetsbrister hanteras.

5

Analys

Denna del av studien syftar till att djupgående förklara påverkan som den ekonomiska osäkerheten och stigande räntor har haft på finansieringslandskapet för startups. Båda aktörers perspektiv, det vill säga riskkapitalister och startups, behandlas initialt skilt och sedan följer en analys av deras samspel.

5.1 Riskkapitalister

I detta avsnitt utforskas riskkapitalisternas respons på det förändrade ekonomiska klimatet. Genom att koppla samman teorier om kapitalstruktur, finansiell riskhantering och kognitiva biaser med empirisk data från intervjuer, ges här en djupare förståelse för hur olika typer av riskkapitalister anpassar sina strategier och beslutsprocesser i en osäker ekonomisk miljö.

5.1.1 Ekonomisk osäkerhet och dess inverkan

Analysen av resultatet i relation till teorierna visar att ekonomisk osäkerhet och stigande räntor har haft en signifikant inverkan på VC- och CVC-firmors investeringsstrategier. Dessa firmor har blivit mer försiktiga, vilket reflekteras i deras strängare utvärdering av potentiella investeringar samt ökad betoning på lönsamhet och finansiell hållbarhet. Denna utveckling kan förstås genom teorin om kapitalkostnad och CAPM, som tillsammans betonar en ökad riskmedvetenhet och sökande efter investeringar med lägre risk i takt med att den riskfria räntan gått upp. Även förändringar i fokus på livscykelstadium, exempelvis att vissa numera investerar i mer mogna bolag, kan förstås genom kapitalkostnadsteorin, som förklarar hur risknivåer och avkastningsförväntningar varierar beroende på en startups mognadsfas.

Som illustreras i Figur 2 och 3 är det en noterbar skillnad mellan VC- och CVC-firmors svar på ekonomisk osäkerhet. För att förstå detta är det viktigt att betona deras olika målsättningar.

VC-firmor, som ofta ägs av externa investerare, har primärt finansiella mål och generellt höga förväntningar på avkastning. Denna målsättning skapar ett behov av att agera snabbt och med fokus på omedelbar ekonomisk framgång. Detta kan förstärka effekterna av den ekonomiska osäkerheten och bidra till varför deras investeringsvolymen och strategier påverkats mer jämfört med CVC-firmor. Ett motargument till den minskade investeringsvolymen är att många VC-bolag fortfarande har betydande kapital tillgängligt. Givet VC-bolags historiska

överavkastningar och höga avkastningskrav, skulle man kunna argumentera för att de bör investera mer nu när värderingarna har sjunkit.

CVC-firmor är istället ofta dotterbolag till större etablerade företag och har både strategiska och finansiella mål. Deras koppling till moderbolagen ger dem en stabilare grund och mindre press gällande investeringshorisont och avkastningskrav. Detta gör att de kan navigera den ekonomiska osäkerheten med en mer långsiktig och strategiskt orienterad synvinkel. Det gör också att de inte behöver ställa om till att fokusera mer på bolag som är lönsamma idag. Dessutom har CVC-firmor en nära koppling till specifika industrier, vilket tros ha underlättat deras förmåga att förstå och investera i komplexa produkter trots avsaknad av lönsamhet.

Vidare indikerar resultaten att riskkapitalister i alla stadier av investeringsfasen tycks påverkas av de makroekonomiska förändringarna, men att VC-firmorna inriktade på de allra tidigaste (Seed-fasen) och allra senaste (Series B-C) faserna tycks blivit mest påverkade. Den tidiga påverkan kan delvis förklaras med svårigheten att finna tidiga startups som är eller är på väg att bli lönsamma, vilket riskkapitalbolag allt mer frekvent lyft som kritiskt. Detta är i linje med kapitalkostnadsteorin, där högre räntor och ökad osäkerhet har lett till att risker omvärderas och investeringsstrategier justeras för att matcha den högre upplevda risken. För senare stadier har den avtagande IPO-marknaden troligen haft en signifikant påverkan. Investerares måste nu överväga längre investeringshorisonter och alternativa exit-strategier. Dessa aktörer blir då mer försiktiga, vilket gör att volymen minskar.

Slutligen indikerar resultatet att vissa VC- och CVC-bolag anammar en diversifieringsstrategi till följd av det tuffare ekonomiska läget. En sådan strategi, som inkluderar investeringar i en kombination av olika typer av företag och geografiska områden, överensstämmer väl med portföljteorins rekommendationer. Samtidigt framgår det från resultatet också att en del firmor aktivt väljer att inte diversifiera lika mycket. Ofta har riskkapitalister ett uttalat sektorfokus och expertis inom specifika områden, vilken kan begränsa deras möjligheter att diversifiera. De kan istället sträva efter att skapa synergieffekter mellan portföljbolagen inom samma sektor, vilket skiljer sig från exempelvis traditionell aktieportföljdiversifiering.

