



BSc ritgerð í viðskiptafræði

Áhrifaþættir og verkferlar íslenskra vísisjóða og englafjárfesta

Fjárfestingar í sprotafyrirtækjum

Maí, 2022

Nafn nemanda: Selma Rún Friðjónsdóttir

Kennitala: 200498-2089

Nafn nemanda: Tryggvi Björn Guðbjörnsson

Kennitala: 041196-3359

Leiðbeinandi: Hallur Þór Sigurðarson

Útdráttur

Lítið hefur verið um rannsóknir á því hvað skiptir íslenska fjárfesta mestu máli þegar kemur að því að þeir fjárfesti í sprotafyrirtækjum. Markmiðið með þessari rannsókn var að fá djúpa innsýn í nýsköpunarumhverfið á Íslandi með því að kanna hverjir helstu áhrifaþættir og verkferlar íslenskra vísisjóða og englafjárfesta eru. Niðurstöður rannsóknarinnar voru bornar saman við vísindarit sem hafa sömu sögu að segja um fjárfesta erlendis frá.

Notast var við eiginlega aðferðafræði í rannsókn þessari þar sem djúpvíðtöl voru tekin við níu mismunandi fjárfesta sem eiga það sameiginlegt að fjárfesta í sprotafyrirtækjum. Fjárfestarnir voru flokkaðir í englafjárfesta og vísisjóði. Englafjárfestar voru fjórir og vísisjóðir voru fimm talsins. Notast var við hálfstöðluð viðtöl. Rannsakendur skrifuðu viðtölin upp og greindu með litakóðun. Út frá litakóðuninni voru niðurstöður viðtalanna skiptar niður í fjóra kafla, PCDO framework, viðskiptaáætlun, undirbúning fyrir fjárfestingu og aðkomu fjárfestis eftir fjárfestingu.

Niðurstöður rannsóknarinnar benda til þess að vísisjóðir og englafjárfestar horfa fyrst og fremst á teymið eða frumkvöðulinn sem áhrifaþátt. Þeir gera það þó á misjafnan máta. Vísisjóðir vilja sjá ástríðu fyrir verkefninu hjá teyminu en englafjárfestar horfa meira á reynslu og þekkingu teymisins. Vísisjóðir á Íslandi hegða sér líkt og vísisjóðir erlendis en taka jafnvel meira þátt í fyrirtækinu. Englafjárfestar hérlendis eru frábrugðnir englafjárfestum erlendis á þann máta að þeir vilja síður taka mikinn þátt í fyrirtækjunum.

Ritgerð þessi er hagnýt að því leyti að með lesningu hennar geta íslenskir frumkvöðlar fengið innsýn í það hvað skiptir fjárfesta mestu máli þegar kemur að fjárfestingum þeirra í sprotafyrirtækjum og geta þeir því verið betur undirbúnir fyrir fjármögnun. Á heildina lítið snýst leikurinn ekki aðeins um fjármögnun eina og sér heldur snýst hann einnig um getu frumkvöðla til þess að búa til virði úr hugmynd. Með getuna að vopni þurfa frumkvöðlar einnig að geta sýnt fram á að hugmynd þeirra sé þess virði að fjárfesta í. Nýsköpunargildi fyrir frumkvöðlana liggur í því að þeir geti nýtt sér upplýsingar úr þessari rannsókn til þess að ná frekari árangri í sínum sprotafyrirtækjum. Hverjir eru helstu áhrifaþættir og verkferlar íslenskra vísisjóða og englafjárfesta þegar kemur að fjárfestingum í sprotafyrirtækjum?

„To me, ideas are worth nothing unless executed. They are just a multiplier. Execution is worth millions.“ -Steve Jobs

Lykilorð: Sprotafyrirtæki, Englafjárfestar, Vísisjóðir, Fjárfestingar, PCDO

Formáli

Þessi ritgerð er 12 ECTS eininga lokaverkefni til B.Sc. prófs við Háskólann í Reykjavík. Höfundar ritgerðarinnar eru Selma Rún Friðjónsdóttir og Tryggvi Björn Guðbjörnsson. Leiðbeinandi verkefnisins var Hallur Þór Sigurðarson, lektor við viðskiptafræðideild Háskólans í Reykjavík.

Friðjón Þórðarson fær þakkir fyrir greitt aðgengi að tengslaneti sínu. Northstack fær einnig þakkir fyrir hjálp og aðgang að gögnum. Daníel Þór Heimisson fær sömuleiðis þakkir fyrir yfirferð á málfari. Síðast en ekki síst vilja höfundar þakka hvor öðrum fyrir frábært samstarf af gömlum vana.

Efnisyfirlit

Útdráttur	3
Formáli	5
1. Inngangur	8
2. Fræðileg umfjöllun.....	14
2.1 PCDO framework	14
2.1.1 Fólkið	16
2.1.2 Samhengið.....	19
2.1.3 Samningurinn.....	20
2.1.4 Tækifærið.....	21
2.2 Viðskiptaáætlun	22
2.3 Undirbúningur fjárfestis fyrir fjárfestingu	24
2.4 Aðkoma fjárfestis eftir fjárfestingu.....	26
3. Aðferð	27
3.1 Þátttakendur	28
3.2 Mælingar	28
3.3 Framkvæmd	28
4. Niðurstöður	30
4.1 Áhrifaþættir.....	30
4.2 Viðskiptaáætlun	34
4.3 Undirbúningur fjárfestis fyrir fjárfestingu	35
4.4 Samningar	37
4.5 Samskiptaferli	37
5. Umræða.....	38
5.1. Fólkið	38

5. 2 Samhengið.....	40
5. 3 Samningurinn.....	40
5. 4 Tækifærið.....	41
5. 5 Viðskiptaáætlun	41
5. 6 Undirbúningur fjárfestis fyrir fjárfestingu.....	42
5. 7 Aðkoma fjárfestis eftir fjárfestingu.....	43
5. 8 Annað.....	44
5. 9 Hvað hefði mátt fara betur?	44
5. 10 Framtíðar rannsóknir.....	45
6. Lokaorð.....	45
7. Heimildaskrá.....	47
8. Viðauki.....	54
Viðauki A: Spurningalisti fyrir sjóðstjóra.....	54
Viðauki B: Spurningalisti fyrir englafjáfesta.....	56

1. Inngangur

Mikil áhersla er lögð á nýsköpun í samfélagi okkar í dag. Til þess að stuðla að aukinni nýsköpun er mikilvægt að frumkvöðlar séu vel upplýstir um hvað það er sem skiptir fjárfesta mestu máli þegar kemur að því að veita fjármagn til sprotafyrirtækja. Við hverju mega frumkvöðlar búast við þegar fjárfestir íhugar að fjárfesta í þeim og hvernig aðkoma fjárfestisins er eftir að fjárfesting hefur átt sér stað?

Helstu áhrifaþættir og verkferlar íslenskra fjárfesta þegar kemur að fjárfestingum í sprotafyrirtækjum eru kannaðir í þessu verkefni ásamt því að ásamt því að gera grein fyrir því hversu mikilvæg nýsköpun er í raun og veru. Að því sögðu vildu rannsakendur kanna það hvað það er sem skiptir fjárfesta mestu máli á þessum markaði í dag og við hverju má búast við fyrir og eftir fjárfestingu. Einnig vildu rannsakendur bera saman hegðunarmynstur íslenskra fjárfesta við skilgreiningar á hegðunarmynstri fjárfesta erlendis. Þar er hægt að fá innsýn í það hvort og hvernig íslenskir fjárfestar eru öðruvísi en fjárfestar erlendis frá. Rannsóknin svarar eftirfarandi spurningum: Hvað hugsa þeir fjárfestar sem fjárfesta í sprotafyrirtækjum og nýsköpun? Hvaða kröfur gera þeir í dag? Hvaða verklagi fylgja þeir? Hvað er það sem skiptir fjárfesta mestu máli? Rannsóknarspurningin er því: Hverjir eru helstu áhrifaþættir og verkferlar íslenskra vísisjóða og englafjárfesta þegar kemur að fjárfestingum í sprotafyrirtækjum?

Í rannsókninni studdust rannsakendur við svokallað *PCDO framework*. *PCDO* stendur fyrir „People, Context, Deal, Opportunity“ sem rannsakendur túlkuðu sem fólkið, samhengið, samningurinn og tækifærið. Allt eru þetta þættir sem hafa áhrif á hvort fjárfestar ákveða að fjárfesta í fyrirtæki eða ekki.

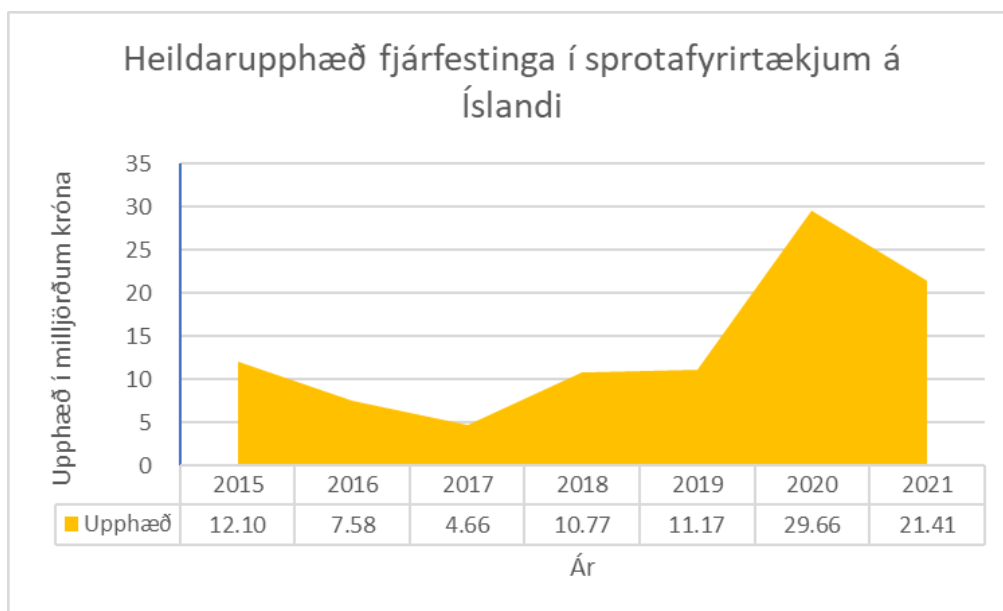
Í viðskiptaheiminum má gjarnan finna einn eða fleiri stofnendur fyrirtækis, oftar en ekki eru það þeir sem eiga hugmynd að nýju fyrirtæki, svokallaðir frumkvöðlar. Í bók Dollinger (2008) „Entrepreneurship: strategies and resources“ er greint frá því að frumkvöðlastarfsemi er í raun stjórnun auðlinda til þess að búa til nýstárlegt (e. innovative) félag í þeim tilgangi að fá ávinning eða vöxt gegn áhættu eða óvissu. Þessi skilgreining á frumkvöðlastarfsemi passar ágætlega við það hvernig sprotafyrirtæki eru skilgreind, en samkvæmt Kollmann o.fl. (2016) þá eru sprotafyrirtæki skilgreind sem ung fyrirtæki með afar nýstárleg viðskiptamódel sem beita sér fyrir

verulegri tekjuaukningu. Því er hægt að gera ráð fyrir því að frumkvöðull sé á bak við sprotafyrirtæki, til þess að fá ávinning gegn ákveðinni óvissu.

Nýsköpun er gífurlega mikilvæg fyrir almannahag og þá sérstaklega þegar kemur að hagvexti og er það almennt viðurkennt í vísindaritum (Szabo o.fl, 2013). Nýsköpun er víðtækt hugtak og mikilvægt er að gera greinarmun á milli nýsköpunar (e. innovation) og að finna eitthvað upp (e. invent). Þegar uppfinningamaður finnur upp vöru þá hefur varan ekki verið til áður. Á hinn bóginn hefur nýsköpun (e. innovation) verið skilgreind á mismunandi vegu í gegnum tíðina. Skilgreiningin er þó keimlík sama í hvaða vísindarit er vitnað í. Rogers (1998) skilgreinir nýsköpun sem ferlið við það að ná verðmætum úr hugmyndum og Van de Ven (1986) skilgreinir nýsköpun sem þróun og innleiðingu nýrra hugmynda fólks. Færa má rök fyrir því að fólkið sem Van de Ven talar um séu frumkvöðlar, enda eru þeir að eiga við nýstárlega hugmynd sem þeir sjálfir þurfa að ná verðmætum úr, þróa og innleiða við uppbyggingu sprotafyrirtækisins.

Eins og nefnt hefur verið áður getur nýsköpun reynst mikilvæg fyrir almannahag og margar heimildir eru fyrir því að nýsköpun ýti undir hagvöxt. Forsenda kenningarinnar um eftirlíkingar (e. imitations) og nýsköpun segir okkur að hagvöxtur samanstandi af tveimur þrepum þ.e. eftirlíkingum og nýsköpun (Derunova o.fl, 2014). Audretsch (2007) sýndi að hagvaxtarlíkan Solows væri lýsandi til að tengja virði sem frumkvöðull hefur við hagvöxt. Því mætti leiða líkur að því að ríkisstjórnir landa heimsins ættu að styðja við nýsköpun og auka frumkvöðlastarfsemi til þess að styðja við hagvöxt í þeirra landi. Þegar harðnar á dalnum og verg landsframleiðsla minnkar ásamt almennri neyslu þá lenda framleiðendur í vandræðum með að selja vöruna sína, en til þess að tryggja stöðuga sölu þá þurfa framleiðendur að velja á milli þess að lækka framleiðslukostnað eða bjóða upp á bætta vöru (Snieska og Valodkiene, 2015). Með breytilegum lifnaðarháttum mannsins eins og t.d. í heimsfaraldri þegar atvinnuleysi eykst má sjá aukna áherslu á nýsköpun í mörgum fyrirtækjum og ríkisstjórnnum heimsins. Í heimsfaraldri COVID-19 hafa t.a.m. mörg lönd sýnt mikla þrautseigju og hækkað útgjöld í nýsköpunartengdum greinum ásamt því að aukið fjármagn hefur farið í fjárfestingar í sprotafyrirtækjum. Fjöldi slíkra fjárfestinga hækkaði að meðaltali um 5,8% árið 2020 á heimsvísu. sem er mesta hækkun frá árinu 2010 samkvæmt Global Innovation Index (Soumitra o.fl., 2021). Til þess að kryfja betur hvernig ástandið er á Íslandi þá er farið nánar út í umhverfi sprotafyrirtækja á Íslandi um þessar mundir.

Til þess að geta borið saman íslenska fjárfesta og fjárfesta erlendis er mikilvægt að gera grein fyrir umhverfi sprotafyrirtækja á Íslandi. Aukinn áhugi hefur skapast á Íslandi á nýsköpun. Samkvæmt rannsókn Northstack hefur byrjunarfjármagn, sem fjárfest er í sprotafyrirtækjum, aukist frá \$1,1 milljón árið 2020 í \$2,3 milljónir árið 2021 og gefur það til kynna að nýsköpunarumhverfið á Íslandi sé að þroskast (Haraldur Hugosson, 2022). Samkvæmt skýrslu frá viðskiptaráði Íslands var Ísland í 50. sæti yfir lönd þar sem auðvelt var að stofna sprotafyrirtæki árið 2011 (Gudjonsson, 2021). Árið 2021 var Ísland komið upp í 35. sæti. Hvað þetta varðar mætti því gera ráð fyrir því að nýsköpunarumhverfið sé að breytast hérlendis til hins betra fyrir sprotafyrirtæki. Margt getur haft áhrif á hvata til nýsköpunar og má þar t.d. nefna uppbyggingu menntunar og stefnu stjórnvalda (Umhverfi til nýsköpunar á Íslandi, 2001).



Mynd 1 - Heildarupphæð fjárfestinga í sprotafyrirtækjum á Íslandi (Northstack, 2022).

Í úttekt Northstack (2022) má sjá að fjármagni var aukið í sprotafyrirtækjum í heimsfaraldri COVID-19 hérlendis. Með stöðugum tækniþróunum, breytilegum lifnaðarháttum og aukinni samkeppni á alþjóðamarkaði má gera ráð fyrir aukinni fjárfestingu í nýsköpun almennt og einnig í innviðum fyrir nýsköpun á Íslandi.

Global Innovation Index setur Ísland í 17. sæti heimslistans og í 9. sæti í Evrópu yfir þau lönd með bestu afköst nýsköpunarvístkerfis (e. innovation ecosystem) í hverju landi fyrir sig

(Soumitra o.fl., 2021). Samkvæmt úttekt KPMG á sprotaumhverfinu á Norðurlöndunum er Ísland í 13. sæti heimslistans þegar kemur að frumkvöðlavistkerfum (e. entrepreneurial ecosystem). Einnig kemur fram að mesti sveigjanleiki er á Íslandi í kringum reglugerðir um ráðningar starfsmanna á Norðurlöndum. Það getur nefnilega reynst mikilvægt þegar kemur að ákvörðuninni að setja á laggirnar sprotafyrirtæki vegna þess hve hratt hlutirnir geta breyst og hversu erfitt það getur reynst að fá samkeppnishæft starfsfólk (Handbook to Nordic Startup Investor Market: Unleash the Full Potential of Nordic Startups, 2017).

