

En integrerad europeisk kapitalmarknad: Finansieringen av framtidens företag

Niklas Helenefors | Kandidatuppsats | Nationalekonomiska Institutionen, Lunds Universitet

Handledare: Håkan Jerker Holm | Maj 2025



Innehållsförteckning

Innehållsförteckning.....	1
1. Inledning.....	2
1.1 Bakgrund.....	2
1.2 Problemformulering och forskningsfrågor.....	4
1.3 Syfte.....	5
1.4 Avgränsning.....	6
2. Teori och tidigare forskning.....	7
2.1 Kapitalmarknadens roll för startups.....	7
2.2 Finansiell integration och konkurrenskraft.....	8
2.3 Institutionell teori och reglering.....	9
2.4 Tidigare forskning.....	10
3. Metod.....	13
3.1 Forskningsdesign.....	13
3.2 Datainsamling.....	13
3.3 Analysmetod.....	14
3.4 Begränsningar.....	14
3.5 Metodologi.....	15
4. Empiri och analys.....	16
4.1 Startup-finansiering i Sverige.....	16
4.2 Startupfinansiering i EU:s medlemsstater.....	20
4.3 USA:s kapitalmarknad – en modell för EU?.....	26
4.4 Lärdomar för EU:s kapitalmarknadsunion.....	31
5. Diskussion.....	35
5.1 Sammanvägning av resultat.....	35
5.2 EU:s väg framåt.....	37
5.3 Startups som tillväxtmotor.....	39
5.4 Forskningsdiskussion och implikationer.....	41
6. Slutsats.....	44
Referenslista.....	46
AI-redogörelse.....	50

1. Inledning

1.1 Bakgrund

Kapitalmarknader spelar en avgörande roll för en dynamisk och innovativ ekonomi. Genom möjligheten att förmedla kapital möjliggör de produktiva investeringar, teknologisk utveckling och företagstillväxt. De fungerar som centrala nav i ekonomin genom att länka sparare och investerare till verksamheter med hög tillväxtpotential (Levine, 2005). En del av kapitalmarknadens betydelse för ekonomin är möjligheten för startups att resa kapital och söka finansiering. Nystartade företag, ofta högteknologiska med potential att driva ekonomisk omställning och sysselsättning, är även framtidens storföretag. Dessa är ofta högriskprojekt i tidigt skede utan tillgång till säkerheter vilket gör dem starkt beroende av externa investerare som affärsänglar, riskkapitalfonder och även börsnoteringar i senare skeden. Att tidigt få in kapital till företaget kan vara avgörande för dess fortlevnad (European Commission, 2024; IMF, 2024). Cassar (2004) understryker att bristen på säkerheter och osäkerhet kring framtida kassaflöden gör extern finansiering till en nödvändighet för många entreprenörer i uppstartsfasen. I avsaknad av enhetliga regler för investerarskydd, beskattning och börsnoteringar blir startupklimatet beroende av lokala institutionella förutsättningar, vilket hämmar tillväxtpotentialen för europeiska teknikföretag på den globala marknaden.

I en globaliserad ekonomi där kapital är rörligt och konkurrens om investeringar ökar är välfungerande kapitalmarknader en strategisk tillgång. För startups är snabb och effektiv tillgång till finansiering inte enbart avgörande för överlevnad, utan även för möjligheten till att skala upp verksamheten, attrahera kompetens och etablera sig som internationell aktör. Kapitalmarknadens struktur och integration spelar här en direkt roll i hur mycket kapital som finns tillgängligt och hur snabbt och effektivt det kan förmedlas till produktiva verksamheter. Miglo (2020) argumenterar för att finansiella system som möjliggör olika typer av innovativa finansieringslösningar, som till exempel revenue-based financing eller crowdfunding, är avgörande för modern entreprenörskap. Något som förutsätter flexibla institutionella ramar.

Inom EU pågår en diskussion om konkurrenskraft och hur denna ska stärkas. En del av detta är en ambition om ytterligare ekonomisk integration och mer integrerade kapitalmarknader. EU:s kapitalmarknader idag är präglade av en hög grad av fragmentering. Det är skillnader i nationella regelverk, beskattning, rättssystem och tillsynsmyndigheter vilket försvårar gränsöverskridande investeringar. Företag i exempelvis Frankrike, Sverige och Estland möter inte bara olika kostnader och regler för att resa kapital utan måste även navigera inom olika finansiella infrastrukturer (ECB; 2024). Detta kan skapa ineffektivitet, öka transaktionskostnader och begränsar möjligheten till storskaliga investeringar. Resultatet blir att företag ofta är beroende av sitt hemlands investeringsmöjligheter och ofta söker sig till USA som har en större och mer integrerad kapitalmarknad. Zaghini (2021) beskriver denna uppdelning som en ”arkipelag av finansiella system”, där varje land i praktiken fungerar som en isolerad ö, vilket leder till att kapitalflöden och riskdelning begränsas. Dessutom har geopolitisk osäkerhet, ökad konkurrens om kapital från tillväxtländer samt en global skiftning mot teknikdrivna sektorer ökat pressen på Europa att modernisera sina finansieringsmodeller. I detta sammanhang blir en effektiv kapitalallokering en strategisk nödvändighet, inte enbart ett marknadsproblem.

USA:s kapitalmarknad utgör en tydlig kontrast till EU:s med en federalt reglerad och djupt integrerad kapitalmarknad. Detta har skapat en miljö där startups i flera olika delar av landet kan gå från idé till kapitalresning till börsnotering i ett och samma ekosystem. Riskkapitalmarknaden är både större och mer lättillgänglig med likviditet i marknaden som ger incitament till att investera i unga bolag. Enligt NVCA (2024) gick över 60% av globalt riskkapital till amerikanska företag. Motsvarande andel i EU var 15% trots att EU har en liknande befolkning och BNP. Flera europeiska företag, exempelvis Spotify och Klarna, har valt att söka finansiering utanför EU:s inre marknad vilket ger signaler om strukturella svagheter inom unionens kapitalförsörjning. Chemmanur et al. (2020) pekar på hur tillgång till extern finansiering i tidiga skeden är nära kopplat till institutionell transparens och kvalitet. Något som i högre grad finns i det amerikanska ramverket.

Sverige utgör ett intressant exempel inom EU. Landet har under flera decennier utvecklat en av Europas mest djupa och välfungerande kapitalmarknader med starka institutioner och livligt börsklimat och ett välutvecklat system av riskkapitalfonder (Riksbanken 2024; Finansdepartementet, 2025). Det svenska exemplet visar möjligheten att inom EU:s

institutionella ram skapa förutsättningar för snabbväxande företag och tillgång till kapital. Flera nya företag har kunnat växa och snabbt etablera sig delvis tack vare nationellt kapital. Det svenska exemplet illustrerar även hur nationell policy och reglering kan kompensera för bristande europeisk harmonisering, men endast upp till en viss gräns. Det svenska fallet visar dock också gränserna för vad en enskild medlemsstat kan åstadkomma. Utan en gemensam europeisk infrastruktur för kapitalflöden blir tillgången till större kapitalvolym, särskilt i expansionsfasen, fortsatt begränsad.

Mot denna bakgrund har Europeiska kommissionen lanserat initiativet om en kapitalmarknadsunion (CMU). Målet är att minska regelmässiga och institutionella hinder, harmonisera lagstiftning och stärka tillsynen på EU-nivå. Ambitionen är att kapital ska kunna flöda lika fritt mellan medlemsstaterna som det idag gör inom USA:s delstater. Hittills har framstegen varit långsamma och mött stort motstånd, inte minst på grund av medlemsstaternas olika rättsliga traditioner och ekonomiska förutsättningar (Draghi, 2024).

Frågan om hur EU:s kapitalmarknader kan göras mer integrerade har därmed blivit central, inte bara för den inre marknadens utveckling, utan också för unionens långsiktiga globala konkurrenskraft. I takt med att ny teknik, digitalisering och hållbarhetsmål ställer krav på omfattande investeringar, blir tillgång till privat kapital en förutsättning för Europas framtida industriella styrka. Utan en fungerande kapitalmarknad riskerar EU att hamna på efterkälken och framtidens företag att växa någon annanstans. Som European Investment Bank (2023) påpekar kräver den gröna och digitala omställningen en massiv mobilisering av privat kapital. Något som bara är möjligt med en djupt integrerad kapitalmarknad. Trots politisk enighet om behovet av fördjupad integration kvarstår skillnaderna. Enligt OECD (2024) har flera av EU:s medlemsländer hittills endast implementerat en bråkdel av de strukturella reformer som krävs för att realisera CMU:s potential. Det råder därför en växande klyfta mellan vision och verklighet i det europeiska finanslandskapet.

1.2 Problemformulering och forskningsfrågor

Trots EU:s uttalade ambitioner att skapa en kapitalmarknadsunion (CMU) är de europeiska kapitalmarknaderna idag fortsatt splittrade och präglade av nationella skillnader i reglering,

skatter och infrastruktur. För startups, med stort behov av externt kapital, innebär detta ett komplext och fragmenterat finansiellt landskap att navigera. Det medför ökade kostnader, osäkerhet och begränsade möjligheter att resa kapital över nationsgränser inom unionen. Konsekvensen blir att många europeiska startups söker sig till större och mer integrerade kapitalmarknader, främst USA, där tillgången till kapital och snabb expansion är bättre utvecklade. Samtidigt finns framgångsrika exempel inom EU, inte minst Sverige, där ett relativt välutvecklat kapitalmarknadssystem har bidragit till flera internationellt framgångsrika företag. Något anmärkningsvärt är däremot de flesta av världens största företag idag, mätt i börsvärde, är amerikanska och ofta relativt unga. De europeiska motsvarigheterna tenderar att vara äldre och färre till antalet. Möjligtvis en konsekvens av att det är svårare med snabb tillväxt i Europa.

Uppsatsen tar sin utgångspunkt i frågan om hur EU:s nuvarande kapitalmarknadsstruktur påverkar startups möjligheter att få tillgång till finansiering. Dessutom hur en mer integrerad marknad kan förbättra dessa möjligheter. Uppsatsen syftar också till att identifiera hinder för en fungerande kapitalmarknadsunion samt belysa lärdomar från Sverige och USA.

Mot denna bakgrund formuleras följande forskningsfrågor:

1. Hur påverkar EU:s nuvarande kapitalmarknadsstruktur startups möjligheter att resa kapital, särskilt i det tidiga utvecklingsstadiet?
2. Vilka institutionella, regulatoriska och strukturella hinder försvårar skapandet av en mer integrerad och funktionell kapitalmarknad inom EU?
3. Vilka lärdomar kan dras från Sverige och USA för att förbättra startups finansieringsmöjligheter inom EU?

1.3 Syfte

Syftet med denna uppsats är att undersöka hur en mer integrerad och harmoniserad kapitalmarknad inom Europeiska unionen kan förbättra startups möjligheter att få tillgång till finansiering, särskilt i det tidiga och mest riskfyllda skedet av deras utveckling.

Genom en komparativ analys av kapitalmarknadsstrukturerna i EU, Sverige och USA syftar uppsatsen till att identifiera vilka institutionella, regulatoriska och finansiella mekanismer som är avgörande för att skapa ett stödjande ekosystem för startupfinansiering. Målet är att belysa vilka konkreta lärdomar EU kan dra av framgångsfaktorer i dessa två exempel. Ett internt och ett externt, för att främja innovation, entreprenörskap och konkurrenskraft på den globala arenan.

1.4 Avgränsning

Uppsatsen avgränsar sig till frågor som rör kapitalanskaffning för startups inom Europeiska unionen, det vill säga unga, teknikintensiva och tillväxtorienterade företag med behov av externt riskkapital. Fokus ligger på tillgång till finansiering i startups tidiga faser, särskilt sådd- och expansionsfas, där kapitalbehovet är stort men tillgången på riskvilligt kapital ofta är begränsad.

Analysen bygger på en jämförande fallstudie mellan EU som helhet, Sverige som ett internt exempel med relativt välutvecklade kapitalmarknader, och USA som en global förebild med starka venture capital-nätverk och börsmarknader. Uppsatsen syftar inte till att täcka alla medlemsländers unika villkor, utan att identifiera generella hinder och möjligheter genom representativa jämförelser.

Branschspecifika skillnader beaktas endast översiktligt, fokus ligger på de institutionella, regulatoriska och finansiella faktorer som påverkar tillgången till kapital för startups i bred bemärkelse.

2. Teori och tidigare forskning

2.1 Kapitalmarknadens roll för startups

Kapitalmarknader utgör en viktig del för att kanalisera resurser från investerare till företag med tillväxtpotential, särskilt startups som ofta saknar säkerheter och historiska kassaflöden. I teorin om effektiv kapitalallokering ses detta som en funktionell del av ett välutvecklat finansiellt system (Levine, 2005), men i praktiken präglas startup-finansiering av betydande utmaningar kopplade till risk, osäkerhet och informationsasymmetrier. För att förstå startups finansieringsbeslut kan flera etablerade teorier inom corporate finance tillämpas. Pecking order-teorin (Myers & Majluf, 1984) förutsätter att företag i första hand föredrar intern finansiering, följt av skuld, och sist nyemission. En prioriteringsordning som baseras på graden av informationsasymmetri och kostnaden för kontrollförlust. Denna teori är särskilt relevant för unga tillväxtbolag där tillgång till intern finansiering är begränsad, vilket tvingar fram tidig extern finansiering trots risken för utspädning.

Agentteorin (Jensen & Meckling, 1976) förklarar hur målkonflikter uppstår mellan entreprenörer (principaler) och externa investerare (agenter) när information och incitament är asymmetriskt fördelade. För riskkapitalmarknaden innebär detta att investerare kräver inflytande och kontrollmekanismer, vilket kan påverka entreprenörens beslutsfrihet och strategiska inriktning. Detta blir särskilt komplext i fragmenterade kapitalmarknader där institutionella förutsättningar varierar, vilket kan förstärka så kallad "principal-agent-problematik".

Vidare bidrar signaleringsteorin (Spence, 1973) till att förstå hur startups försöker kommunicera kvalitet till investerare. I avsaknad av verifierbar historik används ofta indikatorer som tidigare investeringar, medarbetarnas erfarenhet eller patentskydd som visar bolagets potential. För kapitalmarknader innebär detta att informationsinfrastruktur, transparens och standardisering spelar en avgörande roll för att minska osäkerheten i investeringsbeslut.