5.1.2 Biaser i riskkapitalvärlden

Utifrån riskkapitalisternas svar framträder många potentiella effekter av kognitiva biaser. En framträdande bias är herding bias som återspeglas i den kollektiva mentalitetsförändringen bland investerare. Denna bias blir tydlig när riskkapitalister går från en optimistisk syn på snabb startup-tillväxt till att snabbt svänga mot en mer konservativ inställning som betonar lönsamhet. När vissa investerare började prioritera lönsamhet framför snabb tillväxt,

följde andra efter, vilket skapade en självförstärkande trend inom branschen. När väl någon eller några tycker sig ha identifierat sig ett mönster sprids informationen väldigt fort och det blir någon form av allmän sanning. Att flera entreprenörer tycker att denna trend gått överstyr och blivit överdriven kan tala för just flockbeteendet hos riskkapitalister. Denna kollektiva rörelse skulle också kunna förklara den snabbt minskade investeringsvolymen bland VC-firmor.

Även confirmation bias kan ha bidragit till en minskad investeringsvolym. Investerare kan till viss del ansetts söka och fokusera på information som bekräftar deras mer försiktiga inställning, vilket stärktes av det rådande ekonomiska klimatet. Här kan även overconfidence bias påverka, där firmorna tycks vara övertygade av sin egen förmåga att lyckas förutspå trender. De riskkapitalister som istället hållit fast vid sina etablerade strategier kan indikera en viss anchoring bias, där man väljer att klamra sig fast vid tidigare framgångsrika metoder.

5.2 Startups

I detta avsnitt granskas och analyseras hur startups har påverkats och anpassat sig till det förändrade ekonomiska klimatet. Resultatet från intervjuer kopplas samman med relevanta teorier om företagsekonomi, finansiella strategier och kognitiva biaser.

5.2.1 Ekonomisk osäkerhet och dess inverkan

Den ekonomiska osäkerheten och dess påverkan på startups kan förstås genom ett finansiellt perspektiv, där en stigande inflation och höjda räntor har lett till en ökad kapitalkostnad för investerare. Detta påverkar direkt startups, särskilt de i tidiga utvecklingsfaserna, som ofta är beroende av extern finansiering. Högre kapitalkostnader innebär att nuvärdet av framtida kassaflöden reduceras, vilket gör startups mindre attraktiva för investerare. Detta belyses inte minst av D3:s tidigare nämnda citat om kontrasterna mellan kapitalresning idag och för några år sedan.

En logisk följd av att startups värderas lägre bör vara att de söker sig mot lånefinansiering som ett substitut till riskkapital, vilket stöds av Pecking Order Theory. Emellertid visar studiens resultat att få startups är intresserade av denna finansieringsform. En viktig faktor bakom detta är troligen de höjda räntorna, vilket gör lån dyrare och därmed mindre attraktivt. Dessutom har traditionella lån generellt inte varit ett alternativ för startups utan försäljning, eftersom de saknar kassaflöde för räntebetalningar. Studien indikerar istället att startups kapitalstruktur i stort sett är oförändrad trots det förändrade makrolandskapet. Bland startups som redan har lån med rörlig ränta och en stabil relation till investerare väljer vissa

att söka riskkapital för att amortera lånen, vilket resulterar i en högre soliditet.

Analysen av startups beslutsprocesser i relation till kognitiva biaser visar på betydande effekter av dessa psykologiska snedvridningar. Ett exempel på detta är mönstret att startups beslutar att strategiskt reducera sina målsättningar för kapitalanskaffning, influerade av att andra aktörer inom ekosystemet agerar på detta sätt. Detta beteende tyder på herding bias, där beslut tas i linje med en kollektiv norm eller trend snarare än från en djupgående analys av den egna situationen. Detta gruppmentalitetsbeteende kan leda till suboptimala beslut, då startups ej fullständigt beaktar sina värdeskapande attribut och möjligheter. Confirmation bias är också relevant, särskilt om en entreprenör har en pessimistisk syn på finansieringsklimatet från början. Individer tenderar att söka, uppmärksamma och värdera information som stärker deras förutfattade meningar. För startups kan detta innebära att entreprenörer fokuserar på information eller råd som bekräftar deras egen syn på kapitalmarknadens utmaningar. Detta kan begränsa deras förmåga att objektivt bedöma andra möjligheter eller strategier.

Avseende studiens undersökning av effekterna på finansieringsmöjligheter för startups i olika faser av livscykeln, framkommer att det saknas tydliga kopplingar. De varierande åsikterna bland intervjuobjekten understryker svårigheten att entydigt identifiera vilken specifik fas som är mest påverkad. Observationerna indikerar istället att majoriteten av bolagen, oberoende av mognadsgrad, har upplevt reducerade finansieringsmöjligheter och ett minskat intresse från investerare. Det ska dock understrykas att det hade krävts en mer omfattande kvantitativ datainsamling för att kunna dra generaliserbara slutsatser inom området.