Hvaða viðhorf hafa íslensk nýsköpunarfyrirtæki á nýsköpunarumhverfið á Íslandi? Í samstarfsverkefni Northstack, Gallup og Tækniþróunarsjóðs, þar sem markmiðið var að fá heildstæðri sýn á umhverfi frumkvöðla- og nýsköpunarfyrirtækja, má sjá að meirihluti svarenda var ósammála um að Ísland væri góður staður fyrir alþjóðleg nýsköpunarfyrirtæki eða fyrirtæki í örum vexti. Aðeins 38.5% svarenda voru mjög sammála eða frekar sammála um að Ísland væri góður staður fyrir fyrirtæki sem eru að hefja rekstur (Northstack, 2020). Til þess að Ísland verði góður staður fyrir fyrirtæki í örum vexti og að Ísland sé góður staður til að hefja rekstur er mikilvægt að Ísland sé alþjóðlega samkeppnishæft til þess að laða megi alþjóðleg nýsköpunarfyrirtæki. Það væri hægt t.d. með stöðugan gjaldmiðil, lágan rekstrarkostnað, auðvelt aðgengi að fjármagni og mörkuðum erlendis frá og einnig lágt vaxtastig. Að sama skapi eru þessar aðgerðir eitthvað sem myndi líklega hjálpa til við að stuðla að betra nýsköpunarumhverfi fyrir íslensk fyrirtæki en allir þessir punktar eru nákvæmlega það sem nýsköpunarfyrirtækin telja að vanti í nýsköpunarumhverfi Íslands til þess að hægt sé að gera Ísland samkeppnishæft á alþjóðasviði (Northstack, 2020).

Árið 2019 var gerð nýsköpunarstefna, unnin af stýrihópi, sem samanstóð af meðlimum allra flokka sem áttu sæti á Alþingi ásamt hópi fólks úr háskólasamfélaginu og atvinnulífinu. Nýsköpunarstefnan átti að gilda til ársins 2030 en markmið hennar var að Ísland yrði samfélag þar sem nýsköpun yrði inngróin í menningu og borin væri virðing fyrir frumkvöðlum og skapandi einstaklingum í efnahagslífi og menningu (*Nýsköpunarlandið Ísland*, 2019). Nýsköpunarráðherra þáverandi sagði í kynningu nýsköpunarstefnunnar að nýsköpun væri ekki lúxus heldur nauðsyn (*Nýsköpunarstefna Fyrir Ísland: Nýsköpun Er Ekki Lúxus Heldur Nauðsyn*, 2019). Orð þessi gefa til kynna mikilvægi nýsköpunar í þróun lífsgæða samfélagsins og mikilvægt sé að nýsköpunarumhverfið á Íslandi sé í stakk búið að takast á við viðfangsefni, vandamál og breytingar

á lifnaðarháttum næstu ára. Þar sem nýsköpunarumhverfi hérlendis er enn að taka breytingum og stækka er mikilvægt fyrir verðandi frumkvöðla að vita hvað það er sem fjárfestar leggja áherslu á og hvernig ferli fjárfesta er.

Í rannsókn þessari verður lögð sérstök áhersla á tvær tegundir af fjárfestum í sprotafyrirtækjum, annars vegar vísisjóði (e. venture capital funds) og hins vegar englafjárfesta (e. angel investors). Þessar tvær tegundir fjárfesta urðu fyrir valinu hjá rannsakendum vegna þess að leitast var eftir þeim sem fjárfesta aðallega á byrjunarstigum fyrirtækja. Einnig urðu báðar tegundir fjárfesta fyrir valinu vegna þess að rannsakendur vildu sjá muninn á þeim tveimur og bera þær saman við fjárfesta erlendis frá.

Vísisjóðir og englafjárfestar eru mikilvægir til þess að styðja við frumkvöðla, með því að t.d. veita fjármagn og leiðsögn. Munurinn á vísisjóðum og englafjárfestum liggur í því að hefðbundnir vísisjóðir koma seinna inn í sprotafyrirtæki til þess að ná í hagnað fyrir fjárfesta í þeirra sjóði (Hsu o.fl., 2014). Í greiningu Viðskiptaráði Íslands fyrir árið 2020 má sjá mikilvægi vísisjóða fyrir hagkerfið en þar kemur fram að í þeim fyrirtækjum sem vísisjóðir fjármagna eru 1.076 störf, sem er 0,6% af heildar störfum á Íslandi. (Gudjonsson, 2021).

Hefðbundnir englafjárfestar nota sitt eigið fjármagn til þess að fjármagna sprotafyrirtæki til þess að fá ávöxtun, hvort sem ávöxtunin sé í formi peninga eða annars. Við fyrstu fjármögnun leita frumkvöðlar oft til englafjárfesta en þegar líður á leita þeir til vísisjóða til frekari fjármögnunar (Hsu o.fl., 2014). Margir englafjárfestar vilja frekar fjárfesta í fyrirtækjum þegar þau eru á byrjunarstigi vegna þess að þá geta englafjárfestarnir fengið mikilvægt hlutverk innan fyrirtækisins. Aðrir englafjárfestar vilja fjárfesta á fyrri stigum vegna þess að þar er mesta áskorunin (Ramadani, 2012). Samkvæmt Ramadani (2012) eru englafjárfestar sú tegund fjárfesta sem hafa stofnað eða rekið sín eigin fyrirtæki og fengið gríðarmikla reynslu á bransanum í gegnum þau. Englafjárfestar fjárfesta í sprotafyrirtækjum til þess að hjálpa frumkvöðlum, ásamt því að fá ávöxtun. Englafjárfestum finnst ákjósanlegast að fjárfesta í fyrirtækjum sem eru nálægt þeirra heimahögum. Í Bretlandi var gerð rannsókn á því hversu langt frá heimilum fjárfestanna fyrirtækin máttu vera og kom í ljós að 67% fjárfestanna höfðu verið með verkefni sem voru innan við 100 mílna radius frá þeim. Þetta segir okkur að englafjárfestar vilja frekar fjárfesta í fyrirtækjum sem eru nær sér til þess að geta heimsótt fyrirtækin og séð hvernig gengur (Ramadani, 2012).

Samkvæmt rannsókn sem gerð var í Viðskiptaskólanum í Newcastle eru peningar ekki eini hvatinn fyrir englafjáfesta (Ramadani, 2012). Í þeirri rannsókn kom í ljós að flestir englafjáfestar segja að það sé mikilvægast að hjálpa öðrum og einnig skiptir máli að hafa gaman. France Angels framkvæmdi rannsókn árið 2003 þar sem fram kemur að englafjáfestar hafi margar ástæður til þess að fjárfesta í sprotafyrirtækjum t.d. til þess að fá vinnu, til þess að bæta virði við sinn eigin auð og fyrirtækið sem þeir fjárfesta í. Vert er þó að nefna að í sömu rannsókn kemur fram að aðalhvati englafjáfesta er að auka auð sinn.

Hægt er að skipta englafjáfestum í nokkrar tegundir og eru þeir oft misjafnlega skilgreindir. Sørheim og Landström (2007) skipta englafjáfestum í fjóra hópa, lottó-, kaupmanns-, sérfræðinga- og raunverulega englafjáfesta. Lottó englafjáfestar (e. lotto-angels) hafa hvorki mikla reynslu í stjórnun né frumkvöðlastarfsemi, þeir krefjast minni afkomu en aðrir fjárfestar, þeir nota oftast ekki sín eigin tengsl til þess að fá upplýsingar um ný fjárfestingartækifæri og þeirra þátttaka í fyrirtækinu er afar takmörkuð. Kaupmannsenglafjáfestarnir (e. trader-angels) hafa einnig takmarkaða reynslu, bæði í stjórnun og frumkvöðlastarfsemi, þeir krefjast mikillar afkomu og aðkoma þeirra í fyrirtækin er lítil. Sérfræðingaenglafjáfestarnir (e. analyst-angels) hafa aftur á móti mikla reynslu í stjórnun og frumkvöðlastarfsemi, þeir nýta tengslin sín mikið til þess að heyra af nýjum fjárfestingartækifærum og þeir kaupa oft í fyrirtækjum með öðrum fjárfestum. Raunverulegir englafjáfestar (real-angels) hafa gríðarmikla reynslu í stjórnun og frumkvöðlastarfsemi, þeir fjárfesta oftast með öðrum fjárfestum, þeir eru leiðtogar, nýta tengslin sín mikið fyrir upplýsingar og taka virkan þátt í fyrirtækjunum sem þeir fjárfesta í, oft með því að taka stjórnarsæti (Ramadani, 2012).

Öllum fjárfestingum fylgir einhver áhætta en áhættan er mismikil. Hægt er að taka „örugga“ áhættu sem felur í sér að óvissan er ekki mikil. Mikilli óvissu fylgir mikil áhætta eins og þegar ný vara er sett á markað (Linton, G, 2019). Sprotafyrirtæki eru þekkt fyrir að vera afar áhættusöm en ef gengur vel þá getur ávinningurinn orðið gríðarlega mikill. Áhættan er vegna þess hve fá sprotafyrirtæki komast lífs af (Cantamessa o.fl., 2018). Úr fyrsta kafla þar sem starfsemi frumkvöðla er skilgreind, þar sem rannsakendur telja að frumkvöðull sé á bak við sprotafyrirtæki til þess að fá ávinning gegn ákveðinni áhættu, er hægt að leiða líkur að því að englafjáfestar séu ögn áhættusæknari úr því að þeir koma með fjármagn inn þegar sprotafyrirtækið er á algjöru

frumstigi. Þó ber að virða að oft eru englafjáfestar ekki endilega að leita að hagnaðardrífum verkefnum eins og áður hefur verið nefnt.

2. Fræðileg umfjöllun

Til þess að gera sérstakan greinarmun milli englafjáfesta og vísisjóða er mikilvægt að átta sig á helstu áhrifaþáttum þegar kemur að fjárfestingunni og bera þá saman við eiginleika fjárfestanna sem skilgreindir eru hér að ofan. Hugmyndir að fyrirtækjum sem koma að borðinu hjá bæði vísisjóðum og englafjáfestum eru komnar mislangt og frumkvöðlar á bak við hugmyndina þurfa að setja hana saman þannig að hægt sé að sannfæra fjárfestinn, að hugmyndin sé raunhæf og oftast nær þarf hún einnig að vera arðbær. En hugmyndin er aftur á móti ekki allt, margir aðrir þættir hafa áhrif á það hvort fjárfestir sé tilbúinn í að fjárfesta í hugmynd. Þetta eru hlutir eins og t.a.m. teymið, heiðarleiki, umhverfið og áhætta. Allir þessir fyrrnefndu áhrifaþættir eru mismikilvægir eftir hverjum og einum fjárfesta eins og mun koma fram í ritgerð þessari.

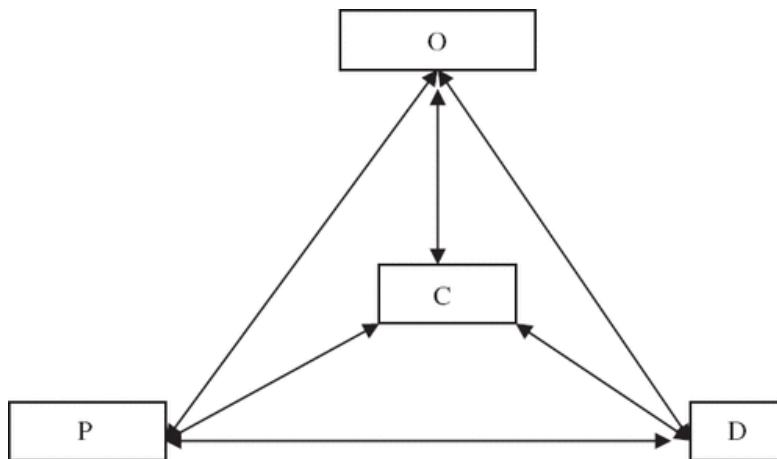
Til þess að útskýra áhrifaþætti, sem geta haft áhrif á ákvörðun fjárfesta, nota rannsakendur *PCDO framework*. Hins vegar töldu rannsakendur þetta ekki vera einu áhrifaþættina, undirbúningur frumkvöðulsins er einnig mikilvægur og því ætti að skilgreina hann sem einn af áhrifaþáttum. Þegar hann er skoðaður sérstaklega er nauðsynlegt að huga að viðskiptaáætlun. Síðast en ekki síst kanna rannsakendur aðkomu fjárfestis eftir fjárfestingu til þess að gera grein fyrir því hvort og hversu mikið fjárfestar koma að fyrirtækinu.

2.1 PCDO framework

Thurik og Bosma (2004) nefna að þeir frumkvöðlar sem huga að því að stofna fyrirtæki hafi áhuga á hvaða áhrifaþættir stuðli að velgengni eða misheppnun áður en þeir fara að því að stofna fyrirtækið sitt. Með þeirri þekkingu geta þeir metið framhaldið og hvort það séu einhverjar gildirur sem þeir geti lent í. Þessi þekking ætti líka að vera hagnýt að því leyti að þegar kemur að fjármögnun þá ættu frumkvöðlarnir að vilja vita hvað skiptir fjárfestinn máli til þess að auka líkur á velgengni hugmyndarinnar.

Sahlman hefur skrifað nokkrar bækur um frumkvöðlastjórnun og þar nefnir hann líkan sem gefur til kynna fjögur lykilatriði sem eru mikilvæg þegar kemur að frumkvöðlastarfsemi.

Lykilatriðin eru fólk, tækifæri, samhengi og samningur (e. People, opportunity, context deal) (Austin o.fl., 2006). Líkanið var þróað árið 1996 og útskýrir þessa fjóra þætti sem allir eru háðir hverjum öðrum (Žur, 2016). Ef aðeins einn af þessum þáttum breytist þá hefur það mikil áhrif. Til að mynda ef fólk breytist þá þarf oft að breyta samningnum eða ef samhengið breytist þá gæti þekking fólksins skipt minna máli. Frumkvöðlar þurfa meðvitað að hafa stjórn á samsetningu þessara þátta, sjá mynd 2 (Austin o.fl., 2006).



Mynd 2 - PCDO framework (Austin o.fl., 2006)

Fólkið er skilgreint sem það sem tekur virkan þátt í sprotafyrirtækinu eða það sem kemur með auðlindir í fyrirtækið (Austin o.fl., 2006). Þannig eru allir sem eru nauðsynlegir til þess að sprotafyrirtækinu vegni vel teknir með í reikninginn, hvort sem þeir koma að því að innan eða utan frá (Austin o.fl., 2006). Hæfileikar, viðhorf, þekking, tengsl, markmið og gildi er sú blanda sem þarf til að stuðla að árangri samkvæmt líkaninu. Í hvaða fyrirtæki sem er þá er það manneskjan sem er með hvatann og getu sem skapar orku og segir til um hver niðurstaðan verði fyrir fyrirtækið.

Tækifærið er skilgreint sem hvers kyns starfsemi sem krefst fjárfestingar af skornum auðlindum í von um framtíðarávöxtun (Austin o.fl., 2006). Tækifærið er knúið áfram af framtíðarsýn sem ákvörðunartaki hefur (frumkvöðullinn í þessu samhengi) (Austin o.fl., 2006). Í riti Che og Zuo (2021) horfa þau á tækifærið þannig að stærð markaðarins er könnuð, hvort hann sé vaxandi eða hafi möguleikann á að vaxa, hvort fólk muni kaupa vöruna eða þjónustuna og þar af leiðandi hvort það sé hægt að græða pening á henni, samkeppni og hvort hugmyndin sé framkvæmanleg.

Samhengið er skilgreint sem þeir áhrifaþættir sem frumkvöðullinn hefur ekki stjórn á en mun hafa áhrif á hvort frumkvöðlinum gangi vel eða mistakist (Austin o.fl., 2006). Nýtt fyrirtæki stendur frammi fyrir fjöldann allan af tækifærum og ógnum. Þetta getur t.d. verið efnahagslegt umhverfi, skattastefnu, atvinnustig, tækniframfarir og margt fleira. Allt eru þetta þættir sem skipta máli þegar kemur að samhenginu. Mikilvægt er að huga að þessum þáttum og skilgreina þá sem þarf meðvitað að takast á við (Austin o.fl., 2006).

Samningurinn skilgreinir hver fær hvað og hver gefur hvað í sprotafyrirtækinu ásamt því að innihalda hvenær og hverju á að skila af sér. Hver viðskipti skila búnti af gildum. Þau fela í sér t.d. efnahagslegan ávinning, viðurkenningu, sjálfræði og ákvörðunarrétt (Austin o.fl., 2006). Samningurinn þarf að huga að gagnkvæmum hagsmunum fjárfestis og frumkvöðuls. Frumkvöðlar leitast eftir fjárfestum sem útvega fjármagni en einnig hæfileika til þess að hjálpa þeim að gera fyrirtækið arðbært (Zur, 2016).

2.1.1 Fólkið

Það sem mannauðurinn gefur fyrirtækjum er þekking, menntun, hæfileikar og reynsla. Allir þessir þættir eru líklegir til þess að hafa áhrif á viðskiptahugmynd (van Gelderen o.fl., 2006). Fagfjárfestar hafa oft sagt að nýsköpunarferlið snúist aðeins um stjórnendateymið (Fombrun og Wally, 1989). Georges Doriot, faðir vísisjóða og stofnandi fyrsta nútímalega vísisjóðsins ARD, sagði að hann myndi frekar fjárfesta í „A“ teymi (frábæru teymi) með „B“ hugmynd (ágæta hugmynd), heldur en „B“ teymi með „A“ hugmynd (Landström og Mason, 2007). Þetta sýnir hversu mikilvægt teymið er þegar sprotafyrirtæki er stofnað.

Meðal mikilvægustu verkefna frumkvöðulsins er að byggja upp fyrirtæki og teymi (Fombrun og Wally, 1989). Samkvæmt grein sem Picken (2017) skrifaði er hægt að rekja fall margra sprotafyrirtækja til mistaka við að komast yfir eina eða fleiri af átta hindrunum umbreytinga (e. hurdles of transition). Ein af þessum hindrunum er að frumkvöðullinn þarf að byggja hæft og vel skuldbundið stjórnendateymi sem er með samræmda stefnu fyrir fyrirtækið. Í rannsókn sem var gerð í Hollandi af De Mol (2019) var fylgst með 95 mismunandi teymum í sprotafyrirtækjum. Markmiðið var að sjá hvað það er sem gerir teymið farsælt. Þar kom fram að 60% af sprotafyrirtækjum misheppnast vegna vandamála í teymum. Einnig kemur fram í rannsókn Carpentier og Suret (2015) að ein af helstu ástæðum þess að englafjárfestar hafni frumkvöðlum sé

vegna veikleika teymisins. Í rannsókninni má einnig sjá að ástæða þess að englafjárfestar hafna frumkvöðlum er að fjárfestunum fundust frumkvöðullinn ekki vera stjórnandi í eðli sínu eða þá að teymi frumkvöðulsins hafði enga reynslu í þeim geira sem átti að fara inn á.