Dessa teorier belyser varför startups möter särskilda hinder i finansieringen, inte bara på grund av sin fas i livscykeln, utan på grund av det institutionella sammanhang de verkar i. En välfungerande kapitalmarknad kan därför inte enbart erbjuda kapital, utan måste även hantera strukturella hinder kopplade till information, incitament och kontroll. Detta är centralt i analysen av hur Europas kapitalmarknader bör utformas för att stödja entreprenöriellt värdeskapande.

2.2 Finansiell integration och konkurrenskraft

Finansiell integration innebär att kapital och investeringar fritt kan röra sig över gränser inom ett område utan att hämmas av nationella regler, skatter eller institutionella olikheter. I EU är detta en central ambition, inte minst inom ramen för kapitalmarknadsunionen (CMU), som syftar till att minska fragmenteringen på Europas finansmarknader (European Commission, 2023). Trots dessa ansträngningar kvarstår betydande hinder, inklusive regulatoriska skillnader, brist på harmonisering i skattesystem och begränsad tillgång till gemensamma investeringsplattformar, som försvårar gränsöverskridande investeringar i startups (Zaghini, 2021).

I teorin skapar finansiell integration mer effektiva kapitalmarknader genom ökad riskspridning, lägre transaktionskostnader och minskad informationsasymmetri (Baele et al., 2004). Detta är särskilt relevant för entreprenöriella företag med hög riskprofil och osäkerhet. Enligt agentteorin (Jensen & Meckling, 1976) är asymmetrisk information ett centralt problem i relationen mellan entreprenör och investerare. En integrerad marknad kan mildra detta genom att öka transparensen och konkurrensen om kapital, vilket sänker kapitalkostnaden och förbättrar tillgången till lämpliga finansieringsformer.

Samtidigt visar forskning att entreprenörens val av finansiering styrs av faktorer som kontrollbehov och signalvärde vilket aktualiserar signaleringsteorin (Spence, 1973). I en europeisk kontext, där strukturella skillnader mellan länder finns, blir möjligheten att signalera kvalitet till internationella investerare avgörande. Enligt Cassar (2004) är entreprenörens erfarenhet och bolagets tillväxtambitioner centrala för valet mellan eget kapital, riskkapital eller hybridinstrument.

Dessutom utmanar entreprenöriella företag den klassiska finansiella teorins antaganden. Som Miglo (2020) visar är modeller som pecking order- och trade-off-teorin ofta otillräckliga för att förklara finansieringsbeteendet hos nystartade företag. I stället framträder behovet av flexibla finansieringslösningar som konvertibla lån eller crowdfunding, vilka kräver anpassade regelverk och utvecklade sekundärmarknader.

Kontrasten mellan EU och USA illustrerar tydligt vad bristande integration innebär för konkurrenskraft. Den amerikanska marknaden, med sin höga grad av finansiell integration och djupa riskkapitalstruktur, har möjliggjort framväxten av globala teknikjättar som Amazon, Google och Tesla (NVCA, 2024). I motsats lider Europa av småskaliga och fragmenterade marknader, där bristen på sådd- och expensionskapital förhindrar uppskalning. Enligt Veugelers et al. (2019) bidrar detta till att europeiska teknikföretag är färre, mindre och äldre jämfört med sina amerikanska motsvarigheter.

2.3 Institutionell teori och reglering

Fungerande kapitalmarknader kräver stabila och förutsägbara institutioner. Institutionell teori, som utvecklats av bland andra North (1990), betonar att både formella regler, som lagstiftning och tillsyn, samt informella normer, som kultur och affärspraxis, strukturerar ekonomiska aktörers beteende. I EU innebär detta att skillnader i exempelvis skattesystem, redovisningsstandarder och konkurslagar skapar hinder för gränsöverskridande kapitalflöden. Sådana institutionella variationer ger upphov till det som North kallar för “institutionella inlåsningar”, situationer där ineffektiva system bevaras över tid trots negativa effekter för marknadsutveckling.

För startups innebär dessa skillnader praktiska problem: ökade transaktionskostnader, rättsosäkerhet och begränsad möjlighet till internationell uppskalning. Draghi-rapporten (2024) lyfter att kapitalmarknadsunionens framgång är direkt beroende av ökad institutionell konvergens inom EU. Samtidigt är institutionella reformer ofta tröga, på grund av historiska och politiska skillnader mellan medlemsländer. Institutionell teori ger också verktyg för att förstå hur reglering kan fungera både som möjliggörare och hinder. Regler krävs för transparens och

förtroende, men överreglering eller brist på harmonisering riskerar att hämma innovation. Zaghini (2021) beskriver EU:s riskkapitalmarknad som ett “arkipelag”, en uppdelad struktur snarare än en integrerad helhet. Detta skadar särskilt startups i mindre medlemsländer, där det saknas ett brett inhemskt investerarnätverk.

Informella institutioner, som entreprenöriell kultur och risktolerans, påverkar också kapitaltillgång. Hofstede (2001) visar att europeiska entreprenörer ofta är mer försiktiga än amerikanska, särskilt när det gäller att släppa ägarkontroll i utbyte mot riskkapital, vilket påverkar kapitalanskaffningens struktur. Kaplan & Lerner (2016) understryker att sådana normer gör det svårare för amerikanska modeller, som venture capital med minoritetsägande, att fungera i Europa. Institutionell flexibilitet är därför avgörande. Miglo (2020) argumenterar för att moderna startup-ekosystem kräver ramverk som tillåter alternativa finansieringsformer. Exempelvis revenue-based financing eller crowdfunding. Dessa kräver anpassade regelverk och fungerar dåligt i juridiskt stela miljöer.

En harmoniserad tillsynsstruktur skulle kunna minska osäkerheten för investerare. Trots insatser som stärkta roller för European Securities and Markets Authority (ESMA) kvarstår idag stora skillnader i hur regelverk tillämpas nationellt. Detta urholkar transparensen och skapar en osäkerhet som hämmar tillgången till kapital. Chemmanur et al. (2020) visar att just institutionell transparens är särskilt viktig för startups i tidiga skeden, då kassaflöden ännu inte finns.

2.4 Tidigare forskning

Forskningen kring kapitalmarknadernas struktur, integration och betydelse för ekonomisk utveckling är omfattande och har intensifierats i takt med globaliseringen och EU:s ekonomiska integration. Framför allt har ett antal centrala teman utvecklats i litteraturen, betydelsen av finansiell integration för tillväxt (Levine, 2005), kapitalmarknadens roll i innovationsdriven ekonomi (IMF, 2023), och institutionella och kulturella skillnader i kapitalallokering (Gantenbein et al., 2019).

Enligt Levine (2005) förbättrar välfungerande och integrerade kapitalmarknader effektiviteten i kapitalallokering, vilket i sin tur gynnar innovation och långsiktig tillväxt. Denna teori har utgjort en teoretisk grund för flera policyinitiativ, inte minst EU:s kapitalmarknadsunion (CMU), som lanserades 2015 för att minska beroendet av bankfinansiering och öka gränsöverskridande investeringar (European Commission, 2024). Samtidigt har flera forskare lyft fram att institutionella barriärer, rättslig fragmentering och nationella tillsynsmodeller utgör betydande hinder för integrationen (Revista de Studii, 2024; EIB, 2023; Draghi, 2024).

Särskilt ECB och IMF har i rapporter under det senaste decenniet påtalat att det inom EU finns ett underutnyttjat kapitalöverskott, inte minst bland hushåll, som i hög grad hålls i kontanter eller lågavkastande tillgångar snarare än investeras i tillväxtskapande verksamhet (ECB, 2024; IMF, 2023). Trots denna insikt är det få studier som fokuserar på just hushållens sparbeteende som flaskhals i kapitalmarknadsintegration. Här finns alltså en viktig forskningslucka, sambandet mellan kulturellt betingat sparande, institutionella strukturer och kapitalmarknadens funktion i EU.

Jämförelser mellan USA och EU är också vanliga i litteraturen (Draghi, 2024; StockAnalysis, 2025), men ofta på en aggregerad nivå, med fokus på total tillgång till kapital eller marknadsvolymer snarare än hur kapital tillgängliggörs, mobiliseras och kanaliseras genom olika typer av aktörer och incitamentssystem.

Några enskilda studier har pekat på Sveriges roll som en potentiell modell inom EU tack vare dess utvecklade retail-investeringsstruktur, incitamentssystem och förhållandevis höga hushållsengagemang i kapitalmarknaden (Ekonomifakta, 2024; FT, 2024). Dock finns det begränsad analys som systematiskt jämför Sverige, EU och USA med utgångspunkt i institutionella incitament och kapitalmobilisering på hushållsnivå.

Denna uppsats syftar till att bidra till den pågående diskussionen genom att:

1. Analysera hur institutionella strukturer, kultur och sparbeteende påverkar kapitalallokering i EU jämfört med USA och Sverige.
2. Lyfta hushållens roll i kapitalmarknadens funktion som en underskattad men avgörande faktor för ekonomisk dynamik.

3. Identifiera policyimplikationer genom ett jämförande ramverk som fokuserar på strukturella hinder, möjliggörare och incitament för att främja kapitalanskaffning inom EU:s medlemsländer.

Genom att kombinera policyanalys med teorier om finansiell integration, institutionell ekonomi och entreprenöriell finansiering bidrar uppsatsen med ett tvärvetenskapligt perspektiv på ett område där den tidigare forskningen antingen varit för teknisk, som inom juridik och finans, eller för generaliserad inom makroekonomi och politik.

3. Metod

3.1 Forskningsdesign

Uppsatsen bygger framförallt på en komparativ fallstudier med huvudfokus på tre geografiska enheter: Europeiska unionen, Sverige och USA. Valet av fall baseras på deras olika grad av kapitalmarknadsintegration samt olika modeller för finansiering av startups. Syftet är att identifiera strukturella skillnader och dra lärdomar som kan bidra till EU:s policyutveckling. Sverige är ett internt funktionellt exempel och USA är ett globalt funktionellt exempel.

Studien är huvudsakligen deskriptiv och explorativ. Deskriptiv i betydelsen att den kartlägger existerande kapitalmarknadsstrukturer och finansieringsvillkor för startups i de olika regionerna. Explorativ i betydelsen att den undersöker möjliga vägar för utveckling och förändring inom EU:s kapitalmarknader.

Ansatsen är abduktiv vilket innebär en växelverkan mellan teori och empiri (Bryman, 2016). Det teoretiska ramverket med på kapitalallokering, finansiell integration och institutionell teori används för att strukturera analysen. Insikter från empiriska exempel används hur teorin tolkas och tillämpas.

Till skillnad från en ren kvantitativ studie syftar uppsatsen till att förstå mönster och institutionella logiker snarare än att testa hypoteser. Det innebär att förklaringsvärdet ligger i förståelse snarare än generaliserbarhet (Blatter & Haverland, 2012). Denna design passar för komplexa, mångfacetterade samhällsfrågor där orsakssamband är svåra att isolera.

3.2 Datainsamling

Studien bygger på sekundäranalyser av existerande data, akademiska publikationer och rapporter från internationella organisationer, myndigheter, tankesmedjor och forskningsinstitut. Typer av

data som analyseras är delvis kvantitativ, exempelvis statistik över investeringar, börsnoteringar och kapitalflöden. Dessutom kvalitativ data, exempelvis policyrapporter, lagstiftning och analyser av kapitalmarknadsstrukturer (Denscombe, 2017).

Data kommer även från akademiska publikationer och vetenskapliga artiklar, exempelvis Scopus, Google Scholar, JSTOR och SSRN. Ett urval har gjorts utifrån relevans för uppsatsens syfte och tillgång till uppdaterade uppgifter från de senare åren.

3.3 Analysmetod

Analysen sker genom tematisk komparation, där likheter och skillnader mellan fallen identifieras i relation till det teoretiska ramverket. Resultaten presenteras i form av tematiska jämförelser mellan regionerna, där varje tema analyseras med avseende på kapitalmarknadsstruktur, incitamentssystem och institutionella förutsättningar (Guest et al., 2012).

Det tematiska tillvägagångssättet bygger på kvalitativ innehållsanalys, där information kodas och sorteras efter analytiska kategorier, såsom kapitalallokering, sparbeteende, reglering och tillgång till riskkapital. Detta möjliggör ett analytiskt djup trots frånvaron av primärdata.

3.4 Begränsningar

Urvalet av fall har gjorts för att kunna fånga olika modeller av kapitalmarknadsstrukturer och startupfinansiering. EU är fallet som denna uppsats handlar om och är ett exempel på en fragmenterad kapitalmarknad i en process och ambition att bli mer integrerad. USA är ett globalt ledande exempel på en stor och integrerad kapitalmarknad. Sverige är ett medlemsland i EU och exempel på en relativt välfungerande intern kapitalmarknad.

Studien fokuserar på företag i tidiga tillväxtfaser och exkluderar mogna bolag där finansieringsbehoven, strukturerna och villkoren skiljer sig markant. Fokus ligger på finansiering som exempelvis riskkapital och börsnoteringar snarare än banklån och offentliga bidrag.

3.5 Metodologi

Eftersom uppsatsen i huvudsak baseras på sekundärdata krävs källkritisk granskning av materialets kvalitet och trovärdighet. Valet att inte använda primärdata motiveras av uppsatsens omfattning och tidsram, men innebär samtidigt en metodologisk begränsning (Yin, 2018).

En svaghet i studien är att den inte innehåller några primära intervjuer eller enkäter, vilket hade kunnat ge kompletterande inblickar i hur kapitalmarknadsstrukturer faktiskt upplevs av aktörer såsom entreprenörer, investerare eller regulatorer. Det betyder att viktiga nyanser i praktiken kan ha förbisetts (Silverman, 2021).

Ytterligare en begränsning är den statistiska jämförbarheten mellan länder. Mått på exempelvis venture capital-aktivitet, IPO-volymer eller hushållssparande rapporteras på olika sätt, vilket kan påverka jämförbarheten. Uppsatsen har försökt hantera detta genom att främst använda jämförbara indikatorer från internationella organisationer (OECD, IMF, ECB).