5.2.2 Startups anpassningar till rådande förutsättningar

Det kan urskiljas tydliga skillnader mellan hur mycket startups har modifierat sin affärsmodell utifrån livscykelstadium. Mer mogna startups tenderar att förändra sin affärsmodell för att anpassa sig till nuvarande makroekonomiska förutsättningar i större utsträckning än unga startups. Man skulle kunna förvänta sig att startups i senare skeden skulle ha en stabil affärsmodell de vill bygga vidare på, men verkligheten visar att många har varit tvungna att ändra sin affärsmodell för att bli mer lönsamma. En anledning kan vara att äldre startups grundades under helt annorlunda förutsättningar och anpassade sin ursprungliga affärsmodell därefter. När de makroekonomiska omständigheterna har förändrats, har ett behov av att justera sina strategier och affärsmodeller utvecklats för att förbli relevanta och lönsamma i en ny ekonomisk verklighet. Startups som istället grundats under förhållanden som liknar dagens, har därför mindre anledning att förändra sin affärsmodell. Det faktum att makroekonomin dock ändrades väldigt plötsligt gör det något överraskande att startups som grundade så sent

som 2021 inte har genomgått större förändringar i sina affärsmodeller.

Strategierna hos somliga startups kan i viss del kopplas till Lean-Startup-metodiken, då tendensen är att fastställandet av en affärsmodell anses vara en iterativ process. De observerade förändringarna, såsom C1:s anpassning av sitt produkterbjudande och C3:s nya tjänstekoncept, exemplifierar hur metodiken har använts. Denna metodik betonar vikten av agila processer och ständiga iterationer, vilket företagen har använt sig av för att effektivt svara på skiftande marknadsförhållanden och kundbehov. Dessa ändringar speglar även Lean Startup-principen om att snabbt testa och anpassa strategier baserat på feedback, vilket i detta fall delvis har kommit från investerare.

Vidare kan det urskiljas likheter mellan mogna startups och Strategic Change Theory. Tendensen som identifierats är att de anpassar sig till förändrade omständigheter genom strategiska förändringar av sina affärsmodeller, vilket överensstämmer med teorin. C8:s omvärdering av sina kapitalanskaffningsmål och värderingsförväntningar är ett exempel på detta. Beslutet att söka en lägre kapitalinjektion är en strategisk förändring som respons på marknadens feedback och det ekonomiska klimatet. Detta återspeglar en flexibel och responsiv approach som är central i Strategic Change Theory.

Slutligen är de förändringar som genomförts främst gjorda i syfte att stimulera kassaflödet på kort sikt. En ökad kapitalkostnad resulterar i att prognostiserade kassaflöden längre fram i tiden blir mindre värda, vilket har en direkt inverkan på ett bolags värdering vid användning av DCF-värdering. Genom att antingen reducera sina utbetalningar eller öka sina inbetalningar på kort sikt kan därmed värderingen stimuleras. Därför är det inte överraskande att startups utforskar möjligheter att reducera kostnader samt minska sina investeringar. I vissa fall verkar det också vara fördelaktigt i den rådande makroekonomin att prioritera kortsiktigt kassaflöde i syfte att attrahera investerare.

5.3 Samspelet mellan riskkapitalister och startups

En aspekt där startups och riskkapitalister har likartade synpunkter från det ekonomiska läget är att det har ställts högre krav på startups. Riskkapitalister har nu högre lönsamhetskrav, en syn som många startups delar, vilket har gjort det svårare för startups att få finansiering. Riskkapitalister ser detta som en naturlig utveckling och en återgång till ett mer normalt klimat. Startups anser istället att utvecklingen gått för långt och att det är för kortsiktig fokus.

Gällande riskhantering finns det en uppfattning om att riskkapitalister och startups befinner

sig i olika faser. Riskkapitalisterna har blivit mer selektiva och därmed minskat sina risker, vilket har lett till att de förväntar sig lägre avkastning från startups jämfört med tidigare. De är heller inte längre ute efter det så kallade ”unicorn”-konceptet. Detta beteende stämmer överens med CAPM-modellen. Startups, å andra sidan, strävar ofta efter att fortsätta utveckla riskfyllda affärsmodeller för att kunna realisera hög avkastning. Trots att vissa startups har anpassat sina affärsmodeller för att uppnå bättre lönsamhet, representerar detta ej den generella trenden. Resultatet är en missmatchning på marknaden, där många startups har affärsmodeller som bygger på hög risk, medan investerarna inte längre vill investera i dessa.

En gemensam uppfattning bland riskkapitalister och startups är att investeringsprocessen har blivit mer tidskrävande och detaljorienterad. Startups menar att de, utöver lönsamhet, behöver demonstrera en bekräftad affärsmodell, en befintlig kundbas samt marknadspotential. Riskkapitalisterna anser att de vill säkerställa ytterligare kriterier innan de erbjuder ett term-sheet. Dock skiljer sig den upplevda graden av den förändrade investeringsprocessen åt. Startups upplever att processen har blivit betydligt längre och besvärligare. En betydande faktor är startup-bolagens minskade maktposition. En annan viktig faktor är det minskade behovet av snabba beslut hos investerare i takt med den reducerade konkurrensen. Dessutom har volatila värderingar gjort processen svårare för startups, speciellt när deras värderingar minskar eller inte möter förväntningarna. Riskkapitalister menar, å andra sidan, främst att en mer grundlig process har uppstått och att processen med detta har blivit lite längre.