Rannsókn Picken (2017) sýndi að lakari frammistaða var hjá þeim hópum sem voru með mikla reynslu en litla ástríðu og sameiginlega sýn þegar kom að nýsköpun vöru og þjónustu, stjórnun kostnaðar og áætlaðar sölutölur. Aftur á móti gengu þeim hópum betur sem voru með minni reynslu en meiri ástríðu og sameiginlega sýn. Má því gera ráð fyrir því að ástríða innan hópsins stuðli að velgengni. Í rannsókn De Mol (2019) segir fjárfestir frá teymi þar sem einstaklingar voru ekki með sömu markmið fyrir fyrirtækið, samskipti voru ekki nægilega góð og þeir voru ekki allir eins ástríðufullir fyrir fyrirtækinu þar sem sumir voru enn þá í vinnu. Þetta gerði það að verkum að samheldnin og andrúmsloftið hjá teyminu var ekki nægilega gott og leiddi til lélegrar ákvarðanatöku innan hópsins. Út frá þessu má gera ráð fyrir að teymið sé eitt af mikilvægustu áhrifaþáttum þegar kemur að farsælu sprotafyrirtæki.

Samkvæmt rannsókn sem gerð var út frá 2700 fjárfestingarákvörðunum (e. investment decisions) í Bandaríkjunum árið 2013 er munur á milli vísisjóða og englafjárfesta þegar kemur að þáttum sem hafa áhrif á ákvarðanatöku (Hsu o.fl., 2014). Möguleg ávöxtun verkefnisins og stefnumótandi undirbúningur (e. Strategic readiness) fyrir fjármögnun, ástríða og mannauður eru mikilvægir áhrifaþættir fyrir bæði englafjárfesta og vísisjóði. Þessir áhrifaþættir hafa þó mismikið vægi. Niðurstöður þessarar rannsóknar segja að undirbúningur fyrir fjármögnun og ástríða skipti englafjárfesta meira máli. Aftur á móti horfa vísisjóðir frekar á ávöxtun. Því má lesa frá þessari grein að englafjárfestar horfa meira á persónuna heldur en verkefnið sjálft en báðar tegundir fjárfesta leggja þó jafn mikla áherslu á mannauðinn. Brush o.fl. (2012) skoðuðu englafjárfesta sérstaklega og samkvæmt því riti fara englafjárfestar að skoða óáþreifanlega eiginleika eins og áreiðanleika, helgun, sannfæringarkraft og ástríðu þegar búið er að fara yfir helstu tölur og áhuginn er enn til staðar. Þá er einnig nefnt að stærð teymisins og reynsla skipti ekki miklu máli heldur horfa englafjárfestar meira á það hvernig frumkvöðlar koma fram, sannfæringarkraft, eiginleikann að geta svarað fyrir sig og hlustað á ábendingar (Brush o.fl., 2012).

Í rannsókn Hsu o.fl. (2014), sem nefnd er hér að ofan, kom fram að englafjárfestar eru líklegri til þess að velja frumkvöðul sem þeir þekkja og treysta til þess að auðvelda vinnuna eftir

fjárfestingu. Einnig eru englafjárfestar líklegri til þess að hafna frumkvöðlinum ef þeim finnst þá vanta upplýsingar eða eru ekki nógu öruggir með frumkvöðulinn. Þetta kemur einnig fram í rannsókn Carpentier og Suret (2015) þar sem englafjárfestar eru líklegir til þess að hafna frumkvöðlinum ef þeir sjá hann ekki fyrir sér sem einhvern sem þeir geta unnið með. Vísisjóðir eru líklegri til þess að velja sprotafyrirtæki sem hefur mestu möguleikana á að ná fyrir fram ákveðnum efnahagslegum áföngum (e. milestones). Vert ber að nefna að samkvæmt rannsókn Hsu o.fl. (2014) er efnahagslegur ávinningur mikilvægasti áhrifaþátturinn sem vísisjóðir horfa á. Hins vegar var rannsókn framkvæmd í Nýju Jórvík (Macmillan o.fl., 1985) þar sem niðurstöðurnar voru þær að vísisjóðir horfa fyrst og fremst á frumkvöðulinn, hans eiginleikar eru það sem ráða að lokum ákvörðun um fjármögnun. Út frá þessu má sjá að annað hvort er munur á vísisjóðum í mismunandi löndum eða að ákvörðunartaka vísisjóða hefur breyst með tímanum.

Macmillan o.fl. (1985) nefndi að eitt af fimm mikilvægustu viðmiðum sem notast er við er reynsla frumkvöðulsins og persónuleiki. Helstu persónueinkenni sem vísisjóðir leitast eftir samkvæmt greininni er tryggð, eða líkurnar á að frumkvöðullinn verði hjá fyrirtækinu, og getan til að kljást við áhættu. Í þessari rannsókn kemur einnig fram að fleiri lögðu meiri áherslu á tryggð. Mætti tengja það við hversu mikilvægur efnahagslegur ávinningur er fyrir vísisjóði vegna þess að ef frumkvöðullinn fer frá fyrirtækinu um leið og hann fær fjármagn í hendurnar þá er vísisjóðurinn búinn að tapa öllu sínu. Einnig þarf frumkvöðullinn að geta átt við áhættu þegar hún kemur upp svo minni líkur séu á tapi. Vísisjóðir svöruðu flestir að þeir höfðu ekki miklar áhyggjur af því hvort frumkvöðullinn hefði persónuleikann sem þarf til frumkvöðlastarfseminnar. Hins vegar fannst sumum það mikilvægt en ekki nauðsynlegt. Reynslan sem vísisjóðirnir töldu flestir þurfa var reynsla á markaðnum sem farið er inn á. Einnig nefndu þeir að leiðtogahæfni og reynsla sem er viðeigandi fyrir tiltekið fyrirtæki væri jafn mikilvægt. Vert er að nefna að það sem vísisjóðir höfðu minnst áhyggjur af var að þekkja til orðspors frumkvöðulsins (Macmillan o.fl., 1985).

Í rannsókn sem framkvæmd var í Suður-Afríku kom fram að heiðarleiki væri eitt af þremur eiginleikum sem eru hvað mikilvægastir fyrir vísisjóði (Van Deventer og Mlambo, 2009). Þetta gefur til kynna að traust á milli fjárfestis og frumkvöðuls sé mjög mikilvægt þegar kemur að fjárfestingum í sprotafyrirtækjum. White og Dumay (2020) tala einmitt um traust í sínu riti. Þar er sagt að englafjárfestar þurfa að treysta stjórnendateyminu og frumkvöðlinum. Einnig kemur fram

að frumkvöðullinn þarf að vera traustvekjandi og að sama skapi þarf hann að geta hlustað á og treyst á ráðgjöf frá engla- fjárfestum.

2.1.2 Samhengið

Samhengið er skilgreint hér að ofan sem áhrifaþættir sem frumkvöðullinn hefur ekki stjórn á. Viðeigandi er að tala um áhættu í þessu sambandi. Nýsköpun felur í sér mikla áhættu og þá sérstaklega fjárhagslega áhættu, en frumkvöðlar taka oft áhættu sem aðrir myndu ekki gera og getur hún oft verið langt yfir skynsemismörkum (Ari Edwald o.fl., 2001). Þeir horfa ekki á áhættur eins og „hinn venjulegi maður“ og hjálpar það þeim að taka mikla áhættu af öryggi (van Gelderen o.fl., 2006). Þessi áhætta er mikilvæg fyrir velgengni nýsköpunar. Áhættan ræðst aðallega af því hversu langt hugmyndin er frá því að vera seljanleg (Ari Edwald o.fl., 2001). Lítil ört vaxandi sprotafyrirtæki eru sérstaklega viðkvæm fyrir truflunum, þar á meðal almennri áhættu sem einkennist af umhverfi sprotafyrirtækja (Picken, 2017). Þar má nefna tæknilega áhættu (mun varan virka?), markaðsáhættu (er þörf fyrir vörunni og er hægt að rukka nægilega mikið til þess að fá hagnað?), samkeppnisáhættu (hvernig mun samkeppnin bregðast við og getur sprotafyrirtækið haldið uppi samkeppnisforskoti?) og áhættu við framkvæmd (hefur teymið hæfnina og reynsluna sem til þarf?) (Picken, 2017). Í þessum kafla á tæknileg áhætta og markaðsáhætta vel við.

Fyrir samhengið þarf að vera vit í að framkvæma hugmyndina sjálfa. Það er ekki mikið vit í að vera einungis með eina vöru eða fáa viðskiptavinum og þar af leiðandi setja öll eggin í sömu körfuna (Picken, 2017). Takmarkaðar auðlindir veita lítið sem ekkert svigrúm fyrir mistök, óreyndir stjórnendur gætu litið fram hjá snemmtækum viðvörunarmerkjum og stærri samkeppnisaðilar sem eiga auðveldara með að halda sér á markaðnum gætu gert allt í sínu valdi til að hrekja smærri keppinauta af markaðnum. Þetta eru allt áhættur sem hægt væri að sjá fyrir en óreyndir frumkvöðlar gætu misst af (Picken, 2017). Fjárfestar taka að öllum líkindum tillit til þessara þátta þegar þeir íhuga að fjárfesta í sprotafyrirtækjum. Í riti Macmillan o.fl. (1985) er sagt að vísisjóðir virðast meta verkefni kerfisbundið með tilliti til áhættuflokka, þrír þeirra eru hættan á að ekki takist að hrinda hugmyndinni í framkvæmd, samkeppnisáhætta og hættan á stjórnunarbresti eða forystubresti sem staðfestir það að fjárfestar taka tillit til fyrrnefndra þátta. Samkvæmt riti Carpentier og Suret (2015) eru nokkrar algengar stefnutengdar ástæður fyrir því að englafjárfestar gætu hafnað hugmynd frumkvöðuls. Til að mynda ef áform til þess að fara inn á

markað voru ekki skilgreind, of metnaðarfullt verkefni og óraunverulegar væntingar. Þetta tengist allt því að það þurfi að vera vit í hugmyndinni sjálfri og framkvæmd hennar.

Munur er á englafjórfeðum og vísisjóðum þegar kemur að mati á áhættu og samhenginu. Vísisjóðir leggja meiri áherslu á áhættu tengda vörunni og markaðnum en englafjórfeðar einblína meira á áhættur tengdar frumkvöðlinum (White og Dumay, 2020). Þegar vísisjóðir skoða líkurnar á að fyrirtækið lifi af þá skoða þeir tímasetninguna hjá fyrirtækinu, hvort þetta sé þetta rétti tíminn til að koma inn á markaðinn, hversu langan tíma verkefnið mun taka, menntunargetu, eðli umhverfisins þegar kemur að stöðugleika lykilþátta og samkeppni (Landström og Mason, 2007). Carpentier og Suret (2015) nefna að englafjórfeðar treysta frumkvöðlinum til þess að ráða við markaðsáhættuna þar sem þeir eru oft ekki með auðlindir og reynsluna sem til þarf. Í riti Zacharakis (2007) kemur fram að vísisjóðir, sem eru í hagkerfi sem er meira byggt á reglum (e. rules-based) eins og Bandaríkin, horfa frekar á markaðinn (stærð markaðarins, tækni og samkeppni) heldur en þau lönd sem eru í hagkerfi sem er minna byggt á reglum eins og Kína og Kórea en þar er frekar horft á frumkvöðulinn.

2.1.3 Samningurinn

Fyrir óreynda frumkvöðulinn þá snýst leikurinn oftast aðeins um að fá fjármagn (Picken, 2017). Gert er ráð fyrir að um leið og fyrsta innborgun er komin inn á reikninginn þá er árangur í nánd. Að byggja upp fjárhagslega getu til lengri tíma inniheldur mun meira en einungis að selja fjórfeðum hugmyndina og fá fjármagn. Fjórfeðar og lánveitendur hafa áhuga á hagkvæmri nýtingu fjármagnsins og búast við ávöxtun af hverri krónu sem búið er að fjórfeða (Picken, 2017). Þrátt fyrir að fjórfeðar gera sér grein fyrir þeirri gríðarlegu áhættu sem sprotafyrirtækin standa frammi fyrir og hversu mikið fjármagn þarf áður en lífvænleg vara kemur til, þá eru flestir samningar byggðir upp með það í huga að lágmarka áhættu og takmarka fjórfeðinguna þar til helstu áfangar hafa náðst (Picken, 2017).

Frá fjárhagslegu sjónarhorni er mikilvægt að umræður við frumkvöðulinn séu gegnsæjar sem undirstrikar traust enn frekar og að frumkvöðullinn sé raunsær um hversu mikils virði fyrirtækið er (White og Dumay, 2020). Englafjórfeðarnir, sem rætt var við í rannsókn White og Dumay, gáfu til kynna að það sé mikilvægt að vera heiðarlegur og raunsær gagnvart frumkvöðlinum og þarf að útskýra hvað hann er að samþykkja þegar tekið er við fjármagni. Fram

kemur í rannsókn þeirra að almenn þekking á því hvað hlutafjársmningur ber í skauti sér, sé lítil. Mikilvægt er að frumkvöðullinn viti hvað er ætlast til af honum í staðinn fyrir útvegum fjármagns. Einnig nefndu englafjárfestar að mikilvægt sé að frumkvöðullinn eigi sjálfur hlut í fyrirtækinu. Þeir segjast horfa á frumkvöðla af tortryggni ef svo er ekki. Ef frumkvöðullinn hefur lítið eða ekkert fjármagn inn í fyrirtækinu þá hafa þeir minni hvata til að vinna hart af sér (White og Dumay, 2020).

Munur á vísisjóðum og englafjárfestum í sambandi við smninginn er mikill. Hjá vísisjóðum eru smningaviðræður strangari og lengri en hjá englafjárfestum. Vísisjóðir öðlast meiri völd með ítarlegri smningaviðræðum við frumkvöðulinn. Þeir mynda einnig betri smninga, eyða meira fjármagni í viðskiptakostnað, fjárfesta meiru og eignast meira í fyrirtækinu (Van Osnabrugge, 2000).

2.1.4 Tækifærið

Þegar tækifærið er skoðað er markaðurinn kannaður, hvort hann sé vaxandi eða hafi möguleikann á því að vaxa, hvort fólk muni kaupa vöruna eða þjónustuna og þar af leiðandi hvort það sé hægt að græða pening á henni, samkeppni og hvort hugmyndin sé framkvæmanlegeins og nefnt var hér áður.

Samkvæmt grein Austin o.fl. (2006) um PCDO eru frumkvöðlar að huga að viðskiptavinum, birgjum, aðgangshindrunum, staðkvæmdarvörum, samkeppni og hagkvæmni fyrirtækisins. Nefnt er í greininni að til eru tvær tegundir af frumkvöðlum, annar frumkvöðullinn leggur áherslu á að búa til eitthvað nýtt og byltingarkennt á meðan hinn frumkvöðullinn leggur áherslu á að finna betri lausn við langvarandi vandamáli heldur en er nú þegar til staðar. Fyrir byltingarkennda frumkvöðulinn snýst tækifærið um að hafa stóra markaðsstærð og helst vaxandi. Fyrir lausnamiðaða frumkvöðulinn snýst tækifærið um að það sé viðurkennd félagsleg þörf fyrir vörunni eða þjónustunni, eftirspurn eða markaðsbrestur (Austin o.fl., 2006). Bæði englafjárfestar og vísisjóðir fjárfesta með fjárhagslegan hvata í huga (Van Osnabrugge, 2000) en rannsóknir sýna að fjárhagslegi hlutinn er minna virði í augum englafjárfesta. Þeir fjárfesta í sprotafyrirtækjum til þess að taka þátt í verkefnum og fyrir sína eigin skemmtun. Englafjárfestar leggja meiri áherslu á frumkvöðulinn sjálfan heldur en tækifærið samkvæmt riti Carpentier og Suret (2015). Að því sögðu þá er tækifærið samt sem áður áhrifaþáttur þegar kemur að lokaákvörðun eins og mun koma

fram hér næst. White og Dumay (2020) gerðu rannsókn í Ástralíu þar sem þeir könnuðu fjárfestingarákvarðanir englafjáfesta. Þar er nefnt að englafjáfestar leggja áherslu á fjárstreymi, þar sem ekkert fyrirtæki getur lifað af án þess, og hagræðingu viðskiptalíkansins, þ.e.a.s. hagnað og kostnað. Allir viðmælendur þeirra sögðu að fyrirtæki verður að hafa raunhæfar líkur á árangri og þegar frumkvöðlar nálgast englafjáfestana þá verða þeir að hafa eitthvað á milli handanna sem er í eðli sínu dýrmætt, í því samhengi eru t.d. núverandi viðskiptavinir nefndir. Þegar englafjáfestar eru búnir að kynna sér fyrirtækið og áhuginn er enn til staðar þá fara þeir að skoða hluti sem erfitt er að spá fyrir um eins og framkvæmdina, getu frumkvöðulsins til þess að skila af sér og getuna til þess að hafa áhrif á markaðinn (Brush o.fl., 2012) sem allt tengist tækifærinu. Carpentier og Suret (2015) gerðu svipaða rannsókn í Kanada en þar kanna þeir hvers vegna englafjáfestar hafna viðskiptahugmyndum frumkvöðla. Þeir nefna nokkrar aðalástæður fyrir því að tillögum sé hafnað áður en englafjáfestar fá kynningu frá frumkvöðlunum. Þær eru tengdar vörunni, stefnu og viðskiptalíkani, skorti á samkeppnisforskoti og neikvæðri skýrslu frá utanaðkomandi sérfræðingi. Einnig var skortur á mögulegum markaði ástæða, þ.e.a.s. markaðurinn var of smár eða staðbundinn, en sú ástæða tíðkaðist ekki eins oft og hinar. Út frá rannsóknnum má sjá að mikill munur er á vísisjóðum og englafjáfestum þegar kemur að hversu mikla áherslu þeir leggja á tækifærið sjálft enda skoða vísisjóðir tækifærið mun fyrr og ítarlegra (Carpentier og Suret, 2015). Vísisjóðir horfa mikið meira á markaðinn og vöruna heldur en englafjáfestar (Van Osnabrugge, 2000). Þeir leggja mikla áherslu á áætlaða fjárhagslega ávöxtun en horfa einnig á stærð markaðarins, vöxt hans, tæknina, samkeppni og hversu hörð samkeppnin er (Landström og Mason, 2007). Í Suður Afríku var gerð rannsókn og niðurstöðurnar sýna að vísisjóðir horfa einna helst á hversu góðar líkur það eru á að markaðurinn taki við vörunni og vaxtarmöguleikum fyrirtækisins (Van Deventer og Mlambo, 2009). Þar af leiðandi einbeita þeir sér að áhættu sem tengist vörunni eða þjónustunni sjálfri og markaðnum (White og Dumay, 2020).