Slutligen bör det noteras att uppsatsen utgår från en positiv värdering av Sveriges och USA:s kapitalmarknadsmodeller. Det finns en risk att denna utgångspunkt påverkat analysen och presentationen av EU:s fragmentering som ett "problem" snarare än en alternativ modell. Uppsatsen hade vunnit på att i högre grad problematisera normativiteten i begrepp som integration, effektivitet och dynamik, särskilt i ett politiskt komplext sammanhang som EU.

4. Empiri och analys

4.1 Startup-finansiering i Sverige

I tidigare avsnitt har vi diskuterat kapitalmarknadens betydelse för ekonomisk tillväxt och innovation och speciellt för nystartade företag. Sverige utgör ett intressant fall inom EU där en kombination med historiska reformer, institutionell stabilitet och innovationsfrämjande policies har skapat en dynamisk miljö för kapitalallokering och finansiering av startups.

Under början av 1980-talet var Sveriges kapitalmarknader bland de mest reglerade vilket snabbt skulle komma att ändras. Under detta årtionde genomförde Sverige omfattande avregleringar av kreditmarknaden där tidigare restriktioner på utlåning togs bort. Detta ökade snabbt konkurrensen bland finansiella institutioner och förbättrade tillgången till kapital för företag. Under samma period infördes skatteincitament för hushållssparande, exempelvis Allemansspar och senare investeringssparkonto (ISK) vilket uppmuntrade ett brett deltagande på aktiemarknaden. Dessa åtgärder bidrog till att öka kapitaltillgångar för innovativa företag och sträckte den svenska investerarkulturen (Regeringen, 2025). Resultat av detta kan vi se idag då väldigt stor del av allmänheten väljer att spara sina pengar i fonder och aktier vilket tillgängliggör stora mängder kapital till innovativa bolag. Ett ytterligare skäl till kapitalmarknadens fördjupning är den ökande institutionaliseringen av investeringar i Sverige. En bidragande faktor var reformen av pensionssystemet, där en del av pensionen placerades i fonder. Detta ökade efterfrågan på finansiella instrument och bidrog till en djupare kapitalmarknad. Dessa institutionella investerare, som pensionsfonder, har sedan dess spelat en viktig roll i att tillhandahålla långsiktigt kapital till företag i olika utvecklingsfaser, inklusive startups (Regeringen 2025). De fem största AP-fonderna har tillsammans tillgångar på över 2 000 miljarder SEK, och deras ökade exponering mot alternativa tillgångsslag som infrastruktur och onoterade bolag har blivit en viktig finansieringskälla för entreprenöriella företag (AP-fondernas Årsrapporter, 2024). I jämförelse med övriga EU-länder har Sverige en ovanligt hög grad av aktiedeltagande bland hushåll och en mer utvecklad struktur för

riskkapitalfinansiering. Enligt OECD (2023) investerade Sverige cirka 0,08 % av BNP i venture capital under 2022, vilket kan jämföras med 0,045 % för EU-snittet och 0,3 % i USA.

Sverige har även varit i framkant när det gäller digitalisering av finansiella tjänster, vilket har förbättrat effektiviteten och tillgängligheten på kapitalmarknaden. Etableringen av oberoende institutioner som Riksbanken och Finansinspektionen skapade stabilitet och förtroende på marknaden. Dessa institutioner har spelat en avgörande roll i att övervaka och reglera finansmarknaden (Regeringen, 2025). I ljuset av den teoretiska ram som presenterats i kapitel 2, där institutionell teori lyfter fram betydelsen av stabila och effektiva ramverk för kapitalförsörjning, kan Sveriges utveckling förstås som ett fall där långsiktiga reformer och strukturbyggande har möjliggjort tillgång till både inhemskt och internationellt riskkapital. Det är dock viktigt att betona att Sveriges modell vilar på vissa kontextspecifika faktorer som hög digitaliseringsgrad, starka institutioner och en välutbyggt välfärdsstat. Länder med annan historisk och politisk kontext kan inte med säkerhet replikera Sverige. Därför bör det tolkas som ett exempel på potentiella policyverktyg snarare än som en direkt förebild. Sveriges institutionella modell med en aktiv offentlig sektor, högt förtroende för myndigheter och en långsiktig pensionsförvaltning, utgör ett mellanting mellan den marknadsdrivna amerikanska modellen och den fragmenterade europeiska. Agentteorin (Jensen & Meckling, 1976) får praktisk tillämpning genom AP-fondernas ägarstyrning och transparenskrav, medan signaleringsteorin (Spence, 1973) förklarar varför svenska startups ofta söker validering genom statliga program som Vinnova eller saminvestering med offentliga VC-aktörer som Almi Invest.

Sveriges riskkapitalmarknad har under de senare decennierna vuxit avsevärt. Enligt en rapport från Copenhagen Economics har venture capital-investeringar haft en positiv inverkan på ekonomisk tillväxt och innovation i Sverige (Copenhagen Economics, 2019). Venture capital (riskkapital) avser investeringar i mycket tidiga skeden av företagsutvecklingen, ofta i bolag med hög risk och hög tillväxtpotential. Dessa investeringar sker vanligtvis i form av eget kapital där investerarna ofta är specialiserade fonder och får ägarandelar i bolagen. Målet är sedan att bidra till en snabb expansion för att sedan lämna investeringen via exempelvis börsintroduktion eller företagsförsäljning med hopp om vinst. Detta ger startups möjligheten att tidigt få in kapital för att snabbt kunna växa i utbyte mot mindre ägarandelar i bolaget. Det finns dock fortsatt utmaningar, exempelvis behoven av att attrahera utländskt kapital samt förbättra tillgången till

senare finansieringsrundor för att stödja företagens tillväxt (OECD, 2021). I Sverige kommer en betydande andel av tillväxtfinansieringen från utländska investerare, ofta från USA och Storbritannien (Invest Europe, 2023). Denna integration med internationella kapitalmarknader är en styrka, men också en sårbarhet.

Private equity är ett vidare begrepp som också inkluderar investeringar i mer mogna bolag, där syftet ofta är att omstrukturera eller effektivisera företaget innan det säljs vidare. Private equity-fonder är ofta involverade i buyouts och andra kontrollförvärv. Enligt OECD har Sverige en hög nivå av private equity-investeringar i förhållande till BNP bland OECD länderna. Styrkan ligger dock främst i investeringar som är i de senare skeden som huvudsakligen är finansierade av utländska investerare. Detta återspeglar en struktur på industrin baserad på stora konglomerat. En brist på entreprenöriell efterfrågan och expertis inom private equity förvaltning kan därmed hindra tillväxten av en inhemsk riskkapitalindustri (OECD, 2021). Enligt statistik från Invest Europe (2024) uppgick den totala private equity-aktiviteten i Sverige till över 11 miljarder euro under 2022, varav drygt 2,1 miljarder euro var venture capital-investeringar. Detta placerar Sverige bland de högsta i Europa i relation till BNP. Dock utgör majoriteten av investeringarna buyout-transaktioner i senare skeden, medan tidiga VC-investeringar fortfarande är beroende av internationella aktörer, särskilt från USA och Storbritannien. Detta beroende illustrerar samtidigt en strukturell sårbarhet i det svenska ekosystemet där inhemska aktörer ännu inte helt lyckas ta ledarposition i de tidigare skedena av innovation. Enligt en kartläggning från Tillväxtanalys (2023) uppger svenska startups att de i genomsnitt behöver mellan 1–5 miljoner kronor under de första två verksamhetsåren för att utveckla produkt, bygga team och nå marknaden. Trots detta står sådd- och pre-seed-investeringar för en mycket liten andel av den totala kapitalförsörjningen i Sverige. Detta indikerar ett finansieringsgap i de allra tidigaste faserna, något som pecking-order-teorin (Myers & Majluf, 1984) kan belysa. Eftersom extern finansiering är dyr och svåråtkomlig i dessa faser, tvingas många entreprenörer använda egna medel eller familjekapital. Som visas i diagram 1 är kapitalbehoven hos svenska startups under Series A-rundor lägre än i USA men i nivå med övriga EU. Detta speglar både skillnader i marknadsstorlek och i förväntningar på skalbarhet i tidiga skeden.

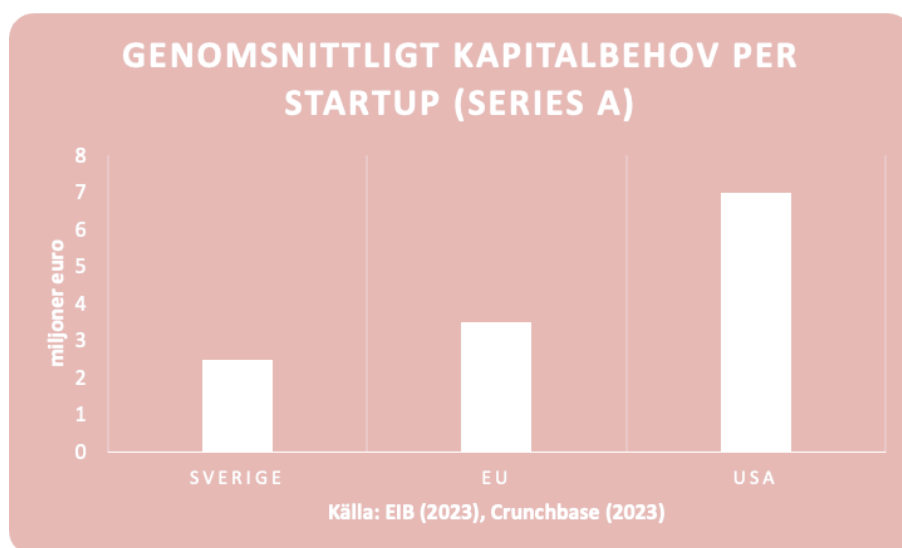


Diagram 1

Utöver traditionella finansieringskällor har crowdfunding vuxit i betydelse som ett alternativ för startups att resa kapital. Plattformar som FundedByMe och Kickstarter har möjliggjort för företag att direkt nå ut till investerare och konsumenter, vilket inte bara ger finansiering utan också hjälper till att bygga en lojal kundbas tidigt i företagets utveckling (Scandicorp, 2023). Den svenska staten har även genom initiativ som Almi Invest och Vinnova skapat system för att stödja kommersialisering av forskning och teknikbaserade bolag i tidiga faser. Almi Invest är Sveriges mest aktiva tidiga investerare med över 400 portföljbolag, vilket visar på statens roll som katalysator på marknaden där privat kapital ännu är försiktigt (Almi, 2023). Till skillnad från USA:s marknadsdrivna system har Sverige en hybridmodell där statliga aktörer fungerar som ankarinvesterar. Detta reflekterar institutionell teori (North, 1990) där statliga institutioner kompenserar för marknadsimperfektioner genom att minska risk och informationsasymmetri. I EU saknar många länder motsvarande strukturer, vilket bidrar till skillnader i tillgång till tidig finansiering (European Commission, 2024).

Trots Sveriges framgångar inom startup-finansiering finns det utmaningar. Många svenska techföretag väljer att notera sig i USA snarare än i Europa, vilket delvis beror på större tillgång till kapital och högre värderingar på amerikanska marknader (Financial Times, 2025). Detta visar behovet av integration av Europas marknader för att behålla och stödja tillväxten av inhemska företag. Enligt en studie från Chalmers tekniska högskola är nya teknikbaserade företag (NTBFs)

mer beroende av en välfungerande kapitalmarknad för sin överlevnad och tillväxt än andra unga företag (Karaömerlioğlu & Jacobsson, 2000). Detta betonar vikten av ett fortsatt utvecklande av Sveriges kapitalmarknad för dessa behov. Jämfört med USA sker IPOs i Sverige på en betydligt mindre skalbar marknad. Medan amerikanska bolag har tillgång till Nasdaq och NYSE med global räckvidd, har svenska startups ofta begränsad likviditet och räckvidd på First North.

Sammanfattningsvis visar Sveriges erfarenhet att ett väl utformat och successivt uppbyggt kapitalmarknadssystem, präglad av både privata och offentliga aktörer, är avgörande för att startups ska kunna skala upp, attrahera kompetens och förbli inom landets ekonomiska sfär. Det svenska fallet illustrerar därmed den centrala hypotes som formulerades i kapitel 1, att kapitalmarknadens struktur och integration spelar en direkt roll i tillgång till innovationskapital. I linje med metodkapitlets resonemang om komparativ institutionsanalys, visar Sveriges utveckling på betydelsen av nationella vägval i kapitalmarknadsdesign. Det är dock väsentligt att understryka att även den svenska modellen har begränsningar. Exempelvis finns en viss tröghet i senare finansieringsrundor, kompetensbrist inom private equity och starkt beroende av externt kapital. Dessa faktorer antyder att Sveriges framgångar inte bör överskattas, men kan med fördel ses som ett föregångsland i Europa. I jämförelse med andra EU-länder som Italien eller Spanien har Sverige kombinerat strukturreformer med stark statlig närvaro i ekosystemets tidiga faser, vilket möjliggjort bättre kapitaltillgång för nya teknikbolag.

4.2 Startupfinansiering i EU:s medlemsstater

Kapitalanskaffningen inom EU:s medlemsstater är präglad av variationer och fragmentering vilket påverkar möjligheterna för företag att genom ett stort nätverk med mycket tillgängligt kapital kunna resa finansiering och växa. Som tidigare nämnt i avsnitt 1.1 och 2.2, är tillgång till kapital en grundläggande förutsättning för innovation och företagsdynamik. Men till skillnad från USA:s federalt integrerade marknad är EU:s splittrande, trots initiativ som kapitalmarknadsunionen (CMU).

Jämfört med USA:s enhetliga legala och skattemässiga ramverk har EU:s 27 medlemsländer olika system, vilket skapar en strukturell tröghet för kapitalrörlighet (IMF, 2023). USA:s startups

kan inom ett gemensamt regelverk nå hela den inhemska marknaden, medan ett europeiskt bolag måste anpassa sig till olika nationella bestämmelser. Detta ger en betydande konkurrensfördel för amerikanska bolag när det gäller tillgång till kapital och skalbarhet. Enligt IMF (2024) är detta en avgörande förklaring till varför amerikanska startups i genomsnitt växer snabbare, attraherar fler investeringsrundor och genererar fler börsnoteringar än sina europeiska motsvarigheter.