Ytterligare en gemensam uppfattning är att det skett fler bryggrundor. För riskkapitalisterna är detta en strategi för att förhindra värdeförlust samt utspädning av ägarandelar i deras portföljbolag. Startups använder dessa rundor främst för att säkra sin överlevnad. Därav kan bryggrundorna ses som ett svar på den ekonomiska osäkerheten, där båda aktörerna försöker skydda sina respektive värden. Ett intressant perspektiv på bryggrundor är hur de indikerar att en VC-firma ingår i en form av partnerskap med sina portföljbolag. Riskkapitalisterna är beredda att stödja entreprenörerna, drivna av egna intressen, vilket visar att startups som mottar riskkapital-investeringar ofta erhåller en form av skyddsnät under osäkra tider.

En annan utveckling är att startups uppmärksammat att de ibland inte går vidare i processen utan tydlig motivering. Detta kan delvis bero på att riskkapitalisterna nu lägger större vikt vid grundarnas erfarenhet. En möjlighet i det nuvarande makroklimatet är att fler erfarna entreprenörer kan inträda marknaden när deras optioner i nuvarande bolag är out of the money.

Startups som har klarat sig bäst i nuvarande klimat i denna studie är inom AI och Medtech.

Dessa sektorer identifieras som tillväxtbranscher av Atomico (2023), vilket kan vara en bidragande faktor till deras fortsatta framgång. Dessutom skiljer sig dessa åt i att de säkrat investeringar från riskkapitalister med en långsiktig horisont. Investeringarna består antingen av CVC eller evergreen-fonder, vilket minskar de omedelbara avkastningskraven. Både startups och CVC-företagen betonar fördelarna med investerare som har en lång investeringshorisont, med fokus på långsiktigt engagemang framför kortsiktiga vinster. Denna strategi kan vara avgörande för startups förmåga att navigera i dessa skiftande marknadsförhållanden.

Slutligen är det relevant att analysera hur startups värderingar har påverkats utifrån deras livscykel. I ljuset av den inaktiva IPO- och M&A-marknaden har startups i senare stadier av sin livscykel, som närmar sig en eventuell börsintroduktion eller försäljning, drabbas hårdast av värderingsminskningar. Rimligtvis bör investerare i dessa stadier inkludera detta perspektiv vid värdering av potentiella investeringar. Genom att värdera mogna startups med jämförelsevärdering fångas troligen detta perspektiv, vilket däremot inte alltid är fallet om DCF- eller substansvärdering används.

En intressant konsekvens blir därmed den potentiella ”snöbollseffekten”, där minskade värderingar hos mer mogna bolag leder till en omvärdering av startups i tidigare skeden då även tidiga investerare har kännedom om att värderingen minskat i ett senare skede. Utifrån detta resonemang bör de mest mogna startup-bolagen vara mest drabbade och tidiga startups minst påverkade (då effekten bör försvagas uppströms i livscykeln). Studien har dock inte visat någon tydlig korrelation mellan startups livscykelstadium och magnituden av påverkan på sina finansieringsmöjligheter. Det är däremot viktigt att påpeka att det finns ytterligare aspekter som påverkar ett startups värdering och att det därför inte är enkelt att härleda utvecklingen till en enskild faktor. Studiens insamlade data speglar påverkan på finansieringsmöjligheter och inte värdering.

5.4 Framtidsutsikter

Det kan konstateras att investeringarna i startups haft en nedåtgående trend det senaste året, men det finns också faktorer som antyder att den trenden är på väg mot sitt slut. Som nämnts tidigare har Riksbankens styrränta förblivit konstant 4% sedan i september 2023, vilket indikerar ett stabiliserat tillstånd. Detta kan därmed leda till optimism och minskad osäkerhet på marknaden i Sverige, vilket kan stimulera investeringarna i startups. Till följd av digitaliseringen och den snabba spridningen av information finns därför förutsättningar för en hastig återhämtning. Vidare kan kognitiva biaser som exempelvis herding bias förstärka den potentiellt positiva trenden och leda till att allt fler investerare ökar sin investeringsvilja

under kommande tid.

Ytterligare en faktor som stödjer hypotesen om ökade investeringsvolymerna framöver är riskkapitalisternas omfattande likviditetsreserver. Därmed finns förutsättningar för att göra fler investeringar i startups när makroekonomin återgår till ett stabilare tillstånd. Det är dock viktigt att beakta att detta är uppskattningar och inget som kan sägas med säkerhet. Baserat på studiens resultat och indikationer om en stabilare räntenivå är detta däremot en möjlighet som kan komma att bli verklighet. Förutsatt att styrräntan kommer förbli stabil kommer troligen värderingarna av startups vara snarlika, men den minskade osäkerheten kan stimulera en ökad investeringsvolym.

Vidare finns möjligheter till ännu mer kapital i omlopp hos VC-fonder i Sverige. En stor men sporadiskt utnyttjad källa av kapital är pensionsfonder, vilka hanterar enorma volymer kapital. Skulle dessa besluta om att investera i VC-fonder något högre grad än idag skulle det troligen göra stor skillnad. Till följd av större tillgång på kapital skulle investeringarna i startups troligtvis öka och bidra till en tillväxt på marknaden. Då det har visat sig att en investering i VC-fonder i genomsnitt ger en hög årlig avkastning finns en stor potential och det anses vara en möjlig utveckling från pensionsfondernas sida.