2.2 Viðskiptaáætlun

Þegar kemur að því að frumkvöðull ætlar að stofna fyrirtæki, vinna í því að ná virði út úr sinni hugmynd og ætlar að ná sér í fjármagn með hjálp frá fjárfestum eins og englafjáfestum og vísisjóðum, þá eru allar líkur á því að fjárfestirinn muni spyrja frumkvöðulinn að því hver áætlun og markmið hans séu. Til þess að fá nánari útskýringar á því hver áætlun frumkvöðulsins sé með hugmynd hans, þá er gjarnan spurt um viðskiptaáætlun. Í grófum dráttum samanstendur

viðskiptaáætlun oftast en ekki af markaðs-, sölu- og fjárhagsáætlun í bland við ýmsar greiningar um vöruna, markmið, hindranir og tækifæri. Markaðsáætlunin er lýsing á tækifæri og ytra umhverfi þess þar sem markaðsumhverfið, eðli markaðar, samkeppni og samstarfsaðilar eru greind. Söluáætlun er síðan áætlun um þróun tekna og fjárhagsáætlun er áætluð fjárþörf fyrirtækisins (Ársæll Valfells e.d.).

Deila má um það hvort viðskiptaáætlun sé beinn áhrifaþáttur þegar kemur að ákvörðun fjárfestis um að fjárfesta í sprotafyrirtæki en misjöfn skoðun ríkir um mikilvægi viðskiptaáætlunnar. Kleiner (2003) hélt því fram í grein sinni að viðskiptaáætlun sé mikilvægasta skjal sem frumkvöðullinn getur haft og að ekkert fyrirtæki getur búist við því að tryggja sér fjármögnun nema að vera með vel ígrundaða og framsetta viðskiptaáætlun. Burns (1996) nefndi í grein sinni um viðskiptaáætlun að eitt mikilvægasta skrefið fyrir ný fyrirtæki er að búa til viðskiptaáætlun. Það stangast svolítið á við niðurstöður úr rannsókn þar sem kannað var hvað skiptir englafjárfesta mestu máli þegar kemur að því að veita fjármagn en þar kemur fram að englafjárfestar velta sér ekki mikið upp úr því ef viðskiptaáætlun sé ekki til staðar eða ókláruð (Becker-Blease og Sohl, 2015).

Einnig virðist skipta máli hvaða tegund af fjárfesti á í hlut þegar kemur að því að sýna viðskiptaáætlun. Samkvæmt grein sem Mason og Stark (2004) skrifuðu þá kemur fram að aðferðafræði hjá vísisjóðum og englafjárfestum er gerólík þegar kemur að því hverju fjárfestarnir leita að í viðskiptaáætluninni og að frumkvöðlar ættu í raun að aðlaga viðskiptaáætlun sína að aðstæðum, þ.e. hvort frumkvöðullinn sé að leitast eftir fjármagni frá vísisjóði eða englafjárfesti. Í þeirri grein má finna að englafjárfestar leggi meiri áherslu á frumkvöðlana sjálfa en vísisjóðir og þá hvort frumkvöðlarnir hreinlega séu aðlaðandi fyrir fjárfestinn (e. investor fit) frekar en tölulegar upplýsingar þegar þeir sýna viðskiptaáætlun sína. Sú grein styðst við aðra grein frá White og Dumay (2020) þar sem kemur fram að ekki er nóg að tala við englafjárfesti og láta hann hafa viðskiptaáætlun og ætlast til þess að það sé nóg, því að frumkvöðlar þurfa að hafa rétta englafjárfestinn á móti sér, einhvern sem getur fært fram meira en einungis fjármagn. Að sama skapi kemur einnig fram að englafjárfestar leitast eftir fyrirtækjum sem geta grætt á þeirra reynslu og þá getur englafjárfestarnir gefið frumkvöðlunum virði í gegnum reynsluna. Það sem einkennir englafjárfesta þegar frumkvöðlar sýna þeim viðskiptaáætlun er að englafjárfestarnir leitast eftir vísibendingum til þess að sannreyna upplýsingarnar sem frumkvöðlarnir láta þá fá með því að nota

persónulega reynslu og tengsl sín. Þar eru englafjárfestarnir að meta traust frumkvöðlanna (White og Dumay, 2020), sem tengist beint fyrrnefndri grein Mason og Stark (2004).

En hvernig átta fjárfestarnir sig á því hvort að frumkvöðlarnir séu aðlaðandi þegar talað er um viðskiptaáætlun? Það sem er áhugavert við þetta er að viðskiptaáætlunin sjálf er ekki endilega það sem skiptir máli fyrir fjárfestirinn heldur er það í raun hvort frumkvöðullinn sé búinn að undirbúa mikilvægustu atriðin sem koma fram í viðskiptaáætluninni (MacMillan o.fl., 1985). Ef frumkvöðlarnir ná ekki að sýna fjárfestinum fram á að þeir séu tryggir, reynslumiklir, áhættuþolnir og hafi þekkingu á markaðnum þá þurfa frumkvöðlarnir að vera tilbúnir í það að koma saman teymi sem getur endurspeglad þessa fyrrnefndu þætti (MacMillan o.fl., 1985). Það sem kemur fram þegar viðskiptaáætlun er sýnd fjárfestum, endurspeglar því ekki endilega ákvörðun fjárfestanna um hvort þeir ætli að fjárfesta eða ekki, heldur þá hvort frumkvöðlarnir séu búnir að fara í gegnum viðskiptaáætlunina og geti svarað fyrir þær ýmsu spurningar sem fjárfestarnir geta haft. Túlka má viðskiptaáætlun sem eins konar æfingabúðir frumkvöðlana fyrir fjármögnun þar sem farið er í gegnum mögulegar hindranir og tækifæri hugmyndarinnar.

Í grunninn er viðskiptaáætlun því mikið magn upplýsinga um hugmynd frumkvöðlana sem mögulega sannfærir fjárfestana um að fjárfesta. Viðskiptaáætlun getur því reynst ágætt vopn fyrir frumkvöðulinn og getur án efa verið hluti af ferlinu fyrir fjárfestingu.

2.3 Undirbúningur fjárfestis fyrir fjárfestingu

Ferli fjárfesta fyrir fjárfestingu er misjafnt eftir því hvaða fjárfestir á í hlut og ekki skiptir það máli hvort um sé að ræða vísisjóð eða englafjárfesti. Ferlið fyrir fjárfestingu byrjar á því að hugmynd er kynnt fyrir fjárfesti, en þá er spurningin hvernig myndast tækifæri til fjárfestingar? Niðurstöður rannsókna erlendis eru tvíþátta. Í rannsókn Weibl og Hess (2019) þar sem tekið var viðtöl við 13 vísisjóði má finna að aðallega er haft samband við vísisjóði inn á við (e. inbound) með því að frumkvöðlarnir senda tölvupóst eða í gegnum vefform á vefsíðu en einnig er nokkuð algengt að vísisjóðir fái meðmæli frá tengiliðum sjóðsins. Sömu sögu má segja í Indónesíu þar sem flestar hugmyndir eru kynntar inn á við þar sem frumkvöðlarnir hafa samband með tölvupósti, þó svo að vísisjóðir í Indónesíu vilja heldur fá meðmæli frá sínum tengiliðum (Layman og Jang, 2018). Á hinn bóginn hjá englafjárfestum þá má finna í rannsókn White og Dumay (2020) að englafjárfestar finna aðallega tækifæri til fjárfestingar í gegnum meðmæli eða fyrri reynslu af aðilum.

Ýmis forvinna á sér stað við gagnaöflun sem fjárfestar nota til þess að skera úr um hvort þeir vilji á endanum fjárfesta í hugmynd frumkvöðla. Oftar en ekki framkvæma bæði englafjárfestar og vísisjóðir áreiðanleikakönnun (e. due diligence) til þess að athuga hvort fólkið, hugmyndin, markaðurinn, tekjumódelið og fjárhagsáætlun séu í lagi og hvort allir þessir hlutir passi inn í sett markmið fjárfestisins (Teker o.fl., 2016). Gagnaöflun virðist þó vera misáreiðanleg eftir því hvor tegundin af fjárfesti á í hlut. Þó svo að englafjárfestar hafi góð tengsl í nýsköpunarumhverfinu þá eru upplýsingar sem þeir fá frá tengslaneti sínu ekki eins víðtækar og þær sem vísisjóðir hafa undir höndunum. Vísisjóðir skiptast gífurlega oft á upplýsingum frá öðrum fjárfestum, viðskiptavinum, birgjum og frumkvöðlum sem tengjast þeirra verkefnasafni (Hsu o.fl., 2014).

Margar heimildir eru þó fyrir því að vísisjóðir og englafjárfestar hagi ferli fyrir fjárfestingu á mismunandi hátt. Fyrr í ritgerð þessari voru vísisjóðir skilgreindir sem sjóðir sem ná í hagnað fyrir fjárfesta í þeirra sjóði. Vísisjóðir eru því ekki endilega að fjárfesta með sitt eigið fjármagn. Þeir fjárfestar sem fjárfesta í sjóði hjá vísisjóðum gera ráð fyrir ákveðinni ávöxtun og því er kominn ákveðinn þrýstingur á vísisjóðinn að skila þeirri væntu ávöxtun. Á hinn bóginn eru englafjárfestar ekki ábyrgir fyrir fjármagni annarra fjárfesta og því fjárfesta þeir frekar eftir sinni eigin sannfæringu heldur en eftir alhliða rannsókn á viðfangsefninu (Van Osnabrugge, 2000; Forrester 2014). Að því sögðu þá eru englafjárfestar ekki undir sömu pressu og vísisjóðir, enda eru þeir ekki ábyrgir fyrir fjármagni annarra og því eru þeir heldur ekki undir þeirri pressu að haga sér faglega, sem endar oft í því að englafjárfestar stýri komandi vandamálum eftir á með virkri þátttöku innan fyrirtækisins (Van Osnabrugge, 2000).

Vísisjóðir leggja miklu meiri áherslu á forvinnu áður en fjárfesting á sér stað. Vísisjóðir eru skilvirkari og reglubundnari heldur en englafjárfestar þegar kemur að ferli fyrir fjárfestingu. Til að mynda þá framkvæma vísisjóðir meira af forvinnu til áhættuminnkunnar, vísisjóðir hitta einnig frumkvöðulinn oftast fyrir fjárfestingu, gera frekari rannsóknir á þeim geira sem frumkvöðullinn ætlar sér inn á (e. sector research), greina fjármálin betur, ráða inn dýra ráðgjafa og taka lengri tíma til að fjárfesta heldur en englafjárfestar (Van Osnabrugge, 2000; De Mol, 2019). Á hinn bóginn reiða englafjárfestar minna á formlega verkferla og treysta frekar á sín eigin persónulegu tengsl til þess að velja hvaða verkefni þeir ætla að fjárfesta í (Ding, o.fl., 2014).

2.4 Aðkoma fjárfestis eftir fjárfestingu

Til þess að fjárfestir viti hvernig fyrirtækinu gengur og geti tekið upplýsta ákvörðun um það hvort eða hvernig hann þurfi að veita aðstoð þá er gott að hafa yfirsýn yfir það hvernig fyrirtækinu gengur og að samskipti milli frumkvöðla og fjárfesta séu góð. Einnig er gott fyrir frumkvöðla að vita hvernig samskiptaferlið á sér stað og við hverju fjárfestar megi búast við. Starfsmenn vísisjóða eyða 60% af þeirra tíma í starfsemi sem á sér stað eftir fjárfestingu í sprotafyrirtæki. Þetta er að meðaltali 110 klukkustundir á ári sem eru nýttar í að hjálpa til og fylgjast með sprotafyrirtækinu (Landström og Mason, 2007). Vísisjóðir fylgjast með sprotafyrirtækinu til þess að meta hversu vel fyrirtækinu gengur og til þess að fylgjast með fjárfestingunni. Þeir einblína á virðisaukningu til þess að auka möguleika á ávöxtun eignasafnsins síns (De Clercq og Manigart, 2007).

Þegar fjárfesting hefur átt sér stað hjá vísisjóði í sprotafyrirtæki breytist hlutverk vísisjóðsins frá því að vera einungis fjárfestir og í það að vera samstarfsaðili. Þar eftir verður hlutverk vísisjóðsins að vera formlegur fulltrúi í stjórn sprotafyrirtækisins (Weibl og Hess, 2019). Samkvæmt riti De Clercq og Manigart (2007) hafa vísisjóðir mikinn hvata til þess að fylgjast með gjörðum frumkvöðulsins vegna þess að markmið hans og vísisjóðsins eru ekki alltaf fullkomlega samræmd. Vísisjóðir eru oft með mikil völd og oft óhóflega mikil miðað við hlutafjár þeirra. Vísisjóðir í Bandaríkjunum eru í 25% tilfella með það mikil völd í stjórninni að þeir hafa lokaatkvæðið. Vísisjóðir fylgjast formlega með fjárfestingum sínum með því að taka stjórnarsæti í fyrirtækinu og helstu samskipti fara fram þar (De Clercq og Manigart, 2007; Teker o.fl., 2016). Óformlega fylgjast þeir með fjárfestingum með reglubundnu eftirliti af daglegri starfsemi og með fjárhagsskýrslum (De Clercq og Manigart, 2007). Þar með sagt nota vísisjóðir árangursmiðaðar aðferðir til þess að fylgjast með fjárfestingum sínum og frumkvöðlinum (Hsu o.fl., 2014). Hins vegar eiga englafjárfestar erfitt með að staðfesta upplýsingar sem þeir fá frá frumkvöðlinum (Hsu o.fl., 2014) og þar af leiðandi fara þeir oft aðrar leiðir til þess að fylgjast með. Englafjárfestar einblína meira á hegðun frumkvöðulsins og nota þeir t.d. hegðunarmiðaðar aðferðir til þess að fylgjast með (Hsu o.fl., 2014). Að því leiðir er mikilvægt að gott samband sé til staðar við frumkvöðulinn (White og Dumay, 2020).

Englafjárfestar vilja vita meira um daglega starfsemi heldur en vísisjóðir og vilja vinna náið með frumkvöðlinum. Þeir heimsækja fyrirtækið og eru með reglulega fundi (Hsu o.fl., 2014).

Þeir taka persónulega þátt í rekstri fyrirtækisins á meðan vísisjóðir ráða oft starfsmenn í fyrirtækin til þess að fylgjast með árangri (Van Osnabrugge, 2000). Allir englafjárfestar vilja auka virði umfram fjárhagslega umbun og með fjárfestingum sem þessum fá þeir tækifæri til þess að gera eitthvað sem þeim finnst skemmtilegt (White og Dumay, 2020). White og Dumay nefna í riti sínu að englafjárfestar hafi þann kost að ekki einungis koma þeir með fjármagn inn í fyrirtækið heldur einnig sína eigin þekkingu og reynslu til að hjálpa fyrirtækinu að vaxa og dafna. Það er margt sem englafjárfestar geta lagt af mörkum, eins og að byggja upp stjórnendateymi, hjálpa við að þróa hugmyndina, koma hugmyndinni á markað og hjálpa til við að finna aukið fjármagn (Forrester, 2014). Vert er að nefna að flestir englafjárfestar fjárfesta í fyrirtækjum sem er nálægt þeim og þeirra heimahögum til að eiga auðveldara með að hjálpa til (Forrester, 2014).

3. Aðferð

Rannsakendur leitast eftir að svara eftirfarandi rannsóknarspurningu í þessari rannsókn:

„Hverjir eru helstu áhrifaþættir og verkferlar íslenskra vísisjóða og englafjárfesta þegar kemur að fjárfestingum í sprotafyrirtækjum?“

Þegar rannsóknaraðferð var ákveðin komust rannsakendur að því að best væri að nota eigindlega rannsóknaraðferð (e. qualitative research method) vegna þess hve lítið þýði af vísisjóðum og englafjárfestum má finna á Íslandi og einnig vegna þess að eigindleg aðferðafræði býður rannsakendum upp á það að sjá betur hvernig aðstæður eru frá sjónarhorni viðmælenda (Merriam og Grenier, 2019). Rannsakendur töldu að aðstæður væru einmitt mismunandi eftir viðmælendum og að með eigindlegri aðferðafræði gátu þeir fengið dýpri sýn frá þeirra sjónarhorni. Við gerð rannsóknarinnar var eigindlegum einstaklingsviðtölum beitt. Í eigindlegri aðferðafræði notar rannsakandinn lýsandi gögn eins og t.d. orð sem fólk hefur sagt (Taylor o.fl., 2015). Gögnin sem notuð verða að búa til niðurstöður eru orð sem einhver hefur sagt sem eru lýsandi og má því segja að eigindlega aðferðafræði passi ágætlega hér við. Að sama skapi verða gögnin notuð til þess að rannsakandinn fái dýpri skilning frá sjónarhorni viðmælenda.