Enligt Draghi-rapporten, är en av de största utmaningarna att de nationella marknaderna har skilda juridiska, regulatoriska och skattemässiga strukturer. Dessa skillnader skapar hinder för gränsöverskridande investeringar och försvårar kapitalflöden mellan medlemsländerna (Draghi, 2024). Fragmenteringen i kapitalmarknaderna syns tydligt i skillnaderna mellan exempelvis Frankrike, Tyskland och Östeuropeiska medlemsstater. Både Frankrike och Tyskland har välutvecklade banksektorer men har en begränsad andel riskkapital och börsintroduktioner i jämförelse med länder som Sverige och Nederländerna. I dessa länder finns en mer utvecklad aktiemarknad som ger bättre förutsättningar för små och medelstora företag (OECD, 2023). Detta frigör en stor del kapital som kan gå till innovativa företag och användas för tillväxt och innovation. Detta istället för att kapital är frysta på bankkonton eller fastigheter som är en vanligare sparmetod i exempelvis Frankrike.

Enligt ECB:s sektordata för 2023 går endast 10–15 % av EU-hushållens finansiella sparande till aktier och fonder, jämfört med 55 % i USA. Denna asymmetri innebär att äldre, börsnoterade bolag gynnas oproportionerligt eftersom de är mest tillgängliga för passivt kapital, medan nystartade bolag förblir beroende av institutioner som saknas i många länder. Här illustreras ett tydligt fall av pecking-order effekten (Myers & Majluf, 1984), där externa resurser blir för dyra och otillgängliga, och entreprenörer tvingas använda egna medel vilket bromsar skalning och innovationskraft.

I flera östeuropeiska länder är kapitalmarknaden ännu i ett tidigt skede med låg likviditet med många onoterade företag som är starkt beroende av banklån (EIB, 2023). Här illustreras tydligt kopplingen till teorin om effektiv allokering (Levine, 2005). Kapital allokeras i Europa inte alltid till de mest innovativa företagen, utan snarare till dem som är verksamma i finansiellt mogna länder. Detta leder till ett suboptimalt utnyttjande av det samlade riskkapitalet i EU. Till exempel har tyska och franska startups sällan högre tillväxt eller teknisk spets än spanska eller baltiska

startups, men har betydligt bättre tillgång till finansiering (OECD, 2023). Denna fragmentering förvärras ytterligare av skillnader i insolvensrätt, konsumentskydd, redovisningsstandarder och skattesystem. Till exempel behandlas kapitalvinster, utdelningar och ränteintäkter på olika sätt i olika medlemsländer, vilket skapar snedvridna incitament för både inhemska och gränsöverskridande investeringar (Zew, 2022). Följden blir att ett bolag i exempelvis Polen eller Spanien möter helt andra kapitalkostnader och tillgång till marknader än ett motsvarande företag i Nederländerna eller Sverige, trots att det kan vara lika innovativt. Denna situation är särskilt problematisk ur signaleringsteoretiskt perspektiv (Spence, 1973). Startups i mindre kända ekosystem får svårt att sända trovärdiga signaler till potentiella investerare, särskilt internationella. Brist på nationella VC-fonder, frånvarande exits, och låg synlighet i internationell media, gör att dessa bolag inte får det genomslag som krävs för att attrahera kapital, trots hög innovationsgrad.

Begreppet ”fragmentering” inom kapitalmarknadsteori syftar på en situation där finansiella tjänster och produkter inte är tillgängliga på lika villkor över ett geografiskt område. I EU:s fall innebär detta att tillgången till riskkapital, börsnoteringar eller obligationsmarknader ofta avgörs av i vilket land företaget är verksamt snarare än dess faktiska innovationspotential (European Commission, 2024). Detta står i direkt kontrast till vad teorin om finansiell integration (Levine, 2005) förespråkar, nämligen att effektiv kapitalallokering bäst uppnås när kapital kan flöda fritt mellan investerare och företag oavsett geografisk position. Ett relevant exempel är att nästan 70 % av riskkapitalet i Europa investeras inom samma nation som fondens säte (Invest Europe, 2023). Detta tyder på låg gränsöverskridande rörlighet.

Statistik från OECD visar att riskkapitalinvesteringar per capita i EU är långt under nivåerna i USA. År 2022 låg medianvärdet för venture capital-investeringar i EU på endast 0,045 % av BNP, jämfört med 0,3 % i USA (OECD, 2023). Detta speglar en underutvecklad marknad för startup-finansiering, där många europeiska startups tvingas söka kapital i USA, vilket i sin tur sänker Europas långsiktiga innovationskapacitet (IMF, 2023). Pecking-order teorin (Myers & Majluf, 1984) får relevans här. Eftersom det ofta saknas tillgång till VC eller professionella affärsänglar i vissa medlemsländer, tvingas startups vända sig till privata lån eller bootstrapping, vilket är kostsamt och begränsar tillväxt. I USA ser vi motsatsen, där ett utvecklat nätverk av

investerare och statliga incitament för pensionsfonder att investera i VC gör att startups snabbare får tillgång till extern finansiering utan att tömma grundarnas resurser (OECD, 2023).

En viktig faktor bakom detta är bristen på enhetlig tillsyn. Medan ECB övervakar banker inom euroområdet, är tillsynen över kapitalmarknader fortfarande nationell. Detta innebär att en fond eller ett fintechbolag som vill verka i flera medlemsstater måste hantera olika regelverk, ofta även på olika språk och med olika juridiska standarder (ECB, 2024). Dessutom är beskattning av investeringar, utdelningar och kapitalvinster olika i olika länder, vilket skapar asymmetrier som snedvrider incitament för investeringar (European Commission, 2024). Ett exempel på ett initiativ som försöker motverka denna asymmetri är European Single Access Point (ESAP), som syftar till att samla finansiell och hållbarhetsrelaterad information på EU-nivå och på så sätt minska informationsasymmetrier för investerare (European Commission, 2022). Denna fragmenterade tillsyn underminerar institutionell tillit som är en central aspekt inom institutionell teori (North, 1990). Bristande harmonisering skapar osäkerhet kring regelverk och investerarskydd, vilket särskilt avskräcker långsiktigt kapital från att engagera sig i startups. I USA har enhetliga standarder, exempelvis via SEC, bidragit till att minska denna osäkerhet och därmed främjat kapitalflöden till unga bolag.

Enligt European Investment Bank (EIB, 2023) upplever företag i södra och östra Europa svårare villkor för kapitalanskaffning i jämförelse med företag i norra Europa. Exempelvis rapporterade 45% av företagen i Rumänien att finansieringsvillkoren är ett allvarligt hinder för tillväxt. Jämfört med Sverige uppgick denna siffran till 12%. På grund av fragmenteringen blir företag mer beroende av den inhemska tillgång på kapital och försvårar därför gränsöverskridande investeringar, vilket exempelvis försvårar tillgängligt riskkapital i norra Europa att investeras och användas i effektiva och innovativa företag i södra Europa som riskerar att gå förlorat. Här blir teorin om effektiv allokering (Levine, 2005) åter relevant, då gränsöverskridande hinder förhindrar att kapital flödar dit det skulle göra mest nytta. Sparbeteendet uppvisar även en tydlig preferens i Europa för låg risk med stora andelar av hushållens tillgångar i kontanter och insättningar snarare än i aktier och fonder. Diagram 2 visar att en oproportionerligt stor del av hushållens finansiella tillgångar i EU är placerade i kontanter och insättningar. Detta är en viktig förklaring till varför mindre kapital kanaliseras mot riskfyllda investeringar som startups.

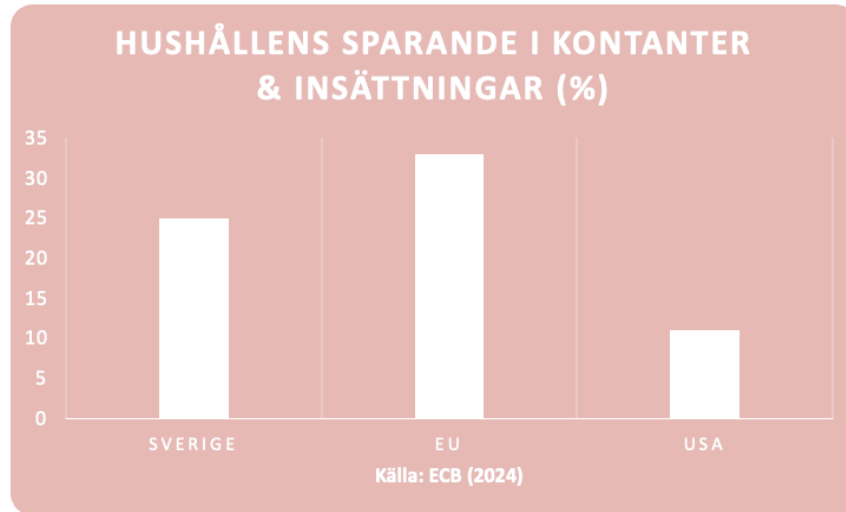


Diagram 2

År 2023 motsvarade kontanter och insättningar mer än en tredjedel av EU-hushållens finansiella tillgångar, jämfört med en tiondel i USA (ECB, 2024). Detta sparbeteende, ibland kallat den europeiska kapitalparadoxen, innebär att kapital existerar i stor mängd men inte omvandlas till produktiva investeringar. Ett hinder här är bristen på incitament att ta risk, i form av till exempel skattegynnade investeringskonton eller pensionsprodukter kopplade till kapitalmarknaden (ESMA, 2023). Detta förklarar varför europeiska startups ofta möter ett betydande finansieringsgap. Enligt European Investment Bank (2023) kräver en genomsnittlig teknikstartup i EU cirka 2–5 miljoner euro i tidiga investeringar. Detta är ett belopp som få banker är villiga att låna ut utan säkerhet eller kassaflöde. Riskkapital fyller denna lucka i mer utvecklade marknader, men i flera medlemsstater saknas professionella VC-fonder med tillräcklig bredd och erfarenhet. Medan en amerikansk startup i snitt får tillgång till 4–5 finansieringsrundor under de första fem åren, är motsvarande siffra i EU ofta 1–2 (NVCA, 2023; EIB, 2023). En indikator på detta är hur många startups som får VC-investering inom tre år från start. Som visas i diagram 3 är andelen i EU betydligt lägre än i både Sverige och USA. Detta bidrar till långsammare skalning och högre risk för stagnation i tidiga

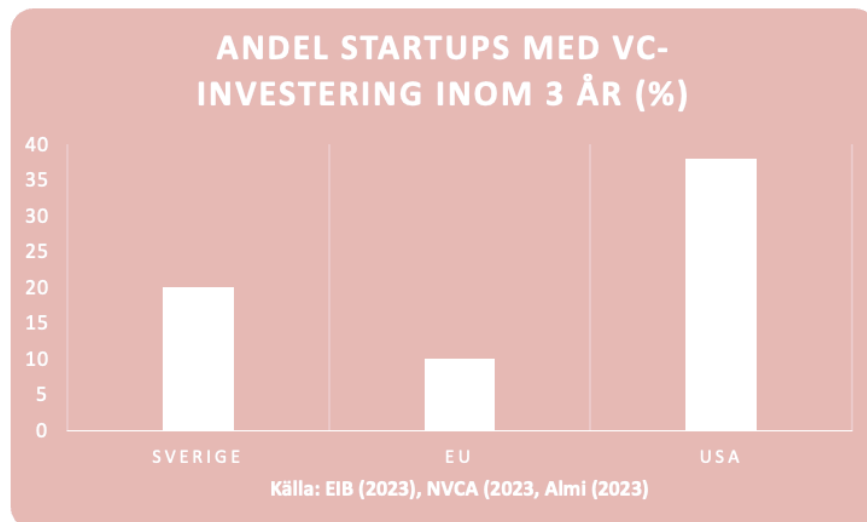


Diagram 3

Detta påverkar också tillväxttakten. Data från Equidam (2023) visar att snabbväxande startups i USA uppvisar årliga tillväxttakter på upp till 200–300 % under de första tre åren. I EU är denna takt lägre, i vissa regioner ligger tillväxten under 100 % per år, trots liknande produkter. Enligt signaleringsteorin (Spence, 1973) innebär detta att europeiska startups har svårare att attrahera ytterligare kapital, då tidig tillväxt och VC-stöd ofta fungerar som kvalitetsindikator. Som framgår av diagram 4 växer amerikanska startups snabbare än sina europeiska motsvarigheter, särskilt under de tre första åren. Den långsammare tillväxten i EU kan till stor del kopplas till svagare tillgång till finansiering.

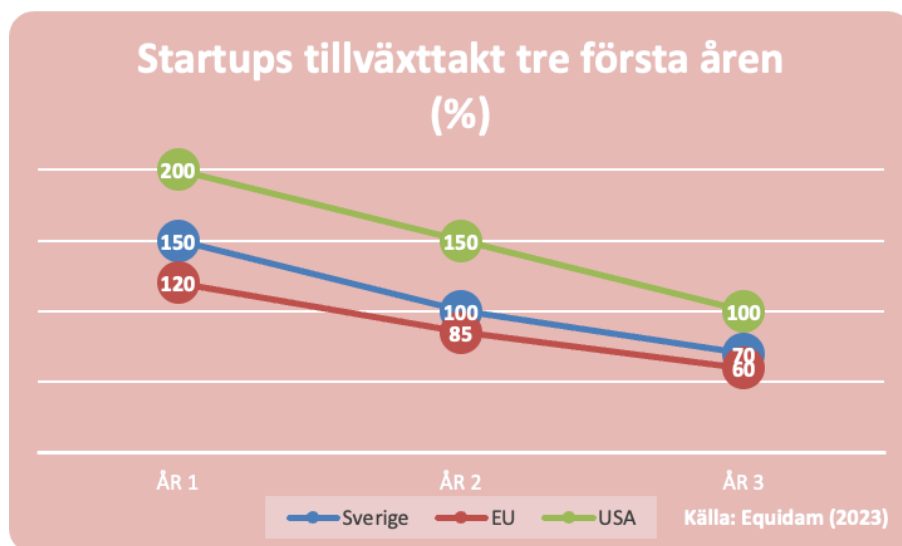


Diagram 4

Detta påverkar även företagens möjligheter att kunna investera i forskning och utveckling och hållbara tekniker vilket försvagar EU:s ambitioner att ligga i framkant av den gröna omställningen. Teoretiskt kan detta kopplas till ”financial frictions”, att marknadsimperfektioner förhindrar en optimal kapitalallokering. Inom EU skapas sådana friktioner genom juridiska och regulatoriska barriärer snarare än brist på kapital. Detta bekräftas av IMF (2024), som menar att sparandet bland europeiska hushåll och institutioner är stort men att detta kapital inte effektivt kanaliseras till entreprenöriella investeringar. Ett resultat av att sparandet i olika länder ofta är i olika typer av tillgångar på grund av olika incitament och kultur. Från ett policyperspektiv pekar detta mot behovet av att mobilisera institutionellt kapital, i likhet med USA:s pensionsfonder som länge varit tunga aktörer på riskkapitalmarknaden (Kaplan & Lerner, 2016). Europeiska pensionssystem är ofta reglerade på ett sätt som begränsar investeringar i onoterade tillgångar.