Slutligen tål det att upprepas att den ökade tillgången av kompetens, till följd av minskade värderingar och storskaliga varslingar från flertalet stora tech-aktörer, kan få stor betydelse för startups. Individer med erfarenhet från stora tech-företag kan erbjuda startups betydelsefull kompetens. Vidare erhåller de troligen kunskap om vad som krävs för en framgångsrik uppskalning av verksamheten, vilket anses vara en viktig framgångsfaktor för startups. Därmed finns möjlighet till ytterligare innovation och tillväxt.

Sammanfattningsvis finns indikatorer om en hastig återkomst till de tidigare höga investeringsvolymerna i startups. Även om det kvarstår viss osäkerhet i den svenska ekonomin finns det flera faktorer som pekar på en stabilisering och ett potentiellt slut på den nedåtgående trend som identifierats i studien.

6

Slutsats

För riskkapitalister har den ekonomiska osäkerheten lett till en ökad försiktighet, vilket manifesteras i strängare investeringskriterier och en tydligare inriktning på lönsamhet och finansiell hållbarhet. Detta har varit särskilt tydligt bland VC-firmor som har visat en större påverkan av det rådande ekonomiska klimatet jämfört med CVC-firmor. Denna skillnad kan förstås genom deras respektive investeringsmål, där CVC kan behålla en oförändrad investeringsstrategi under rådande klimat till följd av dess strategiska och långsiktiga fokus. VC-firmorna har generellt svarat på osäkerheten genom att minska sin investeringsvolym och fokusera på mer mogna bolag, medan CVC-firmorna har kunnat bibehålla en relativt stabil investeringsaktivitet i större utsträckning. Detta betonar vikten av strategiska samarbeten och långsiktighet i rådande makroekonomiska klimat.

Startups, å andra sidan, har upplevt högre kravbild från riskkapitalister och fått en minskad tillgång till riskkapital. Detta tvingar dem att fokusera mer på intern finansiering och kostnadseffektivitet samt att genomföra bryggrunder mer frekvent än tidigare. Därför har samarbetet mellan startups och investerare blivit viktigare för båda aktörer. För att anpassa sig har en del startups även valt att justera sin affärsmodell. Det har gjorts främst i syfte att stimulera kortsiktigt kassaflöde och lönsamhet, vilket blivit mer betydelsefullt. Utöver de utmaningar som startups möter i rådande makroklimat kan även möjligheter identifieras. Exempelvis ger ett större utbud av kompetens bättre förutsättningar för framgång och en ökad konkurrens bland startups om finansiering ger incitament till att utveckla något unikt.

Studien har även framhävt vikten av kognitiva biaser och deras inverkan på beslutsfattande bland både riskkapitalister och startups. Dessa biaser, liksom herding bias och confirmation bias, har haft en märkbar effekt på hur både riskkapitalister och startups har anpassat sina strategier och reagerat på den ekonomiska osäkerheten. Det har blivit uppenbart att dessa psykologiska tendenser påverkar beslutsprocesser och kan leda till kollektiva beteendemönster.

Sammanfattningsvis står Sveriges startup-ekosystem, präglad av en förändrad finansieringsdynamik och ekonomisk osäkerhet, inför en kritisk period. De nuvarande förhållanden har belyst vikten av flexibilitet och anpassningsförmåga hos både riskkapitalister och startups. Framgång i denna miljö kräver därför en balansgång mellan att snabbt kunna justera strategier och samtidigt bibehålla en långsiktig vision. Avslutningsvis finns

indikationer på en potentiell snabb återhämtning inom marknaden för startupfinansiering. En kombination av drivna entreprenörer, betydande kapitalreserver hos investerare och en förstärkt tillgång till kompetens, tyder på positiva framtidsutsikter för både startups och riskkapitalister.

6.1 Förslag till vidare forskning

För en ytterligare kartläggning av finansieringslandskapet för svenska startups hade en omfattande kvantitativ studie givit ytterligare insikter och ökat förutsättningarna för högre grad av generaliserbarhet. En sådan studie hade kunnat bygga vidare på de tendenser som identifierats i studien och givit en mer komplett bild av marknaden. En ytterligare intressant aspekt som nämnts i intervjuerna är att djupdyka i framtidsutsikterna för startups och riskkapitalister. En djupgående undersökning av den ökade tillgången på kompetens för startups samt möjligheterna till större kapitalinflöde i främst VC-fonder är en intressant aspekt att studera. Detta kan göras genom att exempelvis studera pensionsfonder och analysera förutsättningarna för en högre grad av investeringar i VC-fonder.

Vidare förslag är att genomföra en kvalitativ studie inriktad på de psykologiska aspekterna av startupfinansiering och kapitalresning. En mer djupgående undersökning av kognitiva bias hos båda aktörer hade troligen haft ett stort praktiskt värde. Studien hade kunnat verka som en guide för att undvika suboptimala beslut och maximera värdeskapande. Slutligen hade rapporten kunnat komplementeras av en global undersökning av startupfinansiering och möjligheterna för en mer omfattande internationalisering. Därmed finns förutsättningar för att genomföra en global kartläggning samt analys av vidare förbättringar inom startupvärlden.