Í þessari rannsókn eru áhrifaþættir og verkferlar athugaðir hjá englafjárfestum og vísisjóðum á Íslandi þegar kemur að fjárfestingum í sprotafyrirtækjum. Tekin voru níu djúpvíðtöl og voru þau skrifuð upp. Linneberg og Korsgaard (2019) komust að því að litakóðun í eigindlegum

viðtölum gefur góða uppbyggingu og dýpt í greiningarferlið og því ákváðu rannsakendur að nota litakóðun sem verkfæri til greiningar. Hlutverk viðtalanna var að fá djúpa sýn á það hvað skiptir fjárfestana virkilega mestu máli og verður gerður greinarmunur á englafjárfestum og vísisjóðum þegar kemur að þessum áhrifaþáttum. Einnig var spurt út í verkferla fyrir og eftir fjárfestingu þar sem rannsakendum fannst áhugavert að vita muninn á englafjárfestum og vísisjóðum. Áhrifaþættirnir og verkferlarnir eru svo bornir saman við greinar erlendis frá, sem á að gefa góða mynd af því hvernig sprotaumhverfið er hér á Íslandi.

3.1 Þátttakendur

Heyrt var í 16 mögulegum viðmælendum, níu tóku þátt í rannsókninni og sjö svöruðu ekki eða neituðu. Haft var samband við tvenns konar tegundir af fjárfestum sem hafa það sameiginlegt að fjárfesta í sprotafyrirtækjum en það eru englafjárfestar og vísisjóðir. Fjórir englafjárfestar og sjóðstjórar fimm vísisjóða voru fengnir í djúpvíðtöl. Viðmælendur voru sex karlmenn og þrjár konur með mismikla reynslu á sviði fjárfestinga í sprotafyrirtækjum, en reynslan á heildina litið var heldur viðamikil. Nánari upplýsingar um þátttakendur í rannsókninni má finna í töflu 1. Notast var við svokallað hentugleikaúrtak varð fyrir vali rannsakenda vegna þess hve auðvelt var að hafa samband við fjárfesta fyrir rannsakendur.

3.2 Mælingar

Notast var við tvö keimlík hálfstöðluð viðtöl, annað fyrir vísisjóði og hitt fyrir englafjárfestana. Þó ber að nefna að viðtölin voru eins að undirlagi, en voru orðuð mismunandi eftir því hvort fjárfestirinn var skilgreindur sem vísisjóður eða englafjárfestir. Viðtölin voru hljóðrituð. Meðallengd viðtalanna voru 42 mínútur.

3.3 Framkvæmd

Viðtölin voru öll framkvæmd við þægilegar aðstæður á skrifstofum viðmælanda, nema eitt viðtalið sem var framkvæmt í gegnum Netið. Rannsakendur ákváðu í byrjun rannsóknar að viðtölin yrðu nafnlaus og við vinnslu á niðurstöðum verður reynt að koma í veg fyrir að hægt væri að rekja svörin til einstaklinga. Ástæða þess er einfaldlega sú að ekki eru til margir fjárfestar á Íslandi sem fjárfesta í sprotafyrirtækjum. Vísisjóðir eru örfáir og því auðvelt að gera greinarmun á milli þeirra með því að lesa viðtölin. Nafnlaus viðtöl eru nauðsynleg til þess að viðmælendum líði vel með að

upplýsa um, það sem er oft talið vera, trúnaðarupplýsingar (Gibson o.fl., 2013). Rannsakendur töldu að aðferðir vísisjóða og englafjórfa þegar kemur að fjórfaestingum í sprotafyrirtækja væru trúnaðarupplýsingar fyrir fjórfaestana og að þeir myndu tala af frjórfa hendi þegar að viðtalinu kæmi ef um nafnleynd væri að ræða. Mikilvægt var því að viðtölin yrðu nafnlaus því þá yrðu fjórfaestar frjórfa sari í því að tala um efnið. Viðmælendur fengu skilaboð frá rannsakendum í gegnum tölvupóst eða símleiðis. Þegar viðtölin voru búin voru þau skrifuð niður og flokkuð eftir áhrifaþáttum og skoðunum fjórfaestanna.

Við gerð niðurstaðna voru viðmælendur nefndir eftir töflu 1.

Tafla 1

Tegund fjórfaesta, reynsla þeirra í sprotafyrirtækjum og sérsvið.

Fjórfaestir	Reynsla í árum	Sérsvið
Englafjórfaestir 1	10+ ár	Ekkert sérstakt
Englafjórfaestir 2	c.a. 10 ár	Ekkert sérstakt
Englafjórfaestir 3	c.a. 10 ár	Ekkert sérstakt
Englafjórfaestir 4	2+ ár	Ekkert sérstakt
Sjóðstjóri 1	10+ ár	Tækni

Sjóðstjóri 2	10+ ár	Tækni
Sjóðstjóri 3	10+ ár	Ekkert sérstakt
Sjóðstjóri 4	10+ ár	Ekkert sérstakt
Sjóðstjóri 5	10+ ár	Ekkert sérstakt

4. Niðurstöður

Niðurstöður munu einna helst svara hverjir helstu áhrifaþættir og verkferlar íslenskra vísisjóða og englafjárfesta eru þegar kemur að fjárfestingum í sprotafyrirtækjum. Rannsakendur taka saman öll helstu svörin og flokka niður í áhrifaþætti, viðskiptaáætlun, undirbúning fjárfestis fyrir fjárfestingu, samninga og samskiptaferli. Í hverjum kafla fyrir sig er gerður greinarmunur á því hvort og þá hvernig munurinn er á englafjárfestum annars vegar og vísisjóðum hins vegar. Að lokum er fundinn rauður þráður í niðurstöðum og eru þær bornar saman við fræðilega kafla rannsóknarinnar í umræðukafla.

Eins og má sjá í töflu 1 voru flestir fjárfestanna hlutlausir gagnvart hvaða geira sem hægt er að fjárfesta í, að vísu voru tveir af sjóðstjórunum með áherslu á tækni. Vert er að nefna að sjóðstjóri 2, 3 og 5 voru englafjárfestar áður en þeir hófu störf sem sjóðstjórar.

4.1 Áhrifaþættir

Margir gætu haldið að möguleiki á miklum hagnaði væri eina ástæðan fyrir því að fjárfestar ákveða að taka svona mikla áhættu og fjárfesta í sprotafyrirtæki. Það er sannarlega stór hluti en það er alls ekki eina ástæðan. Allir fjárfestar voru spurðir að því hvort skipti þá meira máli, ástríða á verkefninu þ.e.a.s. að það styðji við þeirra gildi eða hagnaður sem hlýst af verkefninu. Aðeins tveir þátttakendanna svöruðu að hagnaðurinn væri mikilvægari og var annar sjóðstjóri en hinn

englafjórfeftir. Tveir sjóðftjóranna sögðu að ekki væri hægt að svara þessari spurningu þar sem hagnaður væri eitt af þeirra gildum. Restin af hópnum svaraði að ástríða eða að verkefnið styðji við þeirra gildi skipti meira máli þar sem þau myndu frekar vilja taka áhættu á einhverju sem er gott fyrir samfélagið heldur en ella. Einn fjórfeftanna nefndi þó að það væri enginn í þessu af eintómri góðmennsku, það eru allir að reyna að búa til peninga. Sex af níu viðmælendum nefna að hægt sé að búa til miklar fjórhæðir úr lítilli fjórhæð með fjórfeftingum í sprotafyrirtækjum. En margir nefndu að mikill áhugi á nýsköpun hafi verið ein af ástæðunum líka. Hægt sé að kynnast mikið af áhugaverðu fólki og læra margt nýtt sem þeir hefðu annars ekki gert. Einnig segja þeir að þessi bransi sé mjög skemmtilegur eins og englafjórfeftir 1 nefnir. Meira en helmingur nefnir hvað þetta gerir mikið fyrir samfélagið. Sjóðftjóri 2 nefnir að það sem keyrir sjóðinn þeirra áfram og í leiðinni þau sjálf sé hversu mikilvægt þetta er fyrir samfélagið. Nýsköpun gefur okkur spennandi og ný störf og eykur hagvöxt eins og hefur verið nefnt hér áður. Englafjórfeftir 3 nefnir einnig að ef við erum ekki að þæla í nýsköpun þá munum við sem samfélag ekki komast neitt áleiðis að sama skapi segir englafjórfeftir 4 að þetta einfaldlega geri heiminn betri.

Þegar kemur að sprotafyrirtækjum er margt sem getur breyst á þeirra vegferð. Þrátt fyrir góða og mikla áætlanagerð þá veit fólk aldrei hvað gerist. Eitt er þó víst, teymið á bak við fyrirtækið er það eina í þessari vegferð sem breytist ekki. Þar af leiðandi skiptir teymið fjórfefta miklu máli. Hver og einn fjórfeftir sem rætt var við nefndi að teymið væri mikilvægasti partur af ákvarðanatöku þeirra. Það er margt við teymið sjálft sem skiptir máli og nefndi sjóðftjóri 5 að ef einstaklingur kemur til hans með hugmynd þá er honum bent á að finna fleira fólk með sér í sína vegferð og þá er hægt að skoða möguleika á fjórfeftingu. Eiginleikar sem flestir voru sammála um var fjölbreytileiki teymsins og ástríða eða eldmóður. Með fjölbreytileika var átt við að teymið sé með mismunandi þekkingu og reynslu að baki. Það skiptir miklu máli svo að teymið bæti hvort annað upp og komi með mismunandi sjónarhorn inn í fyrirtækið. Nokkrir nefndu sérstaklega að fjölbreytileiki í þeirra huga var ekki hlutfall kynjanna fyrir utan sjóðftjóra 3. Sá nefndi að flest öll teymin sem biðja um fjármagn séu teymi sem eingöngu innihalda karlmenn og ef það er staðan þá reynir sjóðurinn markvisst að koma konu inn í teymið með einhverjum hætti eftir að fjórfefting á sér stað. Ástæðan væri vegna þess að krafturinn í hópnum breytist gríðarlega með því að hafa tvö kyn.

Gríðarleg ástríða teymisins á verkefnum er mikilvægur þáttur og voru allir sjóðstjórar sammála því. Sjóðstjóri 5 útskýrði það vel og nefndi hann að teymið þyrfti að vera með persónulega þekkingu á vandamálinu sem það leysir. Ef tilfinningaleg tengsl við vandamálið er til staðar þá sér hann ástæðuna af hverju frumkvöðlarnir reyna að leysa vandann. Einnig veit frumkvöðullinn meira um vandamálið sjálft og fólkið sem er í kringum það, hvers vegna þetta er vandamál og þá er mun meiri ástæða til að leysa það. Tilfinningaleg tengsl við vandann sjálfan gerir það að verkum að þrautseigjan verður því mun meiri. Allir sjóðstjórar nefndu að þrautseigja væri einnig stór þáttur þar sem þetta getur verið erfitt verkefni sem fólk tekur að sér og mikil þrautseigja og eldmóður er það sem kemur fólk í gegnum þetta ferli. Sjóðstjóri 3 nefnir að vísisjóðurinn horfi mikið á almenna skynsemi og segir teymið ekki mega vera brothætt þar sem erfiðir tímar eru framundan. Áhugavert er að einungis einn englafjórfeztir nefnir ástríðu og enginn þrautseigju.

Englafjórfeztarnir töluðu um að þeir sjálfir þurfi að hafa trú á teyminu og fólkinu. Þrjár af fjórum nefna að þekking sé góður eiginleiki og hjálpar mikið við ákvarðanatöku. Englafjórfeztir 2 segist hafa fjórfezt í fyrirtæki þar sem allt teymið hafði unnið við sömu tækni og hugmyndin snerist um, það hafði mikil áhrif þar sem teymið hafði nú þegar þekkingu á tækninni. Englafjórfeztir 3 er sá eini sem nefndi að frumkvöðlarnir sjálfir þyrftu að hafa eitthvað undir sjálfir til þess að hann væri tilbúinn til þess að fjórfesta. Hann nefndi að þeir verði að tapa á því líka ef verkefnið gangi ekki upp.

Tengsl fjórfeztis og teymisins skiptir einnig gríðarlega miklu máli. Flest allir fjórfeztar vinna með teyminu að einhverju leyti, þó það sé mismikið, en þá er stór þáttur að fólkið nái vel saman. Sjóðstjóri 5 segist spyrja sjálfan sig að því hvort hann myndi vinna með frumkvöðlunum sjálfur, vegna þess að ef hann væri tilbúinn til að vinna fyrir þau þá munu aðrir vilja gera slíkt hið sama. Þá þarf traust einnig að vera mikið á milli fjórfeztis og frumkvöðla. Ein af uppistöðum viðskipta er traust og þegar um mikið fjármagn er að ræða þá þarf það að vera til staðar. Trú og traust á að frumkvöðlarnir fylgi því eftir sem þeir segjast ætla að gera og muni ekki hætta þrátt fyrir margar hindranir á vegferðinni. Þrjár sjóðstjórnanna töluðu um að ef frumkvöðlarnir hafa stofnað sprotafyrirtæki áður þá er búið að eyða mikilli óvissu um teymið og traustið er mun meira. Þá vita fjórfeztarnir hvernig þeir vinna, auðvelt er að fá meðmæli þar sem aðrir fjórfeztar hafa unnið

með þeim eða jafnvel þeir sjálfir. Enginn englafjárfestanna nefndi það sem áhrifaþátt að þeir hefðustofnað fyrirtæki áður.

Þrátt fyrir að teymið sjálft sé mikilvægasti parturinn þegar kemur að fjárfestingum þá eru aðrir þættir sem þarf að huga að líka. Þegar spurningin kom upp „hvað skiptir mestu máli þegar þú ert að íhuga að fjárfesta í sprotafyrirtæki?“ þá sögðu allir sjóðstjórnarnir að stækkunarmöguleikar skipti máli. Stærð tækifærisins og að áætlunin sé að fara á allþjóðamarkað. Áhugavert er að nefna að aðeins tveir af fjárfestunum nefndu að þeir sjálfir þurfi að hafa áhuga á vörunni og hugmyndinni til þess að vera tilbúnir að fjárfesta og voru báðir fjárfestarnir englafjárfestar. Englafjárfestir 1 segir að þetta þurfi að vera skemmtilegt, sem gefur einnig til kynna að áhugi þurfi að vera til staðar. Sjóðstjóri 3 segir vísisjóðinn fara eftir hugmyndafræðinni eftir William Sahlman og Howard Stevenson, sem er skilgreind hér áður, sem talar um fólkið, tækifærið, samhengið og samninginn sjálfan. Þá nefnir hann að fólkið skipti máli eins og áður hefur verið nefnt. Stærðin á tækifærinu er stórt atriði og að það þurfi að vera vaxandi. Sjóðstjóri 2 talaði einnig mikið um tækifærið, með vaxandi tækifæri er átt við t.d. ef tæknivæðing á sér stað í heilbrigðisgeiranum þá er mikið tækifæri þar að hanna hugbúnað og tækni og væri það þá dæmi um vaxandi markað eins og sjóðstjóri 2 benti á. Samhengið þarf að vera til staðar þar sem til dæmis Covid-19 heimsfaraldurinn gerði það að verkum að allt í einu urðu fyrirtæki með fjarskiptabúnaði meira spennandi en áður fyrr. Sýnir þetta að það sem er í gangi í samfélaginu skipti miklu máli og hafi áhrif á ákvarðanatöku. Síðast en ekki síst er það samningurinn sjálfur. Fjárfestirinn og frumkvöðlarnir þurfa að ná saman um virði fyrirtækisins og hvernig hlutum verður háttáð eftir fjárfestingu. Sjóðstjóri 4 nefnir að ef frumkvöðull býður 10% hlut í fyrirtækinu fyrir 100 milljónir þá ætti virði fyrirtækisins að vera milljarður. Segir hann erfitt að samþykkja slíkt tilboð ef fyrirtækið er enn einungis hugmynd á blaði.

Báðar tegundir fjárfesta nefna að samkeppni skipti miklu máli og nefnir sjóðstjóri 1 að það sé mikilvægt að vera búinn að greina samkeppnina. Englafjárfestar 1 og 3 huga að því hversu auðvelt það sé að búa til sömu vöru og búa þannig til samkeppni, það mætti ekki vera of auðvelt. Sjóðstjórnarnir horfðu miklu meira á markaðinn í heild sinni og vöruna sjálfa heldur en englafjárfestar. Sjóðstjóri 1 nefnir að teymið þurfi að vera leiðandi á sínu sviði og sjóðstjóri 5 nefnir að það þurfi að vera með réttan markað.

Allir fjárfestar nema sjóðstjóri 2 og 5 sögðu fyrirtækin þurfa að hafa einhverja tengingu við Ísland. Með tengingu við Ísland var átt við að annaðhvort þurftu frumkvöðlarnir að vera íslenskir eða höfuðstöðvarnar hérlandis. Allir sjóðstjórar nefndu þó að staðsetning höfuðstöðva skipti engu máli og mættu þar af leiðandi vera erlendis. Aðeins tveir af þeim sem rætt var við hafa fjárfest erlendis. Sjóðstjóri 5 segir að hann geti gert það þar sem hann hefur tengingar erlendis, öðruvísi sé það mjög erfitt. Allir englafjárfestarnir þvertóku fyrir það vegna þess að þeir sjá ekki samskiptin fyrir sér. Þeir áttu það sameiginlegt að vilja geta komist nálægt fyrirtækinu sem fjárfest er í og myndi fjárfesting erlendis gera einum of erfitt fyrir þar sem þessi bransi snýst mikið um fólkið sjálft og þurfa tengsl og samskipti að vera góð.