Sammanfattningsvis visar kapitalanskaffningens fragmentering i EU på vikten av vidare institutionell integration, något som i tidigare avsnitt också relaterats till behovet av ökad konkurrenskraft och innovationsförmåga. I det långa loppet riskerar EU:s oförmåga att skapa en välfungerande inre kapitalmarknad att hämma tillväxten i framtidens företag.

4.3 USA:s kapitalmarknad – en modell för EU?

USA:s kapitalmarknad utgör ett föredöme för många länder i världen när det gäller att möjliggöra kapitalanskaffning och stödja företagens tillväxt. Den federala regeringen och enhetliga tillsynen över ett stort område förenklar kapitalflöden över delstatsgränser, vilket skapar en sammanhängande och effektiv marknad för både investerare och företag (Draghi, 2024). USA:s Securities and Exchange Commission (SEC) spelar en avgörande roll genom att erbjuda ett tydligt, enhetligt och förutsägbart regulatoriska ramverk som både skyddar investerare och samtidigt främjar innovation. Detta är en viktig kontrast till EU:s olika regelverk där nationella myndigheter ofta tillämpar direktiv på olika sätt. Detta kan skapa stora osäkerheter och trösklar för investeringar inom Europa (IMF, 2024). USA:s integrerade kapitalmarknad exemplifierar vad teorin om finansiell integration (Baele et al., 2004; Zaghini, 2021) förespråkar:

fria kapitalflöden, enhetliga regler och en tydlig central tillsyn. Medan ett europeiskt startup måste anpassa sig till olika regelverk i varje medlemsstat, kan ett amerikanskt företag vända sig till ett nationellt nätverk av VC-fonder, inkubatorer och börser under ett och samma rättsliga system. Denna enhetlighet förklarar varför det är betydligt vanligare att amerikanska startups får tillgång till senare rundor och når börsen snabbare (OECD, 2023).

En av de mer framträdande egenskaperna hos den amerikanska kapitalmarknaden är dess omfattande och utvecklade riskkapitalsektor. År 2022 uppgick venture capital-investeringarna i USA till 209,4 miljarder dollar, vilket är mer än sex gånger så mycket som de sammanlagda investeringarna i samtliga av de övriga OECD-länderna under samma period (Query, 2023). Som framgår av diagram 5 investerar USA en betydligt större andel av sin BNP i venture capital jämfört med både Sverige och EU. Detta bekräftar att tillgången till kapital är väsentligt högre i USA:s startupsektor.

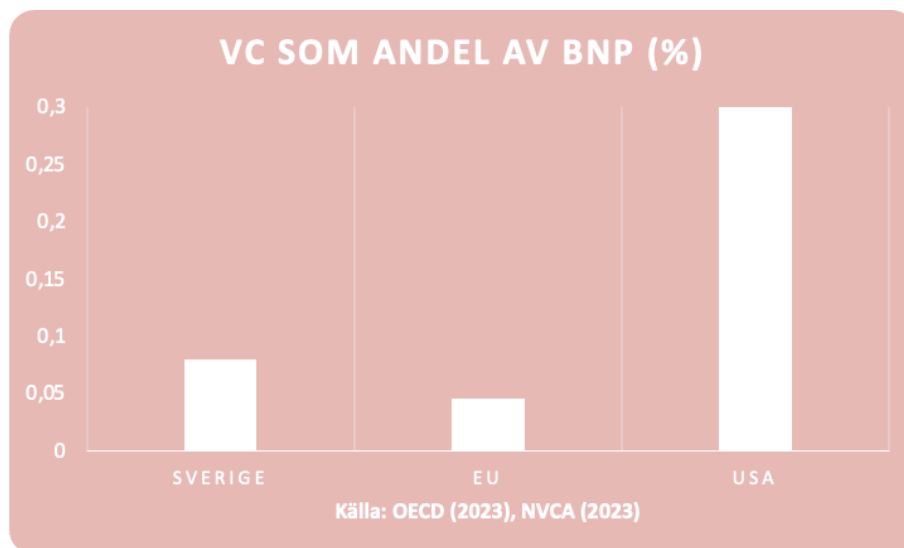


Diagram 5

Denna tillgång till riskkapital ger startups en möjlighet att snabbt växa och utvecklas vilket i sin tur främjar innovation och ekonomisk tillväxt. Den geografiska koncentrationen av riskkapital, främst i ekosystem som Silicon Valley, New York och Boston, skapar dessutom kluster av spetskompetens och nätverkseffekter. Detta accelererar ytterligare utvecklingen av teknikintensiva företag (NVCA, 2024). Samtidigt innebär denna koncentration att delar av landet

hamnar utanför ekosystemets räckvidd och skapar geografiska ojämlikheter i tillgången till kapital. Enligt data från NVCA (2023) får cirka 38 % av amerikanska startups tillgång till professionellt riskkapital redan under de tre första åren. I EU är motsvarande siffra i genomsnitt 9–12 %, med stora variationer mellan länder. Det betyder att ett startup i USA har flera gånger högre sannolikhet att snabbt skala upp sin verksamhet med extern finansiering. Dessutom får en amerikansk startup i genomsnitt tillgång till 4–5 finansieringsrundor under sin tillväxtcykel, jämfört med 1–2 i EU (OECD, 2023; EIB, 2023). Detta kan förklara den stora skillnaden i tillväxttakt de första verksamma åren.

En viktig skillnad mellan USA och EU är sammansättningen av investerarkollektivet. Amerikanska pensionsfonder, stiftelser och family offices är viktiga finansiärer av VC-fonder, något som sällan gäller i EU (Kaplan & Lerner, 2016). Enligt OECD (2023) investerar amerikanska pensionsfonder i genomsnitt över 3 % av sina tillgångar i venture capital, jämfört med mindre än 0,1 % i Europa. Detta innebär att det finns en strukturellt större mängd långsiktigt kapital tillgängligt i USA:s startupsektor. Kapitalbehovet är också större. Diagram 6 illustrerar hur en större andel av det institutionella kapitalet i USA går till startups, till skillnad från EU där majoriteten allokeras till etablerade bolag. Detta skapar en mer innovationsdriven kapitalmarknad i USA.

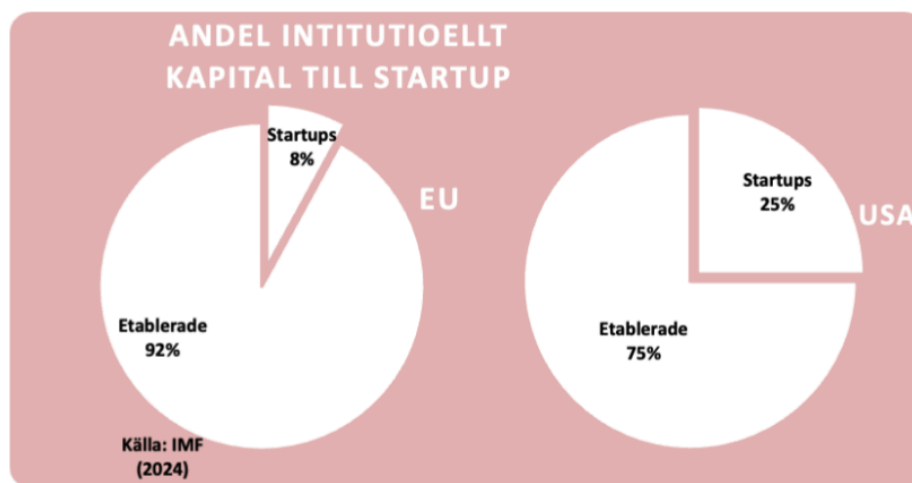


Diagram 6

Enligt Crunchbase (2023) kräver en typisk amerikansk tech-startup omkring 7–10 miljoner dollar under de första fem åren för att nå lönsamhet eller exit. Det amerikanska ekosystemet kan tillgodose detta genom en kombination av statliga bidrag (exempelvis SBIR), aktiva affärsängelnätverk och en hög andel privata pensionsmedel som kanaliseras till VC-fonder. I Sverige och större delen av EU är motsvarande summor ofta svårare att uppbringa, särskilt i sådd- och pre-seed-faser.

Även den starka börskursen i USA underlättar för företag att gå från idé till börsnotering. År 2021 noterades 1035 företag på amerikanska börser vilket var det högsta antalet någonsin (StockAnalysis, 2025). Även om antalet IPOs minskade under 2022 och 2023 på grund av osäkerhet i ekonomin och höga räntor så förväntas en återhämtning under 2025 med 150 planerade börsnoteringar (Business Insider, 2025). Detta är ett exempel på USAs dynamik och anpassningsförmåga som kännetecknar kapitalmarknaden. Också värt att notera är att den amerikanska marknaden erbjuder en mångfald av listningsalternativ, från större börser som NYSE och Nasdaq till alternativa plattformar som OTC Markets, vilket gör det möjligt för företag i olika storlekar och utvecklingsstadier att hitta en lämplig väg till offentlig finansiering (Kaplan & Lerner, 2016). Det amerikanska börslandskapet erbjuder en väldefinierad exitkanal för startups, något som enligt signaleringsteorin (Spence, 1973) stärker investerarens förtroende för att kapital kan återvinnas. Möjligheten till IPO fungerar som en stark signal om bolagets mognad och potential, vilket bidrar till ökad finansieringsvilja redan i tidiga faser. I EU, där dessa exits är färre och mer nationellt begränsade, är detta signalvärde betydligt svagare.

Processen för att ta sitt företag från idé till börsnotering i USA är välstrukturerad och stöds av ett ekosystem av inkubatorer, acceleratorer, affärsänglar och riskkapitalister. Detta ekosystem möjliggör för entreprenörer att få tillgång till nödvändigt kapital och expertis i varje steg av utvecklingen av företaget. Utöver detta bidrar statliga forskningsprogram som exempelvis SBIR (Small Business Innovation Research) och STTR (Small Business Technology Transfer) med miljarder dollar varje år i offentliga medel till teknikföretag i ett tidigt stadie. Detta förstärker ytterligare innovationskraft i den privata sektorn (OECD, 2023). Dessutom erbjuder regler som Regulation A företag möjligheten att resa kapital genom equity crowdfunding utan att behöva genomgå en kostsam process för en traditionell börsnotering. Detta underlättar ytterligare kapitalanskaffning för just små och medelstora företag (SEC, 2015). Ett annat initiativ som

underlättar kapitalanskaffning är Regulation D, som gör det möjligt för privata företag att snabbt resa kapital från kvalificerade investerare utan offentlig registrering vilket skapar flexibilitet och minskar kostnader för tillväxtbolag (SEC, 2015). USA:s mångfald av regelverk, plattformar och finansieringsvägar visar på institutionell flexibilitet, något som enligt North (1990) är centralt för att minska transaktionskostnader och bygga tillit på marknaden. I motsats till detta saknar många EU-länder effektiva strukturer för tidiga statliga FoU-investeringar i startups, vilket gör att entreprenörer får svårare att validera och skala sina affärsmodeller.

Framgången för den amerikanska kapitalmarknaden kan också tillskrivas kulturen av entreprenörskap och innovation. Enligt en studie från Management International Review finns det ett positivt samband mellan en individualistisk kultur och tillgång till riskkapital vilket kan förklara USAs starka startup sektor (Gantenbein et al., 2019). Denna kultur främjar ett risktagande och belönar innovation vilket skapar en miljö där idéer snabbt kan förverkligas och skalas upp. Företagskulturen präglas dessutom av en hög tolerans för misslyckanden och en vilja att snabbt iterera på affärsmodeller. Något som stöds av ett rättssystem där konkurser inte automatiskt stigmatiserar entreprenören vilket i sin tur bidrar till ett mer experimentellt företagsklimat (La Porta et al., 1997). Denna kultur har även kritiserats för att i vissa fall uppmuntra kortsiktigt risktagande och övervärdering av bolag, vilket kan leda till instabilitet och bubblor, särskilt inom tekniksektorn. Från ett institutionellt perspektiv (Hofstede, 2001) kan man förstå hur kulturella dimensioner som individualism, risktolerans och låg maktavstånd skapar ett socialt ramverk där entreprenörskap och kapitalanskaffning är mer normativt accepterade. I Europa, där vissa länder präglas av högre grad av riskaversion och större institutionell komplexitet, krävs inte bara regulatorisk utan även kulturell anpassning för att replikera USA:s innovationsdynamik.

För EU innebär detta att det finns mycket som kan läras av den amerikanska modellen. Genom att främja en mer integrerad kapitalmarknad och harmonisera regler och skattesystem, samt stödja en entreprenöriell kultur, kan EU skapa en mer dynamisk och effektiv miljö för företagsutveckling. Detta kan förutom startups och investerare även gynna ekonomisk tillväxt och konkurrenskraft inom hela unionen. En gemensam europeisk insats för att stärka sekundära marknader för företag, utöka paneuropeiska riskkapitalfonder och harmonisera insolvenslagstiftning är avgörande för att EU ska kunna replikera delar av den amerikanska

kapitalmarknadens framgångar (European Commission, 2023; Veugelers et al., 2019). Det är emellertid centralt att påpeka att den amerikanska kapitalmarknadsmodellen bygger på en specifik politisk och kulturell kontext som inte direkt låter sig överföras till Europa. Särskilt systemets inslag av privat finansiering, brist på universella välfärdssystem och höga tolerans för finansiella risker skiljer sig markant från många europeiska länders institutionella strukturer.

