

به نام خدا

تامین مالی طرح‌های نوآور

تهیه و تنظیم:

صندوق توسعه فناوری‌های نوین

ویرایش اول

شهریور ۱۳۹۱

فهرست

بخش اول..... ۳

۴..... سرمایه‌گذاری مخاطره‌آمیز چیست؟

۱۳..... سرمایه‌گذاران مخاطره‌پذیر، چه کارهایی انجام می‌دهند؟

۱۴..... تاریخچه سرمایه‌گذاری مخاطره‌آمیز

۱۹..... الگوهای سرمایه‌گذاری VCها در ایالات متحده

۱۹..... سرمایه‌گذاری بر مبنای مراحل ایجاد کسب و کار

۲۲..... سرمایه‌گذاری بر مبنای صنعت

۲۳..... سرمایه‌گذاری بر مبنای مناطق مختلف ایالات متحده

بخش دوم: نقش آفرینان سرمایه‌گذاری مخاطره‌آمیز..... ۲۵

۲۶..... شرکت‌ها و منابع مالی

۳۱..... شرکای دارای مسئولیت محدود

۳۴..... قراردادهای مشارکت در VC

۳۴..... حق‌الزحمه و هزینه‌های مدیریت

۳۶..... سود انتقالی (جبرانی)

۴۳..... تعهدات محدود کننده

بخش سوم: سرمایه‌گذاری خطرپذیر در ایران..... ۴۶

۴۸..... روش‌های رایج تأمین مالی در کشور

۴۹..... قوانین سرمایه‌گذاری خطرپذیر در ایران

۴۹..... قانون برنامه چهارم توسعه

۵۰..... قانون بودجه سال ۱۳۸۴

۵۱..... قانون بودجه سال ۱۳۸۳

۵۱..... نقشه جامع علمی کشور

۵۱..... ماده ۱۸ قانون برنامه پنج‌ساله پنجم توسعه جمهوری اسلامی ایران (۱۳۹۴ - ۱۳۹۰)

۵۳..... ماده ۱۵۱ قانون برنامه پنج‌ساله پنجم توسعه جمهوری اسلامی ایران (۱۳۹۴ - ۱۳۹۰)

۵۴	 آسیب شناسی سرمایه گذاری خطرپذیر
۵۴	 ناقص بودن زنجیره تامین مالی طرح های نوآور و شرکت های نوپا
۵۶	 آسیب ها از منظر کارآفرینان و مجریان طرح ها
۵۷	 آسیب ها از منظر دولت
۵۷	 آسیب های قانونی
۵۹	 نداشتن بانک اطلاعاتی مناسب
۶۰	 آسیب های زیرساخت های موجود
۶۱	 آسیب های فرهنگی و کلان اقتصادی
۶۱	 اقتصاد درون گرا در کشور
۶۲	 نبود فرهنگ سرمایه گذاری خطرپذیر
۶۲	 عدم تمایز میان کسب و کار و پژوهش
۶۲	 سنتی بودن جامعه
۶۳	 بخش چهارم: پیشنهادات تشکیل نهاد VC
۶۴	 ساختار پیشنهادی معاونت علمی ریاست جمهوری
۶۷	 ساختار پیشنهادی سازمان بورس و اوراق بهادار
۷۲	 ساختار پیشنهادی شرکت مشاوران ارگ

بخش اول

اصول سرمایه‌گذاری مخاطره پذیر

کلیات:

در این بخش، ما به دنبال اهداف زیر هستیم:

ارائه تعریفی روشن از سرمایه‌گذاری مخاطره‌پذیر^۱

نگاهی گذرا به فعالیتهای سرمایه‌گذاران مخاطره‌پذیر

بیان تاریخچه سرمایه‌گذاری مخاطره‌پذیر

و در نهایت بررسی طیف گسترده‌ای از آمارهای دقیق در خصوص الگوهای سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران مخاطره‌پذیر.

۱٫۱ سرمایه‌گذاری مخاطره‌آمیز چیست؟

یک VC دارای ۵ خصوصیت اصلی است:

۱- VC یک واسطه مالی است، به این معنا که سرمایه سایر سرمایه‌گذاران کوچکتر را جمع‌آوری کرده و به

طور مستقیم بر روی گروهی (سبدي) از بنگاه‌های اقتصادی سرمایه‌گذاری می‌کند.