Þegar spurt var um hversu langt hugmyndin þarf að vera komin til þess að fjárfestarnir séu tilbúnir til þess að fjárfesta voru svörin mismunandi eftir fjárfestum. Allir englafjárfestarnir voru tilbúnir að fjárfesta mjög snemma en tveir þeirra tala um að þeir fjárfesta minna ef hugmyndin er komin afar stutt til þess að minnka áhættu. Þeir myndu þá bæta við fjármagni seinna ef vel gengur. Englafjárfestir 1 segist vera tilbúinn að fjárfesta mjög snemma vegna þess að hann vill mynda persónuleg tengsl við frumkvöðlana og geta unnið náíð með þeim. Sjóðstjórnarnir vilja flestir að komin sé frumgerð af vörunni.

4.2 Viðskiptaáætlun

Viðskiptaáætlun eins og skilgreiningin segir er stórt og viðamikið skjal þar sem farið er í smáatriði um hvernig fyrirtækið mun byggja sig upp. Allir viðmælendur voru sammála því að viðskiptaáætlun sé mikilvæg en ekki í þeim skilningi. Einnig voru viðmælendur sammála um að viðskiptaáætlunin á ekki að vera í of miklum smáatriðum þar sem sprotafyrirtæki séu að byrja fyrirtækið sitt, margt er óljóst í byrjun og ekki má gefa sér of mikið af forsendum. Hins vegar segja allir að mikilvægt sé að plana og skipuleggja sig. Margir tala um að það sé gott fyrir frumkvöðlana að vera búnir að fara í gegnum gerð viðskiptaáætlunnar til þess að kortleggja stærstu hættur og ógnir sem munu verða á vegi þeirra. Þá hafi þeir svar við flestum spurningum sem gætu vaknað eins og hvernig þeir ætli að þróa vöruna og hvaða aðferð mun vera notuð til þess að koma vörunni á markað. Vert er hins vegar að nefna að fjórir viðmælendanna sögðu að viðskiptaáætlun sé mikilvæg en ekki ráðandi þáttur í ákvörðunarferlinu og voru fjárfestarnir ýmist vísisjóðir eða englar. Fjárfestarnir vilja sjá hvaða forsendur frumkvöðlarnir gefa sér og hvaðan þeir fá þær

forsendur. Þá nefndi englafjórfeftir 1 að gott sé að fá að heyra að frumkvöðlarnir séu ekki einungis að gefa sér forsendurnar heldur eru þeir búnir að kanna og spyrjast fyrir um tölur.

Þegar spurt var út í hvað væri mikilvægast við viðskiptaáætlun nefndu fimm viðmælendanna tekjur, sölutölur og allra helst kostnað. Þrír af þessum viðmælendum voru sjóðstjórar og tveir englafjórfeftar. Hins vegar voru einungis sjóðstjórar sem nefndu að áætlun um hvernig á að koma vörinni á markað skipti miklu máli.

4.3 Undirbúningur fjórfeftis fyrir fjórfeftingu

Rannsakendur höfðu mikinn áhuga á því hvernig fjórfeftar heyra af nýjum tækifærum í fjórfeftingum. Allir viðmælendur sögðu að heyrt hafi verið í þeim að fyrra bragði. Þá í gegnum tölvupóst, síma eða jafnvel „Messenger“ sem er samskiptamiðill Facebook. Englafjórfeftarnir heyra mikið af tækifærum í gegnum sín eigin tengslanet og nefna þeir kaffispjall sem dæmi en einnig eru aðrir frumkvöðlar sem hafa unnið með þeim sem mæla með að hafa samband. Aðeins einn englafjórfeftir segist hafa samband við frumkvöðulinn af fyrra bragði frekar en að þeir hafi samband við hann. Þá heyrir sá af fjórfeftingartækifærum í gegnum tengslanet og hefur beint samband við einhvern innan fyrirtækisins.

Sjóðstjórararnir sögðu allir að fólk heyri meira í þeim og nálgist að fyrra bragði. Hins vegar fylgjast þeir einnig með hröðlum eins og Gullegginu og styrkjum frá Rannís til þess að sjá fyrirtæki sem munu mögulega vera framúrskarandi. Sjóðstjóri 4 segir að vísisjóðurinn sé með svokallaða athugunarlista, yfir fyrirtæki sem þeim lýst vel á, sem hann fylgist sérstaklega með og heyrir jafnvel í fyrirtækinu að fyrra bragði og býður á fund. Vísisjóðirnir eru meira í því að markaðssetja sig heldur en englafjórfeftarnir, til þess að fólk heyri í þeim og þau fái sem flesta til sín. Nefnir sjóðstjóri 2 að þau hjá vísisjóðnum passi að hafa góð tengsl við englafjórfefta og aðra sjóði sem koma inn á seinni stigum til þess að heyra af mögulegum tækifærum.

Gríðarlega mikill munur er á verkferlum hjá englafjórfeftum og vísisjóðum. Englafjórfeftarnir eru að fjórfefta sínum eigin pening og þurfa ekki mikið annað en að hlusta á sjálfan sig, eins og englafjórfeftir 4 nefnir, þá fer hann eftir sínu eigin innsæi og tilfinningu fyrir verkefninu. Allir englafjórfeftarnir nema einn fara á fund með teyminu og fá kynningu um fyrirtækið. Oft er það kynning í formi Power Point glærुकynningar eða á Excel skjali sem er sýnt

á þessum kynningarfundum og síðan fá þau gögn í hendurnar til að skoða yfir. Tveir englafjórðingarnir fá vini og vandamenn til þess að lesa yfir og fá skoðun frá þeim til þess að geta tekið eins upplýsta ákvörðun og þeir geta. Englafjórðingarnir 3 er sá eini sem fer ekki á kynningarfund til þess að byrja með enda, eins og nefnt var hér áður, þá sækist hann meira í fyrirtækin heldur en að fá símhringingar. Hann heyrir af spennandi fyrirtækjum í gegnum tengslanetið og heyrir í fólki innan fyrirtækisins, fær upplýsingar og fer að lokum á fund til þess að fara í samningaviðræður.

Vísisjóðirnir eru með skýra verkferla sem þeir fylgja fyrir hverja og eina fjórðinguna. Í upphafi er alltaf kynningarfundur líkt og hjá englafjórðingunum, síðan er ýmist samtali eftir fundinn eða meðeigendur fara yfir upplýsingar í sitthvoru lagi. Næst taka meðeigendurnir fund sín á milli til þess að ræða hugmyndina og fjórðingartækifærið. Ef öllum lýst vel á þá er farið í greiningu. Í þessu skrefi er oft kallað eftir sérfræðingum til þess að fara yfir tæknina eða markaðinn. Næst er hugmyndin lögð fyrir fjórðingarráð og eftir það er farið í frekari greiningu og að lokum er lögð fram viljayfirlýsing um kaup eða skilmálablað (e. term sheet). Ef samkomulagi er náð hér þá gera sjóðirnir áreiðanleikakönnun (e. due diligence).

Áreiðanleikakönnun er svo sannarlega mismikil eftir englafjórðingum og vísisjóðum. Skýrt er að englafjórðingarnir horfa einungis á frumkvöðlana sjálfa þegar þeir eru að kanna áreiðanleika. Þeir nefndu allir að þeir skoða bakgrunn einstaklinganna einna helst. Aðferðin sem þau nota til þess að kanna áreiðanleika frumkvöðlanna er að skoða samfélagsmiðla og heyra í meðmælendum eða fólki sem þekkir til, til þess að fá að vita hvernig manneskjan er í raun og veru. Þá er verið að spyrja út í hvernig er að vinna með fólkinu og hvort það sé vafasamt með einhverjum hætti. Aðeins einn englafjórðingur talaði um að hann skoðaði markaðsstærðina og lykilþætti fyrirtækisins.

Vísisjóðir haga áreiðanleikakönnun á allt annan máta. Þeir skoða margir hverjir markaðinn, tæknina og ákveðnar forsendur sem frumkvöðlarnir hafa gefið sér eða nefnt á fyrri fundum. Einnig er farið í lögfræðilega úttekt þar sem einkaleyfi er kannað, hvort það sé til staðar og vörumerkið sjálft. Í rauninni er verið að skoða hver staðan er á fyrirtækinu. Sjóðstjóri 3 nefnir að með áreiðanleikakönnuninni eru þeir að koma fyrirtækinu í það horf að það passi við skilmálablaðið.

4.4 Samningar

Allir vísisjóðir gerðu svokallað skilmálablað þegar fjárfesting átti sér stað. Í því blaði, segir sjóðstjóri 3, kemur fram hversu stórru upphæð sjóðurinn er tilbúinn að fjárfesta og hvaða verðmat sjóðurinn notar til þess að komast að þeirri niðurstöðu. Einnig setja þeir bindingu á frumkvöðlana sem segir að ef þeir yfirgefa fyrirtækið rétt eftir að hafa fengið fjármagnið í hendurnar þá missa þeir sinn eignarhlut. Sjóðstjóri 2 nefnir líka að þarna koma kvaðirnar sem settar eru á frumkvöðlana. Einnig gera margir hluthafasamkomulag og segir englafjárfestir 4 það vera til þess að hafa samkomulag yfir því hvernig ákvarðanir eru teknar. Helsti munurinn á englafjárfestum og vísisjóðum hér er skilmálablaðið, en enginn englafjárfestanna gerir slíkt. Englafjárfestarnir gera allir kaupsamning en englafjárfestir 2 er sá eini sem nefnir að hann leggur fram svokallað „equity penalty“ sem gerir það að verkum að ef frumkvöðlarnir ná ekki að uppfylla loforðin sem þeir efna þá fær sá englafjárfestir frekari eign í félaginu.

4.5 Samskiptaferli

Eftir að fjárfesting hefur átt sér stað og búið er að skrifa undir alla samninga þá taka vísisjóðir nær undantekningarlaust sæti í stjórn fyrirtækjanna. Ef starfsmaður úr sjóðnum tekur ekki stjórnarsæti þá finna þeir utanaðkomandi aðila til þess að sitja fyrir þeirra hönd. Einnig nefndu allir vísisjóðir nema einn að þeir hjálpi til við að koma á tengslum við aðra fjárfesta og hjálpa þannig til við frekari fjármögnun fyrir næstu fjármögnunarlotu. Aðeins einn englafjárfestir nefndi að hann hjálpi til við frekari fjármögnun.

Allir fjárfestar bjóða upp á aðstoð ef frumkvöðlarnir þurfa eða biðja um aðstoð. Mikill munur er hins vegar á því hversu mikla hjálp þeir veita. Vísisjóðirnir taka mikinn þátt í fyrirtækinu sjálfu, sjóðstjóri 3 sagði að sjóðurinn hjálpar til við ráðningar inn í fyrirtækin og hjálpar frumkvöðlunum að innleiða góð vinnubrögð. Englafjárfestarnir voru með mismunandi skoðanir á því hversu mikið þeir ættu og vilja taka þátt. Þrír sögðust helst ekki vilja taka mikinn þátt en bjóða upp á aðstoð eða endurgjöf ef frumkvöðlarnir biðja um slíkt. Hinir tveir urðu annaðhvort partur af teyminu sjálfu og hjálpuðu afar mikið eða tóku að sér einhvern hluta vinnunnar eins og skjalagerð eða hjálp við stefnumótun.

Í þessu ferli er upplýsingagjöf mikilvæg fyrir fjárfestirinn. Sérstaklega fyrir þá sem taka ekki virkan þátt í fyrirtækinu sjálfu. Allir vísisjóðirnir fara á reglulega stjórnarfundum sem eru einu sinni í mánuði. Þar fá þeir allar helstu upplýsingar um hvernig staðan er í fyrirtækinu. Tveir sjóðstjórnanna nefndu að þeir geri kröfu um reglulega upplýsingagjöf í samningi. Sjóðstjóri 4 sagði að skila þurfi skýrslu um framgang ársfjórðungslega. Allir vísisjóðirnir nefna hins vegar að það megi ávallt hringja ef það eru vangaveltur eða eitthvað sem þarf að komast á yfirborðið. Eins og sjóðstjóri 1 réttilega sagði þá eru engin vandamál betur staðsett ofan í skúffu. Sjóðstjóri 2 nefndi einnig að sjóðurinn vilji að frumkvöðlar hringi í einhvern innan sjóðsins þrátt fyrir að ekki sé um góðar fréttir að ræða. Allir fjárfestar nema einn sögðu að þeir hitta frumkvöðla eða einhvern innan fyrirtækisins reglulega á óformlegum fundum. Sjóðstjóri 5 hringir í frumkvöðlana einu sinni í viku en englafjárfestir 3 gerir slíkt hið sama en hringir einungis einu sinni í mánuði.

5. Umræða

Í þessum kafla munum við samræma niðurstöður og fræðilega kaflann til þess að bera saman niðurstöður okkar við rannsóknir erlendis. Við mótum umræðuna um áhrifaþætti eftir *PCDO framework*-inu sem hefur verið kynnt til leiks í fræðilega kafla ritgerðarinnar. Er þetta gert til þess að koma niðurstöðunum á framfæri á skipulegan máta.

5.1. Fólkið

Niðurstöður þessarar rannsóknar sýna að fólkið sé stærsti áhrifaþátturinn þegar kemur að fjárfestingum í sprotafyrirtækjum og skiptir ekki máli hvort þú spyrð englafjárfesti eða vísisjóð. Fjárfestar eru ekki tilbúnir að fjárfesta í hugmynd nema teymið á bak við hana sé frábært og mæti öllum þeirra kröfum. Rannsóknin stangast á við niðurstöður Hsu o.fl. (2014) þar sem sagt er að mögulegur efnahagslegur ávinningur sé mikilvægasti áhrifaþáttur vísisjóða. Samkvæmt okkar niðurstöðum eru vísisjóðir ekki tilbúnir að fjárfesta í frábærri hugmynd ef veikleikar eru í teyminu. Þeir horfa miklu frekar á frumkvöðulinn og teymið sjálft og ræður þessi áhrifaþáttur lokaákvörðun um hvort fjárfest sé í hugmynd eða ekki. Þetta er í samræmi við niðurstöður rannsóknar Macmillan o.fl. (1985). Út frá þessu getum við sagt að áhrifaþættir hafa ekki breyst með tímanum, þar sem rannsókn Macmillan o.fl. er frá 1985 en rannsókn Hsu o.fl. er frá 2014, heldur er frekar munur á milli landa. Í rannsókn Hsu o.fl. (2014) er ástríða talinn mikilvægur áhrifaþáttur fyrir báðar

tegundir fjárfesta en einungis einn englafjárfestir í okkar rannsókn nefndi ástríðu. Hins vegar nefndu allir vísisjóðir ástríðu og að hún sé mikilvægur eiginleiki sem teymið þarf. Enda nefnir Picken (2017) ástríðu stuðla að velgengni sprotafyrirtækja.

Niðurstöður okkar sýna að vísisjóðir horfa einna helst á ástríðu, þrautseigju og reynslu. Þetta er í samræmi við niðurstöður Macmillan o.fl. þar sem reynsla frumkvöðulsins og persónuleiki er það sem leitast er eftir. Þrautseigja er persónueinkenni sem er nauðsynlegt til þess að geta átt við áhættu og þá erfiðu tíma sem sprotafyrirtæki bjóða upp á. Hins vegar nefnir Macmillan o.fl. (1985) að vísisjóðir höfðu ekki miklar áhyggjur af því hvort frumkvöðullinn væri með persónuleikann sem þarf til frumkvöðlastarfseminnar og stangast það á við niðurstöður þessarar rannsóknar.

Carpentier og Suret (2015) sögðu að englafjárfestar hafna frumkvöðlum einna helst vegna veikleika teymisins. Þá nefna þeir til dæmis að reynsla og leiðtogahæfni sé það sem horft er á. Samkvæmt niðurstöðum okkar horfa englafjárfestar einmitt mikið á þekkingu og hæfni teymisins. En niðurstöður okkar sýna einnig að vísisjóðir horfa frekar á reynslu þar sem vísisjóðir eru þeim mun tilbúnari að fjárfesta í teymi sem hefur farið í gegnum ferlið áður. Í riti Brush o.fl. (2012) er sagt að englafjárfestar skoða óáþreifanlega eiginleika eins og áreiðanleika, helgun, sannfæringarkraft og ástríðu. Niðurstöðurnar okkar sýna að englafjárfestar héraendis horfa mikið á helgun þar sem einn segir frumkvöðlana þurfa sjálfir að eiga hlut í fyrirtækinu og annar segir frumkvöðlana ekki mega hafa fyrirtækið sem hliðarverkefni. Einnig skipti sannfæring og áreiðanleiki miklu máli þar sem englafjárfestarnir nefna að þeir þurfi að hafa trú á verkefninu og þurfa frumkvöðlarnir sannfæringarkraft til þess. Einnig má lesa út úr niðurstöðunum að með hvaða hætti frumkvöðlarnir komi fram getur skipt miklu máli þar sem heiðarleiki og geta eru bæði mikilvæg. Þessar niðurstöður eru einnig í samræmi við rit Brush o.fl. (2012).

Enginn englafjárfestanna talaði um að þeir þurfi að geta unnið með teyminu sjálfu líkt og kemur fram í rannsókn Carpentier og Suret (2015). Hins vegar nefna sjóðstjórnarnir að það skipti miklu máli. Englafjárfestar nefndu sérstaklega að þeir þurfi ekki að þekkja frumkvöðulinn fyrir en það stangast á við niðurstöður Hsu o.fl. (2014) sem segir englafjárfesta líklegri til þess að velja frumkvöðul sem þeir þekkja. Hins vegar var einn englafjárfestir sem nefndi að ef hann sér að einhverjar upplýsingar sem gefnar hafa verið upp reynast rangar þá hafnar hann tilboðinu strax og

er það í samræmi við grein Hsu o.fl. (2014) sem nefnir að englafjórfeSTAR þurfa að vera öruggir með frumkvöðulinn. Þetta sýnir einnig að traust er gríðarlega mikilvægt og englafjórfeSTAR koma ekki nálægt hugmyndinni ef það er ekki fullkomið traust sem ríkir á milli aðila.