4.4 Lärdomar för EU:s kapitalmarknadsunion

Sveriges erfarenheter av finansiell avreglering och incitamentsskapande under 1980-talet erbjuder värdefulla insikter för EU:s strävan att skapa en mer integrerad och effektiv kapitalmarknad. Under denna period genomförde Sverige omfattande reformer, inklusive liberalisering av kreditmarknaden och införandet av skatteincitament och investerskaprkonton vilket stimulerade hushållens deltagande på aktiemarknaden och ökade tillgången till riskkapital för företag (Ekonomifakta, 2024; FT, 2024). Dessutom skapades institutionella reformer som förbättrade kapitalförvaltningen, inklusive utvecklingen av AP-fonderna och nya finansiella instrument som aktieindexobligationer och strukturerade produkter, vilket diversifierade marknaden ytterligare (Lindbeck, 1997). En central del av den svenska modellen är vikten av samspel mellan reformer på utbudssidan som exempelvis reglering och marknadsstruktur, med efterfrågesidan som exempelvis sparbeteende och investeringsincitament. Genom att kombinera finansiell liberalisering med åtgärder som förbättrad transparens, konsumentskydd och tillgång till professionell rådgivning lyckades Sverige skapa en marknad där även småsparare kunde känna sig trygga med att aktivt delta. Det som gör Sverige särskilt relevant som modell för EU är just dess kombination av strukturreformer och institutionell anpassning i ett relativt litet land, något som många EU-medlemsstater delar. Sverige har visat att finansiell integration inte bara är en fråga om lagstiftning utan också om kultur och incitament. Till exempel ökade andelen hushåll som ägde aktier eller fonder markant efter införandet av ISK och skattereformer (Ekonomifakta, 2024). I jämförelse har EU:s hushåll visat låg deltagandefrekvens på kapitalmarknaden, delvis på grund av avsaknad av motsvarande incitamentsstrukturer och förtroendeskapande institutioner (ESMA, 2023).

I kontrast till detta tenderar hushåll i andra europeiska länder att föredra lågrisksparande. År 2023 hölls cirka 11,5 biljoner euro av hushållens finansiella tillgångar i kontanter och insättningar, vilket motsvarar en tredjedel av deras totala finansiella tillgångar. I USA är motsvarande siffra endast en tiondel (ECB, 2024). Denna skillnad i sparbeteende begränsar tillgången till kapital för investeringar inom EU, även fast det finns kapital. Denna situation kallas ibland för ett “europeiskt paradoxalt sparande” där stora mängder kapital ackumuleras i säkra tillgångar snarare än att kanaliseras till produktiva investeringar i näringslivet (European Investment Bank, 2023). Ett mer effektivt kapitalutnyttjande kräver därför både strukturella och beteendemässiga förändringar. USA:s kapitalmarknad är ett tydligt exempel på hur pensions- och försäkringssystem aktivt mobiliseras för att investera i produktiva tillgångar, inklusive startups. Till exempel är över 3 % av amerikanska pensionsfonders tillgångar investerade i venture capital, jämfört med mindre än 0,1 % i EU (OECD, 2023). Detta bidrar till ett dynamiskt finansieringsflöde till innovationssektorn.

För att EU ska kunna frigöra detta kapital och främja en dynamisk kapitalmarknad krävs harmonisering av regler och tillsyn samt skapande av incitament som uppmuntrar investeringar likt det man gjort i Sverige. Detta inkluderar åtgärder som skatteincitamentet för investeringar, förbättrad finansiell utbildning och utveckling av attraktiva investeringsprodukter för hushåll (Draghi, 2024). Dessutom är det viktigt att stärka tillgången till pensionsrelaterade sparande på kapitalmarknaden, exempelvis genom utvecklingen av PEPP (Paneuropeiska personliga pensionsprodukter), vilket kan kanalisera långsiktigt kapital i tillväxtorienterade sektorer (ESMA, 2023). Ytterligare en viktig lärdom för EU är den strukturella obalansen i hur kapital distribueras mellan etablerade företag och nystartade. Enligt IMF (2024) går över 80 % av det institutionella kapitalet i Europa till redan börsnoterade eller mogna företag, medan endast 5–10 % når startups i deras tillväxtfaser. Detta står i skarp kontrast till USA där pensionsfonder och försäkringsbolag aktivt tilldelar över 3 % av sina portföljer till venture capital och andra tillväxtorienterade investeringar (OECD, 2023). Detta möjliggör att unga, innovativa företag kan resa kapital i tidigare och mer riskfyllda stadier, vilket driver både teknisk utveckling och sysselsättning.

Ytterligare en viktig aspekt är integrationen av EU:s kapitalmarknader. Till skillnad från USA, där en federal reglering möjliggör fria kapitalflöden, är EU:s kapitalmarknader mer isolerade

med olika regelverk och tillsynsmyndigheter. Fragmenteringen hindrar effektiv kapitalallokering och begränsar tillgången till finansiering för företag, särskilt i de mindre medlemsländerna (Revista de Studii, 2024). Denna fragmentering förstärks av skillnader i insolvensrätt, konsumentskydd, redovisningsstandarder och skattesystem. Till exempel varierar behandling av förluster och kapitalvinster kraftigt mellan medlemsländer vilket påverkar investeringsbeslut och gör gränsöverskridande verksamhet komplicerad (Zew, 2022). Enligt teorin om effektiv allokering (Levine, 2005) är detta en strukturell ineffektivitet: kapital placeras inte där det skapar störst tillväxt, utan där reglerna är enklast. I USA får företag tillgång till hela den nationella marknaden utan att behöva anpassa sig efter delstatsspecifika regelverk, medan europeiska startups i exempelvis Spanien eller Estland möter betydande trösklar för att attrahera kapital från Tyskland eller Frankrike (IMF, 2024). Detta minskar skalbarheten och konkurrenskraften hos Europas startups. För att övervinna dessa hinder behöver EU intensifiera arbetet med kapitalmarknadsunionen med dessa integrerade åtgärder för att främja och förenkla gränsöverskridande investeringar. Detta inkluderar att förbättra tillsynssamarbete, skapa gemensamma standarder för värdepapperisering, förbättra tillgången till information för investerare och utveckla paneuropeiska plattformar för investering (ECB, 2024). Ett exempel är skapandet av European Single Access Point (ESAP), som avser att centralisera finansiell och hållbarhetsrelaterad företagsinformation inom EU, vilket kan minska informationsasymmetrier och förbättra investerarnas beslutsunderlag (European Commission, 2022). Informationsasymmetrier är särskilt problematiska i mindre medlemsstater, där investerare har begränsad tillgång till standardiserad och pålitlig data om onoterade bolag. I USA, där SEC säkerställer enhetlig och offentlig tillgång till finansiell information, har detta varit en del i att skapa investerarförtroende och minska transaktionskostnader (Kaplan & Lerner, 2016).

Samtidigt krävs en kulturell förändring där hushåll och företag i högre grad uppmuntras att använda kapitalmarknaden som ett verktyg. Detta kan uppnås genom att integrera finansiell utbildning i skolan men även genom förenkling i processen att bli börsnoterad eller att emittera obligationer. Särskilt små och medelstora företag behöver bättre tillgång till skalbara finansieringslösningar. EU:s initiativ som SME Growth Markets och InvestEU är viktiga steg i denna riktning, men behöver utökas och kompletteras med nationella incitament och minskat administrativ börda (OECD, 2023). Jämför man med USA, där IPO-processen kan genomföras

via alternativ som Regulation A eller D, är trösklarna ofta mycket lägre. I Sverige har staten dessutom aktivt understött tillgång till tillväxtkapital via offentliga VC-aktörer som Almi Invest, en modell som även andra EU-länder kan ta efter för att stimulera sådd- och tillväxtfaser (Almi, 2023; European Commission, 2023).

Sammanfattningsvis kan EU dra nytta av Sveriges erfarenheter av finansiell avreglering och incitamentsskapande samt sträva efter en mer integrerad kapitalmarknad likt den som finns i USA. Genom att frigöra hushållens sparande och främja investeringar i företag kan EU stärka sin ekonomiska tillväxt och konkurrenskraft på den globala marknaden. Vägen framåt kräver långsiktiga reformer och ett tydligt fokus på kapitalmarknadens roll som en drivkraft för innovation. Kapitalmarknadsunionen bör inte ses som en teknokratisk process, utan som ett verktyg för att framtidssäkra Europas ekonomi.

5. Diskussion

5.1 Sammanvägning av resultat

En genomgång av finansieringsmöjligheterna i Sverige, EU och USA visar tydligt på skillnader i kapitalmarknadernas struktur, djup och tillgänglighet med direkta implikationer för startups. Framförallt framträder USA:s integrerade, federalt reglerade och kapitalrika system som en modell för hur en välfungerande marknad ska se ut, där kapital effektivt kan flöda mellan sektorer och delstater utan betydande regulatoriska hinder (Draghi, 2024; NVCA, 2024). Detta skapar en dynamisk miljö där amerikanska startups snabbare får tillgång till flertalet finansieringsrundor och kan nå börsnotering inom några få år, en möjlighet som i EU ofta fördröjs eller uteblir.

I kontrast uppvisar EU hur en splittrad kapitalmarknad där nationella regelverk med olika skattesystem och tillsyn skapar barriärer för gränsöverskridande investeringar (European Commission, 2024; OECD, 2023). Detta leder till att en startup i exempelvis Spanien eller Estland har betydligt sämre tillgång till riskkapital än motsvarande företag i Nederländerna eller Sverige, trots liknande affärsmodeller och innovationsnivå. Sverige utgör ett intressant undantag i EU. Landet har genomgått en djupgående transformation sedan 1980-talet med avregleringar, skatteincitament och utveckling av en stark börskultur. Vilket har lett till att en stor del av hushållens sparande kanaliseras mot aktier och fonder snarare än bankkonton och fastigheter (Regeringen, 2025; Ekonomifakta, 2024). Detta har ökat tillgången till riskvilligt kapital i tidiga skeden, vilket är avgörande för startups som annars har begränsad möjlighet att finansiera FoU eller marknadsinträde.

Samtidigt visar resultaten att EU som helhet besitter enorma mängder kapital som inte lyckas användas på ett effektivt sätt. Enligt ECB:s statistik (2024) placeras över 30 % av hushållens finansiella tillgångar i kontanter och bankinlåning, att jämföra med under 15 % i USA. Detta indikerar en outnyttjad potential då det inte finns något bristande utbud av kapital i Europa, utan snarare strukturella hinder som försvårar en effektiv allokering av kapitalet till produktiva

ändamål som innovationer och tillväxt. Data från Equidam och NVCA visar att amerikanska startups ofta uppnår tillväxttakter på 200–300 % per år under de första tre åren. Att jämföra med många europeiska regioner där motsvarande siffra understiger 100 %. De institutionella skillnaderna förklarar mycket av variationen. USA med stark federal reglering och harmonisering lyckas skapa ett sammanhängande finansiellt ekosystem över en stor geografisk yta. I EU är reglering av kapitalmarknader fortfarande i huvudsak nationell vilket skapar asymmetrier i förutsättningarna för startups i olika länder. Detta är särskilt problematiskt för startups i mindre medlemsstater där brist på professionella VC-aktörer och institutionell erfarenhet försvårar skalning.

En annan viktig faktor är tillgängligheten på riskkapital. USA dominerar globalt med över 60 % av världens venture capital-investeringar riktade till amerikanska företag (NVCA, 2024). EU:s motsvarande andel är kring 15 % trots liknande befolkningsmängd och BNP (European Investment Bank, 2024). Viktigt är också att mycket av EU:s VC-kapital kommer i senare skeden eller genom statliga initiativ, medan USA:s modell inkluderar starka privata pensionsfonder, affärsänglar och specialiserade pre-seed-fonder. En viktig skillnad är också att amerikanskt riskkapital i betydligt högre grad investeras i tidiga skeden medan EU:s marknad är mer fragmenterad och beroende av offentliga stödprogram och senare finansieringsrundor.

Utifrån teorin om effektiv kapitalallokering (Levine, 2005), blir det tydligt att kapitalmarknadens struktur påverkar entreprenörskapets dynamik. Enligt teorin om finansiell utveckling och tillväxt är finansiella marknader centrala för att mobilisera sparande, hantera risk och fördela resurser till de mest produktiva investeringarna (Levine, 2005). Detta bekräftas av empiriska resultat från både Sverige och USA. Det gäller inte enbart tillgången på kapital utan även kapitalets riktning: investeras det i mogna bolag eller i tidig innovation? Här brister EU.

Sammantaget visar resultaten att det finns starka argument för en mer integrerad och effektiv kapitalmarknad i Europa för att kunna uppnå EU:s mål. Detta kräver dock inte enbart tekniska justeringar av regelverk, utan också en kulturell förändring i synen på sparande och investeringar. Pecking-order-teorin (Myers & Majluf, 1984) förklarar varför tillgången till extern finansiering är särskilt avgörande för startups, och varför en fragmenterad struktur får oproportionerligt negativa konsekvenser för just dessa bolag. Sveriges utveckling visar att detta

är möjligt inom ramen för europeiska institutioner, men även att det krävs långsiktiga reformer, starka incitament och starka institutioner.

5.2 EU:s väg framåt

EU:s kapitalmarknader, trots sin storlek och betydande mängd sparat kapital, har under uppsatsen visat att den fulla potentialen inte är utnyttjad. Fragmentering i regelverk, skilda nationella skattesystem och brist på gemensam tillsyn utgör de största strukturella hindren för en effektiv och gränsöverskridande kapitalallokering (European Commission, 2024; Draghi, 2024). Dessa hinder slår särskilt hårt mot startups, som är beroende av snabb och flexibel tillgång till riskkapital för att kunna skala, attrahera kompetens och utveckla innovation. För att bana väg för en fungerande kapitalmarknadsunion krävs samordnade reformer på politisk, institutionell och finansiell nivå.