Litteraturförteckning

Agrawal, A., Catalini, C., & Goldfarb, A. (2014). Some Simple Economics of Crowdfunding. *Innovation Policy and the Economy*, 14(1), 63-97.

Atomico. (2023). *State of European Tech 23*. https://prismic-io.s3.amazonaws.com/atomico-2023/b598f20b-3e6a-4556-bfbd-9b2d71a72183_Atomico-state+of+european+tech+report+2023+%281%29.pdf

Bain & Company. (2023). *GLOBAL PRIVATE EQUITY REPORT 2023*. https://www.bain.com/globalassets/noindex/2023/bain_report_global-private-equity-report-2023.pdf

Banerjee, A. V. (1992). A simple model of herd behavior. *The quarterly journal of economics*, 107(3), 797-817.

Barnard, B., & Herbst, D. (2017). Innovation and Entrepreneurship: The Necessary Conditions of Value Creation. *Expert Journal of Business and Management*, 5(2), 98-128. DOI: <https://doi.org/10.2139/ssrn.3011897>

Bellavitis, C. (2016). Do Interest Rates Affect Venture Capital Investments? *Academy of Management Proceedings*, 2016(1). DOI: <https://doi.org/10.5465/ambpp.2016.11572abstract>

Belleflamme, P., Lambert, T., & Schwienbacher, A. (2014). Crowdfunding: Tapping the right crowd. *Journal of Business Venturing*, 29(5), 585-609.

Bhide, A. (1992). Bootstrap Finance: The Art of Start-ups. *Harvard Business Review*.

Brealey, R. A., Myers, S. C., & Allen, F. (2020). *Principles of Corporate Finance*. McGraw-Hill Education.

Brown, S. J., & Goetzmann, W. N. (1995). Performance persistence. *The Journal of Finance*, 50(2), 679-698.

Bryman, A., & Bell, E. (2011). *Business Research Methods*. Oxford University Press.

- Carvell, S.A., Kim, JY., Ma, Q. et al. (2013). Economic and capital market antecedents of venture capital commitments (1960–2010). *International Entrepreneurship and Management Journal*, 9, 167–182. DOI: <https://doi.org/10.1007/s11365-011-0194-z>
- Chesbrough, H. (2012). Making Sense of Corporate Venture Capital. *Harvard Business Review*, 80(3).
- Damodaran, A. (2009). *The Small Cap Premium: Where is the beef?* Stern School of Business, New York University.
- Damodaran, A. (2012). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*. Wiley.
- Dunn, P., & Cheatham, L. (1993). Fundamentals of small business financial management for start up, survival, growth, and changing economic circumstances. *Managerial Finance*, 19(8), 1–13. DOI: <https://doi.org/10.1108/eb013737>
- Dushnitsky, G. (2012). Corporate Venture Capital: Past Evidence and Future Directions. In *Handbook of Research on Venture Capital*, 2. Edward Elgar Publishing.
- French, K. R., & Roll, R. (1986). Stock return variances: The arrival of information and the reaction of traders. *Journal of Financial Economics*, 17(1), 5-26.
- Gompers, P., Gornall, W., Kaplan, S. N., & Strebulaev, I.A. (2021). How Venture Capitalists Make Decisions. *Harvard Business Review*. <https://hbr.org/2021/03/how-venture-capitalists-make-decisions>
- Gompers, P., & Lerner, J. (2001). The Venture Capital Revolution. *Journal of Economic Perspectives*, 15(2), 145–168. DOI: <https://doi.org/10.1257/jep.15.2.145>
- Hall, B. H., & Lerner, J. (2010). The Financing of R&D and Innovation. In B. H. Hall & N. Rosenberg (Eds.), *Handbook of the Economics of Innovation*, 1, 609-639). North-Holland.
- Halt, G. B., Donch, J. C., Stiles, A. R., Fesnak, R., & Springerlink (Online Service) (2017). *Intellectual Property and Financing Strategies for Technology Startups*. Springer International Publishing.
- Hillier, D. (2021). *Corporate Finance (Fourth edition)*. McGraw-Hill Education.
- IMY. (2023). *Dataskydd*. Integritetsskyddsmyndigheten. <https://www.imy.se/verksamhet/dataskydd/>

- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behaviour, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Jonsson, M., & Reslow, A. (2015). Räkta och inflation i ljuset av Irving Fisher. *Riksbanken: Penning- och valutapolitik*, 2015:2.
- Kaplan, S. N., & Strömberg, P. (2003). Financial contracting theory meets the real world: An empirical analysis of venture capital contracts. *The Review of Economic Studies*, 70(2), 281-315.
- Klačmer Čalopa, M., Horvat, J., & Lalić, M. (2014). Analysis of financing sources for start-up companies. *Management: Journal of Contemporary Management Issues*, 19(2), 19-44.
- Koller, T., Goedhart, M., & Wessels, D. (2010). *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*. Wiley.
- Kotova, M. V. (2014). The theoretical and methodological basis of startups valuation. *Economica*, 1(11), 107-112. <https://economics.net.ua/files/archive/2014/No1/107-112.pdf>
- Kvale, S., & Brinkmann, S. (2014). *Den kvalitativa forskningsintervjun (3rd ed.)*. Studentlitteratur.
- Lerner, J., Leamon, A., & Hardyman, F. (2012). Private Equity, LBOs, and Leveraged Financing. In *Venture Capital, Private Equity, and the Financing of Entrepreneurship*. Wiley.
- Li, T (2023) A Comparison between Venture Capitalists and Angel Investors in the Startup Funding. *BCP Business & Management*, 44, 706-710.
- Mankins, M. (2023). Capital Is Expensive Again. Now What? *Harvard Business Review*. <https://hbr.org/2023/03/capital-is-expensive-again-now-what>
- Markowitz, H. (1952). Portfolio Selection. *The Journal of Finance*, 7(1), 77-91.
- Metrick, A., & Yasuda, A. (2010). *Venture Capital and the Finance of Innovation*. John Wiley & Sons.
- Mezzanotti, F., Babina, T., Bernstein, A. (2022). *Financial Disruptions and the Organization of Innovation: Evidence from the Great Depression*. https://www.kellogg.northwestern.edu/faculty/mezzanotti/documents/crisis_innovation.pdf

- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American Economic Review*, 48(3), 261-297.
- Morrisette, S. G. (2007). A Profile of Angel Investors. *The Journal of Private Equity*, 10(3), 52-66. <http://www.jstor.org/stable/43503520>
- Mollick, E. (2014). The dynamics of crowdfunding: An exploratory study. *Journal of Business Venturing*, 29(1), 1-16.
- Myers, S. C. (1977). Determinants of Corporate Borrowing. *Journal of Financial Economics*, 5(2), 147-175.
- 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(2), 187-221.
- Nickerson, R. S. (1998). Confirmation bias: A ubiquitous phenomenon in many guises. *Review of General Psychology*, 2(2), 175-220.
- Patel, R. & Davidson, B. (2011). *Forskningsmetodikens grunder: Att planera, genomföra och rapportera en undersökning*. Lund: Studentlitteratur.
- Pettigrew, A. M. (1987). Context and action in the transformation of the firm. *Journal of management*, 24, 649-670. DOI: <https://doi.org/10.1111/j.1467-6486.1987.tb00467.x>
- Pinkow, F., & Iversen, J. (2020). Strategic objectives of corporate venture capital as a tool for open innovation. *Journal of Open Innovation: Technology, Market, and Complexity*, 6(4), 157. <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S2199853122011325?via%3Dihub>
- Ressin, M. (2022). Startups as drivers of economic growth. *Research in Economics*, 76(4), 345-354. <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S1090944322000357>
- Ries, E. (2011). *The Lean Startup: How Today's Entrepreneurs Use Continuous Innovation to Create Radically Successful Businesses*. Crown Business.
- Riksbanken. (2023). *Styrränta, in- och utlåningsränta*. <https://www.riksbank.se/sv/statistik/sok-rantor--valutakurser/styrranta-in--och-utlaningsranta/>
- Robb, A. M., & Robinson, D. T. (2014). The Capital Structure Decisions of New Firms. *The Review of Financial Studies*, 27(1), 153-179.

- Romain, A., & van Pottelsberghe de la Potterie, B. (2004). *The economic impact of venture capital*. Working Paper, Université Libre de Bruxelles.
- Sahlman, W. A. (2022). The structure and governance of venture-capital organizations. In *Venture Capital* (pp. 3-51). Routledge.
- SCB. (2023). *Underliggande inflation enligt KPIF, 12-månadersförändring, procent*. Statistiska Centralbyrån.
<https://www.scb.se/hitta-statistik/statistik-efter-amne/priser-och-konsumtion/konsumentprisindex/konsumentprisindex-kpi/pong/tabell-och-diagram/konsumentprisindex-med-fast-ranta-kpif-och-kpif-xe/kpif-12-manadersforandring/>
- SCB. (u.å.). *Begreppsförklaringar inom nationalräkenskaperna*. Statistiska Centralbyrån. <https://www.scb.se/hitta-statistik/statistik-efter-amne/nationalrakenskaper/nationalrakenskaper/nationalrakenskaper-kvartals-och-arsberakningar/produktrelaterat/Fordjupad-information/begreppsforklaringar-inom-nationalrakenskaperna/>
- Schwartz, E. S., & Trigeorgis, L. (Eds.). (2004). *Real options and investment under uncertainty: classical readings and recent contributions*. MIT Press.
- Sharpe, W. F. (1964). Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium Under Conditions of Risk. *The Journal of Finance*, 19(3), 425-442.
- Shyam-Sunder, L., & Myers, S. C. (1999). Testing static tradeoff against pecking order models of capital structure. *Journal of Financial Economics*, 51(2), 219-244.
- Smith, J. K., & Smith, R. L. (2021). *Entrepreneurial Finance: Strategy, Valuation, and Deal Structure*. Stanford University Press.
- Statista. (2023). *Value of venture capital investment in the United States from 2006 to 2022*. <https://www.statista.com/statistics/277501/venture-capital-amount-invested-in-the-united-states-since-1995/>
- Startups. (2023). *Series A, B, C, D, and E Funding: How It Works*. Hämtad 2023-12-12 från <https://www.startups.com/library/expert-advice/series-funding-a-b-c-d-e>
- Strebulaev, I. A., & Wang, A. (2021). *Organizational structure and decision-making in corporate venture capital*. Available at SSRN 3963514.