۲- VC تنها در شرکت‌های خصوصی سرمایه‌گذاری می‌کند. به این معنا که تا مدتی پس از سرمایه‌گذاری،

این شرکت‌های خصوصی قابلیت مبادلات عام را نخواهند داشت.

۳- VC نقش فعالی در راه‌اندازی و نظارت و مساعدت شرکت‌ها در تعیین سبب دارایی‌ها ایفا می‌کند.

۴- هدف اصلی یک VC حداکثر کردن بازگشت مالی از طریق سرمایه‌گذاری خروجی در هنگام فروش

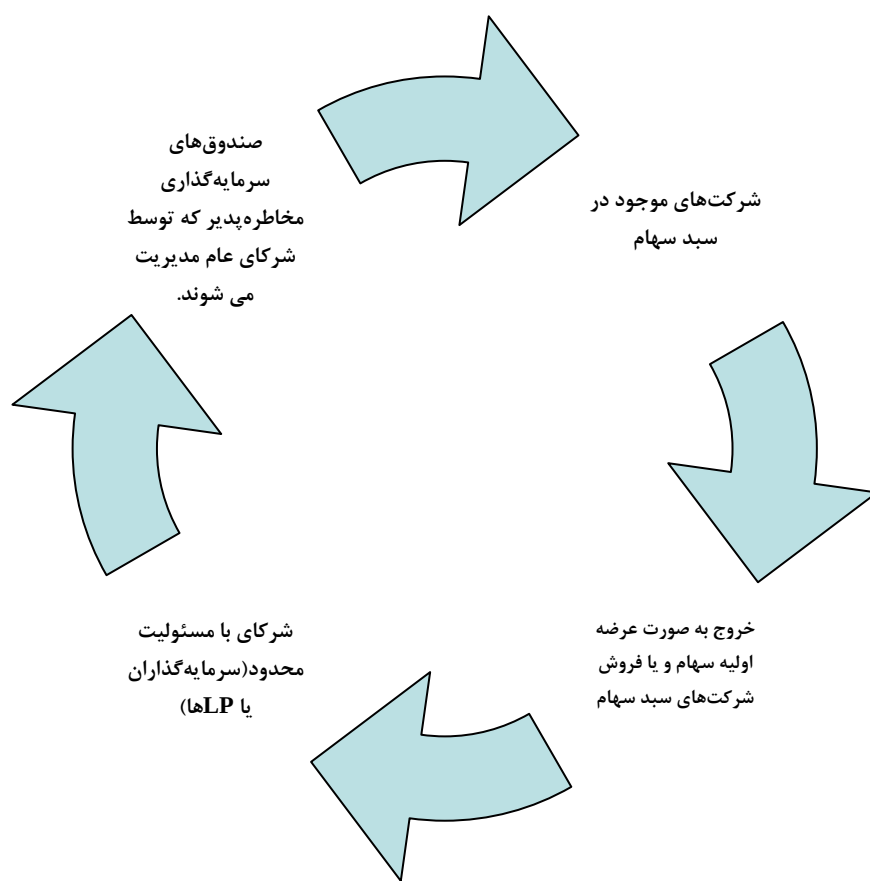
سهام شرکت‌ها و یا عرضه اولیه عمومی سهام (IPO) می‌باشد.

۵- VC بر روی رشد داخلی شرکت‌ها سرمایه‌گذاری می‌نماید.

^۱ - Venture Capital

ویژگی اول، VC را به عنوان یک واسطه مالی معرفی می‌نماید. این خصوصیت مشابه موسسات بانکی است زیرا تنها بانک‌ها هستند که سرمایه سپرده‌گذاران را جمع‌آوری کرده و سپس آن را به اشخاص و یا بنگاه‌های اقتصادی وام می‌دهند. به طور مشابه نیز یک VC سرمایه خود را از سرمایه‌گذاران تامین کرده و سپس در سرمایه‌گذاری طیفی از شرکتهای مختلف، مشارکت می‌نماید. به عنوان نمونه میتوان گفت که دارایی یک VC از محل مشارکت محدود^۱ (LP) سرمایه‌گذاران تامین می‌گردد اما خود شرکتهای VC به عنوان شریک تضامنی و نامحدود، در یک فعالیت اقتصادی مشارکت می‌نمایند که ساختار اصلی یک VC و دارایی‌های آن در بخش‌های بعد به تفصیل بیان خواهد شد.