Vad gäller politiska reformer är det bland annat en gemensam vilja och långsiktiga mål som behöver formuleras. Den politiska viljan bakom CMU har stundtals varit splittrad och formulerad med otydliga mål. Det saknas i dagsläget ett uttalat fokus på startups som en nyckelkomponent i CMU:s övergripande strategi. För att CMU ska kunna realiseras fullt ut behöver Europeiska kommissionen och medlemsländerna formulera ett gemensamt åtagande om att prioritera tillgången till riskkapital för innovativa företag som en central del av Europas framtida konkurrenskraft. Detta skulle också skapa en politisk ram där entreprenörskap ges en mer framträdande roll i unionens långsiktiga utveckling. I detta ligger även en möjlighet att formulera en tydligare vision för kapitalmarknadernas roll i den gröna omställningen och den digitala omställningen där just startups spelar en stor roll (OECD, 2023).

Institutionella reformer är främst harmonisering och centralisering. En av USA:s främsta styrkor är att kapitalmarknaden styrs av ett samordnat och federalt ramverk vilket skapar förutsägbarhet och minskar transaktionskostnader för investerare. EU behöver inte nödvändigtvis replikera ett amerikanskt system men det finns mycket att lära av hur federal reglering kan möjliggöra sömlösa kapitalflöden mellan regioner (Draghi, 2024). Ett konkret exempel är frågan om prospektstandarder, de regler som styr vilken information ett företag måste offentliggöra vid

kapitalanskaffning. I USA gäller ett enhetligt system under SEC, där ett godkänt prospekt gäller för hela den amerikanska marknaden, oavsett i vilken delstat kapitalet tas in. Även Sverige tillämpar ett centralt godkänt prospekt via Finansinspektionen i enlighet med EU:s prospektförordning. Däremot uppstår inom EU betydande variation i hur reglerna tolkas och implementeras i praktiken mellan medlemsländer. Trots EU:s försök att harmonisera regler genom exempelvis EU:s prospektförordning (EU 2017/1129), kvarstår nationella tillägg. Detta innebär att ett svenskt företag som vill resa kapital i till exempel Italien eller Tyskland ofta måste justera sitt prospekt för att uppfylla lokala krav. För startups, som ofta saknar juridiska resurser, innebär detta en oproportionerlig börda som i praktiken begränsar möjligheten att söka internationell finansiering. En gemensam europeisk prospektstandard med ömsesidigt erkännande skulle därför kraftigt reducera trösklarna för gränsöverskridande kapitalanskaffning. Det skulle också öka transparens och minska kostnader för både startups och investerare. Det finns också behov av att stärka EU:s institutioner för tillsyn och regelutformning. En utvidgning av befogenheterna för European Securities and Markets Authority (ESMA) bör övervägas, för att säkerställa enhetlig tillämpning av regler och därmed minska nationella avvikelser som skapar rättsosäkerhet för både investerare och bolag. En starkare ESMA skulle också kunna koordinera information om startupfinansiering över medlemsländer, vilket idag är splittrat och svåröverskådligt.

De finansiella reformerna kan med fördel inspireras av Sveriges politiska historia med incitament och effektiv allokering. Som tidigare nämnt finns ett stort europeiskt sparkapital som i nuläget hålls i lågproduktiva tillgångar som bankinlåning och fastigheter. För att ändra på det krävs finansiella reformer som styr kapitalet mot produktiva investeringar. Sverige erbjuder en viktig lärdom med avregleringar av kreditmarknaden tillsammans med skatteincitament för hushållssparande på börsen, som skapar en stark investerarkultur där kapital effektivt kan nå innovativa företag (Regeringen, 2025). Ett europeiskt ISK-liknande system kan vara ett konkret förslag för att främja aktiesparande bland hushåll i hela EU. Samtidigt kan pensionssystemets kapital i större utsträckning göras tillgängligt för investeringar i riskkapitalfonder, där lagar i flera medlemsländer idag sätter hinder (EIB, 2023). Statistik visar att amerikanska pensionsfonder investerar över 3 % av sina tillgångar i VC-fonder, jämfört med mindre än 0,1 % i EU (OECD, 2023). Här finns en enorm potential att mobilisera långsiktigt kapital till startups.

Även riktade skatteincitament för privata investeringar i onoterade tillväxtbolag och VC-fonder är tänkbart, särskilt då sådana marknader ännu är outvecklade i flera medlemsländer. Särskilt i sydeuropeiska och östeuropeiska medlemsstater saknas idag en fungerande infrastruktur för privat kapital att nå teknikdrivna startup-ekosystem.

Statistik från IMF (2023) visar att EU:s hushåll förfogar över finansiella tillgångar motsvarande cirka 33 000 miljarder euro vilket är jämförbart med USA:s 38 000 miljarder dollar. Trots denna liknande storlek i kapitalbas är USA:s kapitalmarknader över tre gånger så djupa när det mäts i börsvärde och tidiga investeringar (NVCA, 2024; European Commission, 2024). Detta illustrerar inte bara det strukturella gapet, utan också möjligheten att frigöra betydande resurser till entreprenöriella projekt inom unionen. Verkligheten bör samtidigt inte förbises. EU är inte en federal stat och flera politiska strömningar går i motsatt håll. Stora kulturella skillnader finns mellan länderna och som gärna försvaras och bevaras. I länder med svag tilltro till aktiemarknader eller tradition av bankcentrerad finansiering kan övergången ta lång tid. Detta förstärks av signaleringsteoretiska hinder, där unga företag i mindre utvecklade ekosystem har svårt att validera sig inför internationellt kapital. Därför bör CMU inte ses som ett kortsiktigt projekt utan som ett strukturreformprogram för flera decennier. Att etablera långsiktiga incitament för kapitalflöden till startups snarare än kortsiktig avkastning är centralt för att bygga ett konkurrenskraftigt och resiliert Europa.

5.3 Startups som tillväxtmotor

Startups spelar en avgörande roll i Europas innovations- och tillväxtstrategi (Draghi, 2024). De utgör inte bara en källa till teknologiska genombrott utan fungerar även som katalysatorer för strukturell omvandling i ekonomin. I ljuset av den data som presenterats i kapitel 4 framgår det tydligt att startups är särskilt beroende av effektiva kapitalmarknader, eftersom deras affärsmodeller bygger på snabb skalning och tidiga investeringar i FoU. För att EU ska kunna konkurrera med USA och Kina inom strategiska framtidsområden krävs att tillgången till kapital för startups förbättras avsevärt, inte minst i de tidiga och mest riskfyllda faserna av företagsutvecklingen. Som tidigare delar av uppsatsen visat är det särskilt i skedet från idé till

kommersialisering där europeiska företag tappar fart i jämförelse med amerikanska motsvarigheter (OECD, 2021; Draghi, 2024). En välfungerande kapitalmarknad ger inte bara företag möjlighet att växa, den fungerar också som en urvalsprocess där de mest skalbara idéerna snabbt får resurser att slå igenom globalt. Enligt NVCA (2023) får 38 % av amerikanska startups tillgång till VC redan inom de tre första åren. I EU är motsvarande siffra ofta under 12 %. När tillgång till riskkapital är bristfällig riskerar lovande företag att förbli små eller flytta till ekosystem där finansieringen är mer tillgänglig, som Silicon Valley eller Boston.

Studier från IMF (2023) visar att länder med djupa kapitalmarknader upplever snabbare produktivitetstillväxt. Särskilt i branscher där innovation spelar en avgörande roll. Startups är överrepresenterade i dessa sektorer, som artificiell intelligens, bioteknik, klimatteknologi och avancerad mjukvaruutveckling. Tillgång till kapital fungerar här som en multiplikator, utan finansiering blir kunskap och idéer inte till produkt. Genom att öka kapitaltillgången till dessa företag kan EU skapa nya globala företag som liknar Amazon, Google eller Moderna – bolag som en gång var små, men som via kapitalmarknaden kunde skala snabbt.

Flera sektorer inom EU har särskilt hög potential för startupdriven tillväxt, särskilt om kapitaltillgången förbättras. Grön teknologi och klimatinnovation är en av dessa. Enligt European Investment Bank (2023) kommer EU att behöva mobilisera över 500 miljarder euro i privata investeringar årligen för att nå klimatmålen. Startups inom exempelvis koldioxidinfångning, energilagring och cirkulär ekonomi är centrala för denna omställning, men möter ofta brist på tidig finansiering. Artificiell intelligens och kvantteknik är också en sådan sektor. Europa har stark forskning inom AI och kvantdatorer, men flera rapporter visar att kommersialiseringen halkar efter USA och Kina (OECD, 2022). Riskkapital är avgörande för att överbrygga detta gap och få tekniken ut på marknaden. Digital hälsa och bioteknik har under de senare åren varit relevant. Covid-19-pandemin visade vikten av snabb innovation inom medicin, diagnostik och e-hälsa. Många europeiska startups i dessa sektorer har potential att bli världsledande, men saknar skalbart kapital (EIB, 2023). Rymdteknik och nya mobilitetslösningar är en framtidssektor där Europa har ambitioner att konkurrera. EU:s satsningar på oberoende satellitsystem och hållbara transporter som elflyg kräver startupdriven innovation. Samtliga dessa områden kännetecknas av hög kapitalintensitet, särskilt i pre-revenue-stadier, vilket gör tidiga VC- och offentliga medel avgörande.

Ett förbättrat finansieringssystem kan också bidra till att jämna ut de ekonomiska skillnaderna inom EU. Idag är startup-ekosystemen koncentrerade till städer som Berlin, Paris och Stockholm, medan mindre regioner i Sydeuropa, Östeuropa och vissa delar av södra Tyskland eller Frankrike fortfarande saknar tillgång till både kapital och nätverk (European Commission, 2024). Genom att koppla samman lokala inkubatorer, universitet och riskkapitalfonder via en gemensam kapitalmarknadsinfrastruktur kan EU möjliggöra för startup-kluster att växa även i mindre och mer avlägsna regioner för att därigenom skapa tillväxt, sysselsättning och innovation även utanför de traditionella storstäderna. Siffror från EIB (2023) visar att medan 45 % av bolag i Rumänien ser finansieringsvillkor som ett tillväxthinder, är motsvarande siffra i Sverige endast 12 %. Detta speglar de geografiska obalanser som CMU bör adressera.

Startups är inte bara tillväxtmotorer, de är också noder i framtidens europeiska näringsliv. Genom att skapa ett kapitalmarknadssystem som stöder dessa företag genom hela livscykeln från pre-seed till börsnotering kan EU skapa förutsättningar för att bli en global ledare inom strategiska framtidssektorer. Detta kräver inte bara harmonisering och tillgång till riskkapital, utan också institutioner som minskar informationsasymmetrier, underlättar exits och förstärker entreprenörens möjligheter att signalera kvalitet. Vägen dit kräver kapital, reformer och en långsiktig vision, men potentialen är enorm.

5.4 Forskningsdiskussion och implikationer

Denna uppsats har analyserat skillnader i kapitalmarknadsstruktur och startup-finansiering mellan EU, Sverige och USA i syfte att identifiera lärdomar för EU:s kapitalmarknadsunion. Även om studien ger en övergripande bild av strukturella hinder och möjligheter, finns flera aspekter som kräver fortsatt forskning. Framför allt behövs mer empirisk kunskap om hur specifika finansieringsvillkor påverkar startups i olika faser från i olika europeiska kontexter. Ett första område för vidare studier är de empiriska effekterna av specifika policyåtgärder inom EU:s medlemsländer, till exempel hur harmonisering av skatteregler eller tillsyn påverkar riskkapitalflöden och företagsdynamik. Här vore det särskilt värdefullt med jämförande

panelstudier över tid, där man kvantitativt kan undersöka effekterna av exempelvis ISK-liknande konton eller pensionsreformer.

Eftersom denna uppsats primärt bygger på sekundärdata och teoretisk analys, krävs kvantitativa studier för att belägga orsakssamband mellan policy och investeringar. Ett annat område är investerarkultur, hur hushållens och institutionernas preferenser för olika tillgångsslag skiljer sig mellan länder, och vilka incitament som mest effektivt kan styra kapital mot entreprenöriell aktivitet. Exempelvis visar uppsatsen att USA:s pensionsfonder investerar över 3 % i venture capital, medan EU ligger under 0,1 %, en skillnad som speglar både lagstiftning och normer. Här vore djupare landstudier eller enkätbaserade metoder särskilt relevanta. Dessutom återstår att studera hur geopolitik, digitalisering och grön omställning påverkar kapitalmarknadens framtida organisering inom EU. Särskilt relevant vore att analysera hur klimatmålen kan kopplas till utveckling av gröna VC-fonder och crowdfundinginitiativ.

Studien visar att EU:s fragmenterade kapitalmarknad begränsar startups möjligheter att växa, trots ett högt samlat sparande. Detta innebär att EU-kommissionen, EIB och nationella myndigheter bör fokusera på att undanröja regulatoriska och skattemässiga hinder snarare än att enbart tillskjuta mer kapital. Resultaten ger stöd för att harmonisering av tillsyn, skatteincitament för investeringar samt ökad transparens är centrala verktyg. Det behövs också vidare forskning om hur digitala infrastrukturer, som European Single Access Point, kan förbättra informationsflöden och minska osäkerheten i investeringar i onoterade startups.

För Sverige visar analysen att ett långsiktigt reformarbete kring aktiemarknadens funktion, skattesystem och entreprenörskultur har skapat en modell med lärdomar även för andra EU-länder. Statliga initiativ som Vinnova och Almi Invest har fungerat som riskdelare, vilket kan vara särskilt intressant för länder där privat kapital är mer avvaktande. På samma sätt ger USA:s modell av funktionell kapitalintegration konkreta exempel på vad en sammanhållen inre marknad kan åstadkomma i termer av innovationskapacitet. För investerare och fondbolag indikerar resultaten att ett förutsägbart och enhetligt regelverk på EU-nivå vore gynnsamt för att öka gränsöverskridande investeringar i små och medelstora företag.

Uppsatsens resultat bekräftar centrala antaganden inom teorin om finansiell integration, särskilt att effektiva kapitalflöden kräver låg grad av institutionell friktion. Samtidigt illustrerar studien att institutionell teori är avgörande för att förstå varför integration sker olika snabbt i olika länder, eftersom kulturella, juridiska och politiska faktorer påverkar både incitament och utfall. Kapital söker inte automatiskt den högsta avkastningen om transaktionskostnader, osäkerhet och regelverk skapar barriärer, vilket bekräftar betydelsen av institutionella ramar och förtroendeskapande åtgärder. I kontrast till vissa antaganden om att kapital automatiskt söker högsta avkastning, visar uppsatsen att regulatoriska och kulturella barriärer ofta är starkare än ekonomiska drivkrafter. Därmed bidrar studien med ett teoretiskt bidrag genom att kombinera finansiell integrationsteori med institutionella perspektiv för att bättre förstå Europas strukturella utmaningar.