5. 2 Samhengið

Samkvæmt niðurstöðum þessarar rannsóknar horfa vísisjóðir mun meira á markaðinn og vilja að hann sé vel skilgreindur áður en beðið er um fjórfeSTINGU. Þetta er í samræmi við niðurstöður White og Dumay (2020) sem nefna að vísisjóðir horfa einna helst á áhættur sem tengjast vörunni og markaðnum. Vísisjóðirnir nefna að það sem er í gangi í samfélaginu skipti miklu máli og tengist það samhenginu.

Enginn englafjórfeSTANNA sem rætt var við töluðu um að áform til að fara inn á markað skipti máli en það stangast á við rannsókn Carpentier og Suret (2015). Þeir töluðu aðallega um að þeir þurftu sjálfir að hafa áhuga á vörunni sjálfri og hafa gaman af verkefninu enda eru peningar ekki eini hvati englafjórfeSTAR til að taka þátt eins og er nefnt í rannsókn Ramadani (2012). Allir englafjórfeSTARnir töluðu um að þeir vilja fjórfeSTAR í fyrirtækjum sem eru á Íslandi til þess að auðvelda samskipti og svo þeir geti hjálpað ef til þarf. Er þetta ákveðin áhættustjórnun þar sem þeir geta fylgst náið með ef þeir eru í góðum samskiptum við frumkvöðla og auðveldara er að nýta tengslanet til að hjálpa til. Þetta er einnig í takt við niðurstöður úr rannsókn Ramadani (2012).

5. 3 Samningurinn

Eins og má sjá í niðurstöðum er ferlið fyrir fjórfeSTINGU mun lengra hjá vísisjóðum heldur en englafjórfeSTUM og má t.a.m. rekja það til lengri og strangari samningaviðræðna. Vísisjóðir setja fram skilmálablað þar sem kvaðir eru settar á frumkvöðulinn og er það t.d. nýtt til þess að samræma gildi vísisjóðsins og sprotafyrirtækisins. Vísisjóðirnir fá mun meiri völd heldur en englafjórfeSTAR vegna þessa skilmálablaðs. Þessar niðurstöður eru í algjöru samræmi við niðurstöður Van Osnabrugge (2000) en hann talar einmitt um að vísisjóðir fá frekari völd með ítarlegum samningaviðræðum. Einnig er nefnt í þessari grein að vísisjóðir eyði meira fjármagni í viðskiptakostnað, fjórfeSTAR meiru og eignast stærri hlut í fyrirtækinu. Ekkert af þessu var nefnt í viðtölunum þar sem ekki var spurt um stærð fjórfeSTINGAR en gera má ráð fyrir því að meiri kostnaður fari í lengra samningaferli þar sem það tekur meiri tíma og mannaúð.

5. 4 Tækifærið

Niðurstöður rannsóknarinnar sýna að vísisjóðir horfa miklu meira á stækkunarmöguleika verkefnisins þar sem allir nefndu vaxtarmöguleika og sögðust hafna verkefninu ef áætlunin er að fara ekki strax á alþjóðamarkað. Enginn englafjárfestanna nefndu neitt í þessum dúr. Flestir vísisjóðanna vildu sjá frumgerð af vörunni og sumir nefndu að það þurfi að vera búið að kortleggja markaðinn til þess að sjá að fólk sé tilbúið að fjárfesta í hugmyndinni. Þetta fylgir nákvæmlega niðurstöðum White og Dumay (2020) sem segja að vísisjóðir horfa mikið meira á markaðinn og vöruna heldur en englafjárfestar.

Englafjárfestar skoða vöruna sjálfa og eins og nefnt var áður vilja þeir sjálfir hafa áhuga á henni og hugmyndinni sjálfri. Það eina sem þeir horfa á sem tengist markaðnum er samkeppni en þeir vilja fá að vita áætlaðar sölutekjur og kostnað til þess að fá hugmynd um hversu stórt tækifærið er og hvenær það mun gefa ávöxtun til þeirra. Hins vegar er það augljóst að englafjárfestar leggi mun meiri áherslu á teymið sjálft en tækifærið. Þetta eru sömu niðurstöður og bæði White og Dumay (2020) fengu og einnig Carpentier og Suret (2015). Samkvæmt rannsókn Ramadani (2012) vildu englafjárfestar fjárfesta fyrr í fyrirtækjum til þess að fá mikilvæg hlutverk innan fyrirtækisins því þar er mesta áskorunin. Þetta stangast á við niðurstöður þessarar rannsóknar þar sem englafjárfestar fjárfesta minna ef þeir koma snemma inn til þess að minnka áhættu. Hins vegar var einn englafjárfestir undantekning en hann vildi koma snemma inn til þess að mynda persónulegri tengsl við frumkvöðulinn og hafa möguleikann á því að fylgjast betur með og jafnvel tekið þátt.

5. 5 Viðskiptaáætlun

Niðurstöður rannsóknar okkar gáfu til kynna að viðmælendur töldu efni viðskiptaáætlunnar vera mikilvægt en viðskiptaáætlunin þarf ekki að vera formleg. Það passar vel við það sem Kleiner (2003) og Burns (1996) nefndu um mikilvægi þess að búa til viðskiptaáætlun. Að sama skapi passar þetta þó líka við niðurstöður úr rannsókn Becker-Blease og Sohl (2015) þar sem kemur fram að englafjárfestar velta sér ekki mikið upp úr því að ef viðskiptaáætlun sé ekki til staðar eða ókláruð. Niðurstöður rannsóknar stangast á við þau orð Kleiners (2003) að ekkert fyrirtæki getur búið við því að tryggja sér fjármögnun nema að hafa vel ígrundaða og framsetta viðskiptaáætlun. Sú rannsókn stangast einnig á við niðurstöður rannsakenda en þar má einnig finna að fjórir

viðmælendanna sögðu að viðskiptaáætlun sem form væri ekki ráðandi þáttur í ákvörðunarferlinu, þó efni viðskiptaáætlunnar væri mikilvægt.

Það að efni viðskiptaáætlunnar sé mikilvægt en ekki formið er því rauði þráðurinn hjá öllum fjárfestum sem rætt var við og passar það vel við það sem MacMillan o.fl. (1985) segja um það að viðskiptaáætlunin sjálf skipti ekki höfuðmáli heldur að frumkvöðullinn sé búinn að undirbúa mikilvægustu atriðin sem koma fram í viðskiptaáætluninni, þ.e. að vera tryggur, reynslumikill, áhættuþolin og hafa þekkingu á markaðnum. Mikilvægast er því að frumkvöðullinn sé búinn að fara í gegnum viðskiptaáætlunina.

Mason og Stark (2004) töluðu um það í grein sinni að vísisjóðir og englafjárfestar leggja mismunandi áherslu á það hver mikilvægasti þáttur viðskiptaáætlanna væri. Þar kom fram að englafjárfestar leggja meiri áherslu á frumkvöðlana heldur en tölulegar upplýsingar þegar kom að viðskiptaáætlun, þar með sagt leggi þeir áherslu á hvernig viðskiptaáætlunin er kynnt. Hvort frumkvöðullinn hafi nógu mikla þekkingu á efninu og hvernig hann kemur fram með efnið. Niðurstöður úr viðtölum gáfu það ekki til kynna að svo væri en englafjárfestar nefna þó allir áhersluna á persónuna og trú á hópnum, þó svo að kynning á viðskiptaáætlun hafi ekki verið nefnd sem slík. Þegar kom að sjóðstjórum þá nefndu þeir allir mikilvægi þess að hafa áætlun um það hvernig ætti að koma vörunni á markað.

Þegar öllu er á botninn hvolft telja rannsakendur að viðskiptamódel (e. business model canvas) sé betri kostur fyrir frumkvöðla á Íslandi heldur en formleg viðskiptaáætlun. Þar er farið út í helstu atriði viðskiptaáætlunnar sem skipta fjárfesta mestu máli samanber grein MacMillan (1985).

5. 6 Undirbúningur fjárfestis fyrir fjárfestingu

Rannsakendur töldu það mikilvægt og hagnýtt að finna út hvar fjárfestar heyra af nýjum tækifærum til fjárfestinga þegar kemur að sprotafyrirtækjum. Niðurstöður rannsakenda gáfu til kynna að vísisjóðir á Íslandi fá almennt meira af hugmyndum inn á sitt borð í gegnum samskiptamiðla frekar en að þeir séu að leita út á við. Sjá má að niðurstöður rannsakenda passa við rannsókn Weibl og Hess (2019) og Layman og Jang (2018) þar sem sömu sögu má segja. Þegar kemur að englafjárfestum eru niðurstöður rannsakenda nákvæmlega í takt við niðurstöður úr rannsókn White

og Dumay (2020) þar sem englafjórffestar hérlendis finna oftast s n tækifæri   gegnum tengslanet sitt.

Rauða línu má klárlega draga þegar kemur   ferli þeirra fyrir fj rffestingu. Ferlið hjá englafjórffestum og v sisj   um er klárlega  likt og misjafnar áherslur má finna eftir því hvaða tegund af fj rffesti     hlut.   ni urst   um má finna   v sisj   ir eru með mjög skýra verkferla, framkvæma miklar greiningar og einnig áreiðanleikakönnun sem þeir fara   fyrir allar fj rffestingar. Það má rekja til þess   v sisj   ir eru   einhverju leyti bundnir ávöxtunarkröfu fjórffesta sem fjórffesta   þeirra sj   um samanber. grein Van Osnabrugge (2000).   sama skapi má finna   ni urst   um   englafjórffestar fjórffesta mikið eftir sinni eigin tilfinningu frekar heldur en   reiða sig   formlega verkferla sem passar vel við grein Ding, Sun og Au (2014). Rannsakendur telja það vera vegna þess   englafjórffestar eru ekki ábyrgir fyrir fjármagni annarra og fylgja því eigin sannfæringu með hjálp annarra eins og kemur fram   grein Van Osnabrugge (2000).

5. 7 Aðkoma fj rffestis eftir fj rffestingu

Rauða línu má draga   ferli v sisj   a eftir fj rffestingu en   ni urst   um rannsóknarinnar má finna   v sisj   ir taka n r undantekningarlaust sæti   stjórn sem styðst við grein Weibl og Hess (2019).   sömu grein má finna   v sisj   ir breyta hlutverki sínu  r því   vera fj rffestir og yfir   það   vera samstarfsaðili, sem passar við við ni urst   ur rannsóknarinnar.   ni urst   um má finna   v sisj   ir fylgjast svo með fj rffestingum sínum með stjórnarsetu sem samstarfsaðili þar sem helstu samskipti fara fram, sem er   takt við grein De Clercq og Manigart (2007). Þegar kemur   englafjórffestum voru þeir ósammála um það hversu mikið þeir  ttu og vildu taka þátt, en sumir þeirra urðu partur af teyminu eða hjálpuðu mikið,   meðan  rir vildu helst ekki taka mikið   tt    það þeir buðu upp    sto  ef frumkvöðlarnir myndu biðja um  sto . Þetta er ekki   samræmi við grein Hsu o.fl. (2014)  ar sem talað er um   englafjórffestar vilja vita meira um daglega starfsemi heldur en v sisj   ir.  r viðtölum má greina   v sisj   ir s u hreinlega  hugasamari heldur en englafjórffestar þegar kemur   ferli eftir fj rffestingu og almennri eftirfylgni þar sem allir sj   stj rar sem r tt var við voru sammála því   þeir tækju sæti   stjórn félags, sem englafjórffestar gera ekki endilega kröfu um. Allir sj   stj rar sem r tt var við fara   reglulega fundi sem eru einu sinni   mánuði   meðan englafjórffestar voru  gn hl dr gari, en hittu    frumkvöðlana.  st e a þess   englafjórffestar voru  gn hl dr gari má rekja til þess   englafj rffestir er ekki bundinn

neinni ávöxtunarkröfu eins og vísisjóðir, sem oftast en ekki leiðir til þess að englafjórfeftarnir eru því ekki undir sömu pressu um að haga sér faglega (Van Osnabrugge, 2000). Þó svo að Van Osnabrugge nefnir í þeirri grein að afleiðing þess að englafjórfeftar séu ekki eins strúktúraðir og vísisjóðir sé hreinlega sú að þeir stýri vandamálum eftir á með virkri þátttöku innan fyrirtækisins þá má ekki endilega sjá það á englafjórfeftum héraendis að það væri staðreyndin, sem kemur rannsakendum mikið á óvart.

5. 8 Annað

Rannsakendur telja að bæði vísisjóðir og englafjórfeftar hugsa fyrst og fremst um hagnað þegar kemur að fjórfeftingunum. Ferli fyrir fjórfeftingu snýst allt um áhættustjórnun og vera öruggir um að þeir séu að fara inn í flott fyrirtæki með góðu fólki. Aðkoma eftir fjórfeftingu telja rannsakendur einnig vera áhættustjórnun. Englafjórfeftar hjálpa til þar sem þeir geta til þess að auðvelda ferlið og vísisjóðir hjálpa eins mikið og þeir geta og vinna náíð með frumkvöðlunum til þess að hlutirnir gangi smurt fyrir sig. Það er að sjálfstöðu í allra hag í þessu samhengi að fyrirtækinu gangi vel og þar af leiðandi er hagnaður alltaf í fyrirrúmi. Einhverjir sjóðstjórnanna fannst starfið hins vegar það skemmtilegt þegar þeir sjálfir voru englafjórfeftar að þeir gerðu það að atvinnu sinni með því að stofna sjóð og mætti segja að þeir líkist englafjórfeftum erlendis einna helst. Aðkoma englafjórfeftanna er lítil og telja rannsakendur það vera vegna þess að þeir eru ekki einungis að fjórfefta í sprotafyrirtækjum heldur eru þeir í öðrum verkefnum samtímis. Út frá þessu er hægt að segja að englafjórfeftar héraendis séu sérfræði englafjórfeftar (e. analyst-angels) sem voru skilgreindir áður í ritgerðinni sem einstaklingar sem hafa mikla reynslu í stjórnun og frumkvöðlastarfsemi. Þeir nýta tengslin sín einnig mikið til þess að heyra af nýjum fjórfeftingartækifærum líkt og allir englafjórfeftar sem rætt var við gerðu.

5. 9 Hvað hefði mátt fara betur?

Rannsakendur hefðu mátt undirbúa spurningalista eftir fleiri rannsóknum en gert var. Val á úrtaki var hentugleikaúrtak, var það aðallega vegna þess að vísisjóðir héraendis eru ekki svo margir og rannsakendur tóku viðtal við þá sem svöruðu. Erfitt er að finna englafjórfefta og þurfti að nýta tengslanet til þess að finna þá einstaklinga. Betra hefði verið að fá dreifðari og stærri hóp þar sem einstaklingarnir eigi ekki eitthvað sameiginlegt. Hins vegar hefur það sýnt sig að

nýsköpunarumhverfið á Íslandi er lítið og erfitt er að nálgast englafjórffesta þar sem þeir auglýsa störf sín ekki mikið.

5. 10 Framtíðar rannsóknir

Eins og fram hefur komið í þessari ritgerð þá eru ekki til margar rannsóknir sem greina vísisjóði og englafjórffesta á Íslandi með eigindlegum hætti. Til þess að fá heildstæðari mynd á það hvernig nýsköpunarumhverfið á Íslandi er væri áhugaverður vinkill að snúa rannsókn þessari á hvolf og spyrja sprotafyrirtæki að því hvað það er sem skiptir mestu máli hjá þeim þegar kom að fjármögnunarferlinu. Einnig væri hagnýtt að spyrja sprotafyrirtæki að því hvaða starfsvenjur þeir telja að skili þeim sem bestum árangri.

Nátengt þessari rannsókn eru útgöngur (e. exits) hjá englafjórffestum og vísisjóðum. Rannsakendur tóku þá ákvörðun að fjalla ekki um útgöngur fjórffesta úr félögum en vissulega eru útgöngur fjórffesta áhrifaþáttur þegar kemur að fjórffestingum í sprotafyrirtækjum og væri hægt að greina nánar hvað það er sem hefur áhrif á fjórffesta þegar kemur að útgöngum fjórffesta.

Rannsakendur telja að einnig að það gæti verið áhugavert að bera saman tölulegar upplýsingar um það hvernig gengur hjá vísisjóðum og englafjórffestum og hver raunveruleg arðsemi er. Hægt væri að bera saman niðurstöðurnar við áhrifaþætti og verkferla í ritgerð þessari og þá væri hægt að sjá hvað það er sem veitir mögulega bestu arðsemi, sérstaklega í ljósi þess að vísisjóðir þurfa að verja sig gagnvart sínum fjórffestum og vinna ekki aðeins með sitt eigið fjármagn eins og englafjórffestar. Því eru mismunandi verkferlar, sem mögulega koma út í mismunandi arðsemi.

6. Lokaorð

Þegar allt kemur til alls komu niðurstöður rannsakendum á óvart. Þegar spurningalisti sem ætlaður var til vísisjóða og englafjórffesta var saminn þá var rannsakendum nokkuð ljóst að í greinum sem þeir lásu voru áhrifaþættir og verkferlar mismunandi en rannsakendur áttuðu sig ekki á því hvernig það væri raunverulega hérna á Íslandi. Það sem kom rannsakendum helst á óvart var það að englafjórffestar hér heima eru nokkuð hlédrægir í ferlinu eftir fjórffestingu miðað við það sem nefnt er í greinum erlendis frá. Vísisjóðir hérlendis, aftur á móti, virðast hegða sér svipað og vísisjóðir

erlendis og eru jafnvel virkari þegar kemur að samskiptum og aðkomu eftir fjárfestingu. Einnig héldu rannsakendur að báðar tegundir fjárfesta hugsuðu fyrst og fremst um ávöxtun. Það er vissulega rétt í vissum skilningi en báðar tegundir fjárfesta hugsa mun meira um efnahagsleg áhrif fjárfestinganna og vilja láta gott af sér leiða en gert var ráð fyrir. Rannsakendur héldu að vísisjóðir huguðu fyrst og fremst að hugmyndinni sjálfri en ekki teyminu eins og er gert og kom það mikið á óvart. Báðar tegundir fjárfesta leggja jafn mikla áherslu á frumkvöðulinn og teymið en á öðruvísi máta. Englafjárfestar leggja mesta áherslu á þekkingu og reynslu en vísisjóðir leggja áherslu á ástríðu teymisins.