شکل ۱-۱: چرخه دارایی‌ها در یک شرکت سرمایه‌گذاری خطرپذیر



¹ - Limited Partner

در صورتی که همه مراحل با موفقیت طی گردد، پس از مدتی VC سهام خود را در شرکت‌هایی که سرمایه‌گذاری کرده بود به فروش رسانده، دارایی سرمایه‌گذاران مشارکت محدود خود را بازپس داده و مجدداً این چرخه را برای شرکتی دیگر تکرار می‌نماید. شکل ۱-۱ نقش آفرینان اصلی این فرآیند و نیز نمودار دارایی‌های یک VC را به روشنی نشان می‌دهد. متأسفانه VC‌ها اغلب با فرشته‌های سرمایه‌گذاری مقایسه می‌شوند و حتی با آنها اشتباه گرفته می‌شوند. فرشته‌های سرمایه‌گذاری که گاهی حتی تنها با نام فرشتگان شناخته می‌شوند، از برخی جنبه‌ها مشابه VC هستند اما تفاوت‌هایی نیز دارند زیرا فرشتگان از دارایی شخصی خود برای سرمایه‌گذاری استفاده می‌نمایند و در نتیجه ویژگی اول VC‌ها را ندارند. فرشتگان انواع مختلفی دارند. در حد غایی، فرشته یک شخص سرمایه‌دار است که هیچگونه پیشینه کسب و کار و تجارت نداشته و سرمایه خود را در کسب و کار دوستان و آشنایان خود سرمایه‌گذاری می‌کند. در آنسوی دیگر از این طیف، گروهی از فرشتگان وجود دارند که کسب و کارهایی مشابه داشته و یا دارای پیشینه مناسبی می‌باشند و با یکدیگر سرمایه‌ای مشترک را تشکیل می‌دهند و آن را در شرکت‌هایی در یک صنعت خاص سرمایه‌گذاری می‌کنند. در این مورد آخر، گروه فرشتگان بسیار شبیه یک VC به نظر می‌رسند اما این واقعیت که آنها از سرمایه شخصی خود استفاده می‌کنند باعث می‌گردد تا تصمیم‌گیری‌های متفاوتی نسبت به VC داشته باشند: در حقیقت چون کل بازده سرمایه‌گذاری آنها، دوباره به شرکت‌های خود آن افراد باز می‌گردد، هزینه سرمایه پایین‌تری نیز خواهند داشت و میتوانند در جاهایی سرمایه‌گذاری کنند که برای VC‌ها امکان آن وجود ندارد. اگرچه نشان دادن شکل کلی سرمایه‌گذاری فرشتگان کار مشکلی است، اما یکی از بهترین پژوهش‌ها در سالهای اخیر، در این زمینه معتقد است که سرمایه‌گذاری کل در فرشتگان تقریباً با سرمایه‌گذاری کل در VC‌ها از نظر مقدار برابر است. از سوی دیگر اگرچه نمودار سرمایه این دو نیز از

جهاتی با یکدیگر مشابه است، اما فرشتگان تمایل بیشتری دارند تا در شرکت‌های جوان سرمایه‌گذاری کنند و همچنین تعداد سرمایه‌گذاری‌های کوچک آنها بسیار بیشتر از تعداد آن در VC ها است.

ویژگی دوم VC ها، این شرکت‌ها را به عنوان نوعی سرمایه‌گذار خصوصی تلقی می‌کند. اگرچه معنای شرکت خصوصی و شرکت عمومی (سهامی عام)، تفاوت‌های اندکی با یکدیگر دارند اما مهم‌ترین وجه تمایز آن است که اوراق بهادار شرکت‌های سهامی عام می‌تواند در بازارهای رسمی مانند NYSE و NASDAQ مورد داد و ستد قرار گیرد، در حالی که این امکان برای شرکت‌های خصوصی وجود ندارد. در آمریکا هر شرکتی که به داد و ستد عمومی سهام می‌پردازد باید گزارش‌های دقیق و منظمی را به کمیسیون بورس و اوراق بهادار (SEC) ارائه دهد تا وضعیت دقیق مالی و مبادلات خود را شفاف سازد. در زمانی که این مبادلات با تجار حرفه‌ای در بازارهای عمومی صورت می‌پذیرد، نیاز به این اطلاعات و اهمیت آنها در خصوص شرکت‌های سهامی عام، بیشتر نیز می‌گردد. در مقابل، اینگونه اطلاعات در مورد شرکت‌های خصوصی معمولاً وجود ندارد. در سرمایه‌گذاری‌های خصوصی توجه بیشتر بر انجام سرمایه‌گذاری‌های جایگزین است که دقیقاً بر خلاف سرمایه‌گذاری سنتی بر روی تنها یک نوع از سهام می‌باشد.