6. Slutsats

Denna uppsats har belyst de strukturella utmaningar och möjligheter som EU står inför när det gäller att skapa en mer integrerad och effektiv kapitalmarknad. Genom att analysera kapitalmarknadens roll för startup finansiering i Sverige, EU och USA har uppsatsen identifierat avgörande faktorer som påverkar innovation och ekonomisk tillväxt. Fokus har särskilt legat på startupsektorns behov av tillgång till tidig och riskvillig finansiering. Ett område där EU i dagsläget uppvisar tydliga svagheter.

USA:s framgångsrika modell visar på vikten av en integrerad och federalt reglerad kapitalmarknad, där kapital kan flöda fritt och effektivt mellan sektorer och regioner. Detta skapar en dynamisk miljö som främjar innovation och tillväxt. Genom ett väletablerat nätverk av riskkapitalfonder, pensionsfinansiering och statliga innovationsprogram som SBIR kan amerikanska startups snabbt skala upp och nå marknaden.

Sverige, som ett framgångsrikt exempel inom EU, demonstrerar hur omfattande avregleringar, skatteincitament och en stark börskultur kan skapa en välfungerande kapitalmarknad som stöder startups. Reformen som ISK, pensionsfondernas ökade exponering mot onoterade tillgångar och offentliga aktörer som Vinnova och Almi Invest har gett upphov till ett ekosystem där även tidig finansiering kan erbjudas.

EU står dock inför en betydande utmaning. Trots ett stort sparande lyckas unionen inte effektivt kanalisera detta kapital till produktiva investeringar. En betydande del av hushållens finansiella tillgångar placeras i kontanter och bankinlåning, vilket indikerar en outnyttjad potential. Vid sidan av detta lider många medlemsländer av brist på lokala VC-fonder, otillräcklig exit-infrastruktur och låg gränsöverskridande rörlighet av kapital.

För att EU ska kunna konkurrera globalt och främja innovation och ekonomisk tillväxt krävs samordnade reformer på politisk, institutionell och finansiell nivå. Politiska reformer måste inkludera en gemensam vilja och långsiktiga mål för att förbättra finansieringen för startups.

Institutionella reformer bör fokusera på harmonisering och centralisering av regelverk för att skapa ett sammanhängande finansiellt ekosystem. Finansiella reformer bör inspireras av Sveriges erfarenheter med incitament och effektiv kapitalallokering för att styra kapital mot produktiva investeringar. Detta innefattar bland annat ISK-liknande konton, förbättrad investerarinformation via ESAP och pensionsreformer som möjliggör investeringar i VC.

Startups spelar en avgörande roll i Europas innovations- och tillväxtstrategi. För att EU ska kunna konkurrera globalt inom strategiska framtidsområden krävs att tillgången till kapital för startups förbättras. Genom att skapa ett kapitalmarknadssystem som stöder dessa företag genom hela livscykeln kan EU skapa förutsättningar för att bli en global ledare inom strategiska framtidssektorer. Den gröna omställningen och den digitala transformationen är avgörande för Europas framtid. För att uppnå dessa mål krävs en mobilisering av privat kapital. En välfungerande kapitalmarknad är avgörande för att främja innovation och ekonomisk tillväxt, vilket är nödvändigt för att möta dessa utmaningar.

Genom att lära av Sveriges erfarenheter och USA:s modell kan EU skapa en mer dynamisk och effektiv miljö för företagsutveckling. Detta kräver långsiktiga reformer och ett tydligt fokus på kapitalmarknadens roll som en drivkraft för innovation. Kapitalmarknadsunionen bör inte ses som en teknokratisk process, utan som ett verktyg för att framtidssäkra Europas ekonomi. Genom att skapa en mer integrerad och effektiv kapitalmarknad kan EU främja innovation, ekonomisk tillväxt och konkurrenskraft på den globala arenan. Detta är avgörande för att möta de utmaningar som den gröna omställningen och den digitala transformationen medför, och för att säkerställa Europas position som en global ledare inom strategiska framtidssektorer.

Referenslista

1. AP-fonderna, 2024. *Årsrapporter 2024*. Stockholm: Första–Fjärde AP-fonden.
2. Almi, 2023. *Årsrapport 2023*. Stockholm: Almi Företagspartner AB.
3. Baele, L., Ferrando, A., Hördahl, P., Krylova, E. & Monnet, C., 2004. *Measuring financial integration in the euro area*. Oxford Review of Economic Policy, 20(4), s.509–530.
4. Baele, L., Ferrando, A., Hördahl, P., Krylova, E. & Monnet, C., 2004. *Measuring Financial Integration in the Euro Area*. European Central Bank, Occasional Paper Series No. 14.
5. Blatter, J. & Haverland, M. (2012). *Designing case studies: explanatory approaches in small-N research*. Basingstoke: Palgrave Macmillan.
6. Bryman, A. (2016). *Social research methods*. 5 uppl. Oxford: Oxford University Press.
7. Business Insider, 2025. *150 IPOs expected to hit U.S. markets in 2025 as investor sentiment rebounds* [online]. Tillgänglig på:
<https://www.businessinsider.com/ipos-2025-outlook> [Hämtad: 11 april 2025].
8. Cassar, G., 2004. *The financing of business start-ups*. Journal of Business Venturing, 19(2), s.261–283.
9. Chemanur, T., He, J. & Nandy, D., 2020. *The effects of venture capital on innovation strategies: Evidence from U.S. firms*. Journal of Financial Economics, 135(3), s.726–755.
10. Copenhagen Economics, 2019. *The economic footprint of Swedish venture capital and private equity*. Köpenhamn: Copenhagen Economics.
11. Denscombe, M. (2017). *The good research guide: for small-scale social research projects*. 6 uppl. London: McGraw-Hill Education.
12. Draghi, M., 2024. *Empowering Europe: A new strategy for the Single Market*. Bryssel: Europeiska kommissionen.
13. Draghi, M., 2024. *Report on the Future of EU Competitiveness*. Bryssel: Europeiska kommissionen. Tillgänglig på:
https://commission.europa.eu/system/files/2024-04/competitiveness-report-draghi_en.pdf [Hämtad: 29 mars 2025].
14. ECB, 2022. *Financial Integration in Europe*. Frankfurt: Europeiska centralbanken.

15. ECB, 2024. *Households' financial investments in the EU and the US* [online]. Tillgänglig på: <https://www.ecb.europa.eu/stats> [Hämtad: 27 april 2025].
16. Ekonomifakta, 2024. *Sparande i Sverige* [online]. Tillgänglig på: <https://www.ekonomifakta.se> [Hämtad: 9 april 2025].
17. European Commission, 2023. *Capital Markets Union 2023 Progress Report*. Bryssel: Europeiska kommissionen. Tillgänglig på: https://ec.europa.eu/info/publications/cmu-progress-report_en [Hämtad: 1 april 2025].
18. European Commission, 2023. *Capital Markets Union: A plan for deepening Europe's capital markets* [online]. Tillgänglig på: <https://ec.europa.eu> [Hämtad: 8 april 2025].
19. European Commission, 2024. *Capital Markets Union: The way forward*. Bryssel: Directorate-General for Financial Stability.
20. European Commission, 2024. *Den inre marknaden vid 30* [online]. Tillgänglig på: https://single-market-economy.ec.europa.eu/single-market/30th-anniversary_en [Hämtad: 29 mars 2025].
21. European Investment Bank (EIB), 2023. *Access to Finance for Innovative Firms in the EU*. Luxemburg: EIB. Tillgänglig på: <https://www.eib.org/en/publications/access-to-finance-eu> [Hämtad: 27 april 2025].
22. Financial Times, 2024. *How Sweden built one of Europe's most investor-friendly equity cultures* [online]. Tillgänglig på: <https://www.ft.com> [Hämtad: 15 april 2025].
23. Financial Times, 2025. *Europe must act to stop tech start-ups leaving to list in US, Swedish PM warns*. Financial Times. [31 mars 2025].
24. Gantenbein, P., Kind, A. & Volonté, C., 2019. *Individualism and venture capital: A cross-country study*. Management International Review, 59(5), s.737–765.
25. Guest, G., MacQueen, K.M. & Namey, E.E. (2012). *Applied thematic analysis*. Thousand Oaks: Sage Publications.
26. Hofstede, G., 2001. *Culture's Consequences: Comparing Values, Behaviors, Institutions and Organizations Across Nations*. 2 uppl. Thousand Oaks, CA: Sage Publications.
27. IMF, 2023. *Capital Markets in Europe: Challenges and Opportunities*. Washington, D.C.: Internationella valutafonden.
28. IMF, 2024. *Global Financial Stability Report* [online]. Tillgänglig på: <https://www.imf.org/en/Publications/GFSR> [Hämtad: 7 april 2025].

29. Invest Europe, 2024. *European Private Equity Activity 2024*. Bryssel: Invest Europe.
30. Jensen, M.C. & Meckling, W.H., 1976. *Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure*. Journal of Financial Economics, 3(4), s.305–360.
31. Kaplan, S. & Strömberg, P., 2003. *Financial Contracting Theory Meets the Real World: An Empirical Analysis of Venture Capital Contracts*. Review of Economic Studies, 70(2), s.281–315.
32. Kaplan, S. & Lerner, J., 2016. *Venture capital data: Opportunities and challenges*. In: Measuring Entrepreneurial Businesses: Current Knowledge and Challenges. Chicago: University of Chicago Press.
33. Karaömerlioğlu, D.Ç. & Jacobsson, S., 2000. *The Swedish venture capital industry: An infant, adolescent or grown-up?* Göteborg: Chalmers tekniska högskola, Working Paper.
34. Kraemer-Eis, H., Botsari, A. & Lang, F., 2023. *EIF VC Survey 2023*. Luxemburg: Europeiska investeringsfonden. Tillgänglig på: https://www.eif.org/news_centre/publications/eif-vc-survey-2023.htm
35. La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. & Vishny, R.W., 1997. *Legal Determinants of External Finance*. Journal of Finance, 52(3), s.1131–1150.
36. Levine, R., 2005. *Finance and Growth: Theory and Evidence*. I: P. Aghion och S. Durlauf, red., *Handbook of Economic Growth*, Vol. 1A. Amsterdam: Elsevier, s.865–934.
37. 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), s.187–221.
38. North, D., 1990. *Institutions, Institutional Change and Economic Performance*. Cambridge: Cambridge University Press.
39. NVCA, 2024. *Yearbook & Venture Monitor 2024*. Washington, D.C.: National Venture Capital Association. Tillgänglig på: <https://nvca.org>
40. OECD, 2021. *Venture Capital Policies in Sweden*. Paris: OECD Publishing.
41. OECD, 2023. *Financing SMEs and Entrepreneurs 2023: An OECD Scoreboard*. Paris: OECD Publishing.
42. Qery, L., 2023. *Global VC Investment Trends 2022–2023*. Journal of Financial Markets and Innovation, 15(2), s.89–112.
43. Regeringen, 2025. *Sweden's Capital Markets Journey*. Stockholm: Regeringskansliet.

44. Revista de Studii Financiare, 2024. *Barriers to capital flows in the EU: A comparative perspective*. Journal of Financial Studies, 10(1), s.35–56.
45. Riksbanken, 2024. *Finansiell stabilitetsrapport 2024*. Stockholm: Sveriges Riksbank.
46. Schumpeter, J.A., 1934. *The Theory of Economic Development*. Cambridge, MA: Harvard University Press.
47. Scandicorp, 2023. *Private Equity and Company Formation in Sweden*. Stockholm: Scandicorp AB.
48. Silverman, D. (2021). *Interpreting qualitative data*. 6 uppl. London: Sage Publications.
49. Spence, M., 1973. *Job Market Signaling*. Quarterly Journal of Economics, 87(3), s.355–374.
50. SEC, 2015. *Regulation A – Final Rules*. U.S. Securities and Exchange Commission. Tillgänglig på: <https://www.sec.gov/rules/final/2015/33-9741.pdf> [Hämtad: 1 maj 2025].
51. StockAnalysis, 2025. *Number of IPOs by Year* [online]. Tillgänglig på: <https://www.stockanalysis.com/ipos/statistics/> [Hämtad: 1 maj 2025].
52. Tirole, J., 2006. *The Theory of Corporate Finance*. Princeton, NJ: Princeton University Press.
53. Veugelers, R. et al., 2019. *How Europe's Capital Markets Can Help Finance Innovation*. Bryssel: Bruegel. Tillgänglig på: <https://www.bruegel.org/report/how-europes-capital-markarkets-can-help-finance-innovation>
54. World Bank, 2023. *Global Capital Market Trends and Financial Development Indicators*. Washington, D.C.: World Bank Group.
55. Wurgler, J., 2000. *Financial markets and the allocation of capital*. Journal of Financial Economics, 58(1–2), s.187–214.
56. Yin, R.K. (2018). *Case study research and applications: design and methods*. 6 uppl. Thousand Oaks: Sage Publications.
57. Zaghini, A. (2021). *Capital markets union and cross-border risk sharing in the euro area*. European Economy – Discussion Paper 144. Bryssel: European Commission Directorate-General for Economic and Financial Affairs.
58. ZEW, 2022. *Capital Market Union and the Impact of Regulatory Fragmentation on Cross-Border Investment*. Mannheim: Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung.

AI-redogörelse

Generativ AI har använts som hjälpmedel i denna uppsats. De tjänster som använts är Chat GPT av Open AI och LeChat av Mistral AI. Dessa har använts för att bearbeta text, exempelvis med grammatik och meningsbyggnad samt för att korta ned delar av text. Dessutom har den gett förslag på alternativa ord eller formuleringar. Generativ AI har även använts för att hitta vissa källor. Detta genom en inbyggd internetfunktion som tillåter AI att söka på nätet efter forskningsartiklar och rapporter. Utöver detta har AI allmänt använts som en extra handledare genom att bistå med kommentarer på delar av texten.