7. Heimildaskrá

Żur, Agnieszka. (2016). *Entrepreneurship: Antecedent and Effects*. ResearchGate; Cracow

University of Economics.

https://www.researchgate.net/publication/316739915_Entrepreneurship_Antecedent_and_Effects

Ari Edwald, Haraldur Á. Hjaltason og Úlfar Steindórsson. (2001). *Umhverfi til nýsköpunar á Íslandi*. Deloitte, Nýsköpunarsjóður, Samtök Atvinnulífsins.

<http://old.sa.is/media/23795/nyskopunaislandi2001.pdf>

Audretsch, D. B. (2007). Entrepreneurship capital and economic growth. *Oxford Review of Economic Policy*, 23(1), 63-78.

Austin, J., Stevenson, H. og Wei-Skillern, J. (2006). Social and Commercial Entrepreneurship: Same, Different, or Both? *Entrepreneurship Theory and Practice*, 30(1), 1–22.

<https://doi.org/10.1111/j.1540-6520.2006.00107.x>

Áhættusækni hefur aukist. (2021, November 13). Mbl.is. Sótt þann 18. desember, 2021, af

https://www.mbl.is/vidskipti/frettir/2021/11/13/ahaettusaekni_hefur_aukist_2/

Becker-Blease, J. R. og Sohl, J. E. (2015). New venture legitimacy: The conditions for angel investors. *Small Business Economics*, 45(4), 735–749. [https://doi.org/10.1007/s11187-015-](https://doi.org/10.1007/s11187-015-9668-7)

[9668-7](https://doi.org/10.1007/s11187-015-9668-7)

Brush, C. G., Edelman, L. F. og Manolova, T. S. (2012). Ready for funding? Entrepreneurial ventures and the pursuit of angel financing. *Venture Capital*, 14(2–3), 111–129.

<https://doi.org/10.1080/13691066.2012.654604>

- Burns, P. (1996). The business plan. In *Small business and entrepreneurship* (pp. 180-197). Palgrave, London.
- Cantamessa, M., Gatteschi, V., Perboli, G. og Rosano, M. (2018). Startups' Roads to Failure. *Sustainability*, 10(7), 2346. <https://doi.org/10.3390/su10072346>
- Carpentier, C. og Suret, J.-M. (2015). Angel group members' decision process and rejection criteria: A longitudinal analysis. *Journal of Business Venturing*, 30(6), 808–821. <https://doi.org/10.1016/j.jbusvent.2015.04.002>
- Che, S. og Zuo, M. (2021). *Analysis on investment decision of start-up company Based on POCD framework: The case of Naixue's tea*: 2021 3rd International Conference on Economic Management and Cultural Industry (ICEMCI 2021), Guangzhou, China. <https://doi.org/10.2991/assehr.k.211209.335>
- De Clercq, D. og Manigart, S. (2007). The Venture Capital Post-investment Phase: Opening the Black Box of Involvement. In H. Landström, *Handbook of Research on Venture Capital* (p. 3792). Edward Elgar Publishing. <https://doi.org/10.4337/9781847208781.00015>
- de Mol, Eva. (2019). *What Makes a Successful Startup Team*. <https://amorphousprojects.com/wp-content/uploads/2019/06/What-Makes-a-Successful-Startup-Team.pdf>
- Derunova, E. A., Firsova, A. A., Vavilina, A. V. og Semenov, A. S. (2014). The Study of the Dynamics of Innovative Development of Economy on the Endogenous Growth Through Multi-sector Extension of the Solow Model. *Biosciences Biotechnology Research Asia*, 11(3), 1581–1589. <https://doi.org/10.13005/bbra/1556>

- Ding, Z., Sun, S. L. og Au, K. (2014). Angel investor's selection criteria: A comparative institutional perspective. *Asia Pacific Journal of Management*, 31(3), 705-731.
- Dollinger, M. J. (2008). *Entrepreneurship: Strategies and resources* (4th ed). Marsh Publications.
- Forrester, R. C. (2014). *Behavioral Finance: Factors Influencing Angel Investor Decisions*. <https://digitalcommons.kennesaw.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1639&context=etd>
- Gibson, S., Benson, O. og Brand, S. L. (2013). Talking about suicide: Confidentiality and anonymity in qualitative research. *Nursing Ethics*, 20(1), 18–29. <https://doi.org/10.1177/0969733012452684>
- Gudjonsson, K. (2021). *Importance of venture capital in the Icelandic economy Iceland Chamber of Commerce*. https://vidskiptarad.cdn.prismic.io/vidskiptarad/eafd40b5-361b-459e-ba24-af8852372826_2021_12_07+Framv%C3%ADs-VC-macro.pdf
- Handbook to Nordic startup investor market: unleash the full potential of Nordic startups. (2017). In *Nordic Innovation*. <https://norden.diva-portal.org/smash/get/diva2:1294001/FULLTEXT01.pdf>
- Haraldur Hugosson. (2022, January 13). *Northstack - Staying Strong: The 2021 Icelandic Funding Analysis*. Northstack. <https://northstack.is/2022/01/13/staying-strong-the-2021-icelandic-funding-analysis/>
- Stjórnarráð Íslands.(2019). *Nýsköpunarlandið Ísland*. <https://www.stjornarradid.is/library/01--Frettatengt---myndir-og-skrar/ANR/Nyskopun/NSL%C3%8D1.pdf>

- Hsu, D. K., Haynie, J. M., Simmons, S. A. og McKelvie, A. (2014). What matters, matters differently: A conjoint analysis of the decision policies of angel and venture capital investors. *Venture Capital*, 16(1), 1–25. <https://doi.org/10.1080/13691066.2013.825527>
- Weibl, J. og Hess, T. (2019). *Finding the Next Unicorn: When Big Data Meets Venture Capital*. <https://scholarspace.manoa.hawaii.edu/bitstream/10125/59547/1/0107.pdf>
- Kollmann, T., Stöckmann, C., Hensellek, S. og Kensbock, J. (2016). *European startup monitor 2016*. Graz: Universität Duisburg-Essen Lehrstuhl für E-Business.
- Landström, H. og Mason, C. M. (Eds.). (2007). *Handbook of research on venture capital*. Edward Elgar.
- Layman, C. og Jang, J. (2018). *Venture Capitalists Evaluation Process on Indonesia's Start-Ups*.
- Linton, G. (2019). *Innovativeness, risk-taking, and proactiveness in startups: a case study and conceptual development*. J Glob Entrepr Research. <https://link.springer.com/content/pdf/10.1186/s40497-019-0147-5.pdf>
- Macmillan, I. C., Siegel, R. og Narasimha, P. N. S. (1985). Criteria used by venture capitalists to evaluate new venture proposals. *Journal of Business Venturing*, 1(1), 119–128. [https://doi.org/10.1016/0883-9026\(85\)90011-4](https://doi.org/10.1016/0883-9026(85)90011-4)
- Merriam, S. B. og Grenier, R. S. (2019). *Qualitative Research in Practice: Examples for Discussion and Analysis*. John Wiley & Sons.

Nýsköpunarstefna fyrir Ísland: Nýsköpun er ekki lúxus heldur nauðsyn. (2019). Stjornarradid.is.

<https://www.stjornarradid.is/efst-a-baugi/frettir/stok-frett/2019/10/04/Nyskopunarstefna-fyrir-Island-Nyskopun-er-ekki-luxus-heldur-naudsyn/>

Picken, J. C. (2017). From startup to scalable enterprise: Laying the foundation. *Business Horizons*, 60(5), 587–595. <https://doi.org/10.1016/j.bushor.2017.05.002>

Ramadani, V. (2012). The Importance Of Angel Investors In Financing The Growth Of Small And Medium Sized Enterprises. *International Journal of Academic Research in Business and Social Sciences*, 2(7), 306. https://hrmars.com/papers_submitted/9176/the-importance-of-angel-investors-in-financing-the-growth-of-small-and-medium-sized-enterprises.pdf

Rogers, M. (1998). *The Definition and Measurement of Innovation*. Citeseerx.ist.psu.edu. <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.194.4269&rep=rep1&type=pdf>

Linneberg, S. M. og Korsgaard, S. (2019). Coding qualitative data: A synthesis guiding the novice. *Qualitative Research Journal*, 19(3), 259–270. <https://doi.org/10.1108/QRJ-12-2018-0012>

Soumitra, D., Bruno, L., Sacha, W.-V., Rivera, L., Lorena og Organization, W. I. P. (2021). *Global innovation index*. World Intellectual Property Organization. <https://doi.org/10.34667/TIND.44315>

Snieska, V. og Valodkiene, G. (2015). Impact of innovations upon economic growth during recession. *Technological and Economic Development of Economy*, 21(4), 626-642.

- Szabo, S., Ferencz, V. og Pucihar, A. (2013). Trust, Innovation and Prosperity. *Quality Innovation Prosperity*, 17(2), 1–8. <https://doi.org/10.12776/qip.v17i2.224>
- Taylor, S. J., Bogdan, R. og DeVault, M. (2015). *Introduction to Qualitative Research Methods: A Guidebook and Resource*. John Wiley & Sons.
- Teker, D., Teker, S. og Teraman, Ö. (2016). Venture Capital Markets: A Cross Country Analysis. *Procedia Economics and Finance*, 38, 213–218. [https://doi.org/10.1016/S2212-5671\(16\)30192-7](https://doi.org/10.1016/S2212-5671(16)30192-7)
- Ársæll Valfells. (e.d.). *Gerð viðskiptaáætlanna*. Reykjavík: Nýsköpunarmiðstöð Íslands.
- Van de Ven, A. (1986). *Central Problems in the Management of Innovation | Management Science*. Management Science. <https://pubsonline.informs.org/doi/abs/10.1287/mnsc.32.5.590>
- Van Deventer, B. og Mlambo, C. (2009). Factors influencing venture capitalists' project financing decisions in South Africa. *South African Journal of Business Management*, 40(1), 33–41. <https://doi.org/10.4102/sajbm.v40i1.533>
- van Gelderen, M., Thurik, R. og Bosma, N. (2006). Success and Risk Factors in the Pre-Startup Phase. *Small Business Economics*, 26(4), 319–335. <https://doi.org/10.1007/s11187-004-6837-5>
- Van Osnabrugge, M. (2000). A comparison of business angel and venture capitalist investment procedures: An agency theory-based analysis. *Venture Capital*, 2(2), 91–109. <https://doi.org/10.1080/136910600295729>

White, B. A. og Dumay, J. (2020). The angel investment decision: Insights from Australian business angels. *Accounting & Finance*, 60(3), 3133–3162.

<https://doi.org/10.1111/acfi.12427>

Zacharakis, A. L., McMullen, J. S. og Shepherd, D. A. (2007). Venture capitalists' decision policies across three countries: An institutional theory perspective. *Journal of International Business Studies*, 38(5), 691–708.

<https://doi.org/10.1057/palgrave.jibs.8400291>

8. Viðauki

Viðauki A: Spurningalisti fyrir sjóðstjóra

Inngangur og kynning

- Hvað heitir þú og við hvað starfar þú?

Almennt um vísisjóðinn

- Hver er reynsla ykkar í fjárfestingum í sprotafyrirtækjum?
 - Hversu lengi hafið þið verið að fjárfesta í sprotafyrirtækjum?
 - Hversu mörgum sprotafyrirtækjum hafið þið fjárfest í?

Fjárfestingar sjóðsins

- Í hvaða geira eruð þið aðallega að fjárfesta í?
- Eruð þið að fjárfesta erlendis?
 - Ef svo er, hvar?
 - Hvers vegna eruð þið að fjárfesta erlendis?
- Hvernig heyrir þið af nýjum fjárfestingartækifærum?

Helstu áhrifaþættir

- Hvers vegna eruð þið að fjárfesta í sprotafyrirtækjum?
- Hvaða þættir skipta ykkur mestu máli þegar kemur að fjárfestingum í sprotafyrirtækjum?
 - Ef viðmælandi nefnir teymið sjálf:
 - Hvað horfir þú á þegar þú skoðar teymið og hvers vegna?
 - Getur þú gefið dæmi um það þegar og hvers vegna teymið er mikilvægur hluti að ákvarðanatöku þinni?
 - Ef viðmælandi nefnir persónuleika, reynslu eða tengsl?
 - Hvað við persónuleika skipti máli?
 - Skipta tengsl við fjárfestirinn sjálfan máli?
 - Skipta tengsl við hagsmunaaðila máli?

- Af hverju horfið þið á þessa áhrifaþætti?
- Hvað finnst þér um viðskiptaáætlun?
 - Ef viðmælandi nefnir að hún sé mikilvæg:
 - Af hverju/ af hverju ekki
 - Hvað er það við viðskiptaáætlunina sem er mikilvægast
 - Af hverju er það mikilvægast?
- Hversu langt á leið þarf hugmyndin að vera komin til þess að þið séuð tilbúin að fjárfesta í henni?
 - Þarf að vera búið að finna mögulega viðskiptavini
 - Þarf að vera búið að mynda tengsl við hagsmunaaðila
- Hvað finnst ykkur skipta meira máli þegar þið ert að íhuga fjárfestingu?
 - Það að málstaðurinn styðji við ykkar gildi eða hagnaður?
 - Getur þú gefið okkur dæmi?

Nánar um verkferla

- Getur þú lýst fyrir okkur hvernig ferlið er þegar þið eruð að íhuga að fjárfesta í fyrirtæki?
 - Er einhver forvinna sem á sér stað er varðar upplýsingar um frumkvöðulinn/frumkvöðlana á bak við fyrirtækið?
 - Búið þið til samninga við frumkvöðulinn?
 - Getur þú lýst þeim?
- Hvernig er ferlið eftir að fjárfestingin hefur átt sér stað?
 - Tekur sjóðurinn virkan þátt í stefnumótun og/eða rekstri fyrirtækisins?
 - Ef svo er, hvernig?
 - Hversu mikið takið þið þátt?
 - Farið þið á reglulega fundi með frumkvöðlinum/frumkvöðlunum?
 - Hvernig fáir þið upplýsingar um hvernig gengur?
 - Eruð þið með mælaborð með yfirsýn yfir reksturinn?
 - Búið þið til handbók fyrir frumkvöðulinn/frumkvöðlana?
 - Getur þú lýst henni?

Viðauki B: Spurningalisti fyrir englafjárfesta

Almennt um fjárfestirinn

- Hver er reynslan þín í fjárfestingum í sprotafyrirtækjum?
 - Hversu lengi hefur þú verið að fjárfesta í sprotafyrirtækjum?
 - Hversu mörgum sprotafyrirtækjum hefur þú fjárfest í?

Fjárfestingar einstaklingsins

- Í hvaða geira ert þú aðallega að fjárfesta í?
- Ert þú að fjárfesta í sprotafyrirtækjum erlendis?
 - Ef svo er, hvar?
 - Hvers vegna ert þú að fjárfesta erlendis?
- Hvernig heyrir þú af nýjum fjárfestingartækifærum?

Helstu áhrifaþættir

- Hvers vegna ert þú að fjárfesta í sprotafyrirtækjum?
 - Áhugi
 - Spennandi
 - Hagnaður
 - Til að taka þátt sjálf/ur
 - Ef svo er hvernig tekur þú þátt?/hver er þín aðkoma
- Hvaða þættir skipta mestu máli fyrir þig þegar kemur að fjárfestingum í sprotafyrirtækjum?
 - Ef viðmælandi nefnir teymið sjálft:
 - Hvað horfir þú á þegar þú skoðar teymið og hvers vegna?
 - Getur þú gefið dæmi um það þegar og hvers vegna teymið er mikilvægur hluti að ákvarðanatöku þinni?
 - Ef viðmælandi nefnir persónuleika, reynslu eða tengsl:
 - Hvað við persónuleika?
 - Tengsl við fjárfestirinn sjálfan
 - Tengsl við hagsmunaaðila

- Hvers vegna eru þetta áhrifaþættir?
- Hvað finnst þér um viðskiptaáætlun?
 - Ef viðmælandi nefnir að hún sé mikilvæg:
 - Af hverju/ afhverju ekki
 - Hvað er það við viðskiptaáætlunina sem er mikilvægast
 - Af hverju er það mikilvægast?
- Hversu langt á leið þarf hugmyndin að vera komin til þess að þú sért tilbúin/nn að fjárfesta í henni?
 - Þarf að vera búið að finna mögulega viðskiptavini?
 - Þarf að vera búið að mynda tengsl við hagsmunaaðila?
- Hvað finnst þér skipta meira máli þegar þú ert að íhuga fjárfestingu
 - Þín eigin ástríða og/eða áhugi á málefninu eða hagnaður?

Nánar um verkferla

- Getur þú lýst fyrir okkur hvernig ferlið er þegar þú ert að íhuga að fjárfesta í fyrirtæki?
 - Er einhver forvinna sem á sér stað er varðar upplýsingar um frumkvöðulinn/frumkvöðlana á bak við fyrirtækið?
 - Býrð þú til samninga við frumkvöðulinn?
 - Getur þú lýst þeim?
- Hvernig er ferlið eftir að fjárfestingin hefur átt sér stað?
 - Tekur þú virkan þátt í stefnumótun og/eða rekstri fyrirtækisins?
 - Ef svo er, hvernig?
 - Hversu mikið tekur þú þatt?
 - Ferðu á reglulega fundi með frumkvöðlinum/frumkvöðlunum?
 - Hvernig færðu upplýsingar um hvernig gengur?
 - Þá meina ég, er settur á samningur þar sem þarf að skila ákveðnum tölum eða álíka eða situr aðili einfaldlega við borðið (ss er í vinnu með þeim)
 - Notar þú með mælaborð með yfirsýn yfir reksturinn?
 - Býrð þú til handbók fyrir frumkvöðulinn/frumkvöðlana?
 - Getur þú lýst henni?