Svenskt näringsliv. (2023). *Konjunkturuppdatering september 2023*.

https://www.svensktnaringsliv.se/bilder_och_dokument/rapporter/tulacl_konjunkturuppdatering_sept_2023_webbpdf_1202914.html/Konjunkturuppdatering_sept_2023_webb.pdf

Tversky, A., & Kahneman, D. (1974). Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases. *Science*, 185(4157), 1124-1131. <https://www.science.org/doi/10.1126/science.185.4157.1124>

A

Bilaga

Intervjufrågor VC/CVC

1. *Formalia*

1.1. Är det OK att vi använder ditt namn och namnet på företaget du arbetar på?

2. *Bakgrundsinformation*

2.1. Berätta gärna lite kort om din bakgrund samt vad du arbetar med.

2.2. Kan du berätta lite mer om er fond samt vilken typ av företag ni investerar i.

- Vilka steg i livscykel befinner sig företagen ni investerar i?

- Inom vilka branscher investerar ni?

- Investeringsvolym?

- Investeringshorisont?

- Hur stor andel av era investeringar görs i svenska företag?

3. *Investerings- och beslutsprocesser*

3.1. Hur ser processen ut när ni reser kapital till en ny fond? När reste ni kapital senast?

3.2a. Kan du beskriva den typiska process som ni använder när ni tar investeringsbeslut?

3.2b. Hur påverkar det nuvarande ekonomiska läget er beslutsprocess?

3.3a. På vilket sätt har ni anpassat er investeringsstrategi (kriterier, volym etc) med hänsyn till den rådande ekonomiska situationen och ränteutvecklingen?

3.3b. Ser ni några andra utmaningar och möjligheter med det ekonomiska läget?

4. *Risk*

4.1. Har er riskprofil ändrats i ljuset av ekonomisk osäkerhet?

4.2. Vilka strategier har ni för att minska riskerna i era investeringar?

5. *Roll*

5.1. Utöver finansiering, vilken typ av stöd och rådgivning erbjuder ni era portföljbolag?

5.2. Hur engagerar ni er i portföljbolagens verksamhet efter att en investering genomförts?

6. *Avslutande frågor*

6.1. Är det någon aspekt du tycker vi missar?

6.2. Har du några förslag på ytterligare personer/företag vi bör intervjua?

Intervjufrågor startups

1. *Formalia*

- 1.1. Är det OK att vi använder ditt namn och namnet på företaget du arbetar på?
- 1.2. Är det OK att vi spelar in intervjun?

2. *Bakgrundsinformation*

- 2.1. Berätta lite kort om din bakgrund och hur det kom sig att du valde att grunda företaget.
- 2.2. Kan du berätta lite mer om hur företaget har utvecklats sedan dess (bransch, tid/storlek kapitalrundor, stadium i livscykel)?

3. *Övergripande strategi*

- 3.1. Hur tänker ni gällande avvägningen mellan equity och debt i kapitalstrukturen?
 - Har det ändrats något?
 - Hur balanserade ni behovet av kapital mot att behålla kontrollen över företaget?
- 3.2. På vilket sätt anpassar ni era långsiktiga strategiska mål och/eller er affärsmodell för att spegla den rådande ekonomiska situationen?

4. *Strategi för finansiering*

- 4.1. Hur såg [företags] finansieringsstrategi ut i de tidigare faserna av företagets utveckling? Vilka var de största problemen?
- 4.2. Hur resonerar ni kring finansiering idag?
- 4.3. Vad tror du att ni hade ni gjort annorlunda om ni grundade företaget under de senaste åren istället för [år grundat] (när räntan var nära noll)?
- 4.4. Har ni anpassat er affärsmodell och tillväxtstrategi för att attrahera riskkapital och andra investeringar? Om ja, på vilket sätt?
- 4.5. Hur har makroekonomiska faktorer som ränteförändringar och ekonomisk osäkerhet påverkat era finansieringsbeslut? Förbereder ni er på något annorlunda sätt?

5. *Riskkapital*

- 5.1. Har ni märkt några svårigheter i att pitcha för VC/PE-företag nu under ekonomiska osäkerheten? Har det ändrats jämfört med tidigare?
- 5.2. Hur har ni anpassat er pitch till investerare baserat på ekonomiska indikatorer som räntor och marknadstillväxt?
- 5.3. Vilken typ av stöd utöver finansiering anser ni vara mest värdefullt från era investerare?

6. *Alternativa finansieringsmetoder*

- 6.1a. Har ni övervägt någon alternativ metod (t ex crowdfunding) för finansiering?

6.1b. Om ja, hur har dessa finansieringsval påverkat er affärsmodell och era tillväxtplaner?

7. *Avslutande frågor*

7.1. Är det någon aspekt kring makroekonomiska påverkan på er finansieringsstrategi du tycker vi missar?

7.2. Har du några förslag på ytterligare personer/företag vi bör intervjua?