ویژگی سوم، در لیست این ویژگی‌ها در جایگاه وسط قرار دارد و در حقیقت هسته اصلی موفقیت یک VC را تشکیل می‌دهد. بدون این ویژگی، در واقع یک VC فقط تامین‌کننده سرمایه بوده و موفقیت و یا شکست آن کاملاً به توانایی آن در انتخاب سرمایه‌گذاری‌ها بستگی دارد و نه هیچ چیز دیگر. اگرچه با این وجود نیز امکان موفقیت یک VC وجود دارد اما اگر VC ها بتوانند به شرکت‌های مقابل خود نظرات اصلاحی و کمکی خود را ارائه دهند، مسلماً مزیت‌های نسبی آنها افزایش خواهد یافت.

این کمک‌ها می‌تواند شکل‌های مختلفی داشته باشد. رایج‌ترین شکل آن به این صورت است که VC حداقل یک نفر نماینده در میان هیئت مدیره شرکت‌های سرمایه‌گذاری شده دارد و این امر این قدرت را به VC می‌دهد تا بتواند حمایت‌ها و مشاوره‌هایی را در بالاترین سطح، به این شرکت‌ها بدهد.

علاوه بر این راه، VC ها می‌توانند به عنوان حامی و دلال‌های غیر رسمی برای شرکت‌های سرمایه‌گذاری شده عمل کنند. به عنوان مثال شرکت‌های جوان همواره در جذب کارکنان نخبه و کاربلد دچار مشکل هستند اما VC ها می‌توانند با استفاده از شهرت خود و روابط متنوعی که دارند به این شرکت‌های جوان یاری رسانند. VC هایی که بتوانند چنین خدماتی را با کیفیت بالا انجام دهند، مسلماً از یک مزیت پایدار رقابتی در مقابل سایر سرمایه‌گذاران برخوردار خواهند بود.

از آنجا که VC ها واسطه‌های مالی هستند، نیازمند مکانیسم‌هایی هستند که بتواند سرمایه سهامداران و سرمایه‌گذاران خود را بازپس دهد که این مورد می‌تواند از طریق عرضه اولیه عمومی سهام¹ (IPO) و یا فروش شرکت، به یک شرکت بزرگتر اتفاق بیفتد. بنابراین VC ها همواره از سرمایه‌گذاری در شرکت‌های که امکان عرضه اولیه عمومی سهام را ندارند، خودداری می‌کنند.

ویژگی چهارم، یعنی نیاز به خروج از بازار و نیز تمرکز بر بازگشت مالی، یکی از تمایزهای اصلی بین VC ها و سرمایه‌گذاری‌های بلندمدت شرکت‌های بزرگ می‌باشد. در حقیقت شرکت‌ها به عنوان یک موجودیت مستقل و همیشگی می‌توانند در کسب و کارهای گوناگونی سرمایه‌گذاری کنند تا درآمدهای خود را به حداکثر رسانده و یا با ایجاد روابط بلندمدت، به قابلیت‌های جدیدی دست یابند. یک سرمایه‌گذار بلند مدت و استراتژیک، ممکن است سایر ویژگی‌های VC را داشته باشد اما به دلیل عدم نیاز به خروج، تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاری متفاوتی با یک VC خواهد داشت. در برخی موارد، حتی یک شرکت ممکن است یک واحد مخصوص VC را درون سازمان خود راه‌اندازی کند که در صنعت از آن با نام VC

¹ - Initial Public Offering

شرکتی یاد می‌کنند. اما این اسم معمولاً با ابهام همراه است زیرا این واحدها، تنها گاهی اوقات می‌توانند ویژگی چهارم را برآورده سازند. این VC‌های شرکتی، معمولاً اهدافی استراتژیک غیر از بازگشت سرمایه دارند و در حقیقت زمانی که ویژگی چهارم را ازین واحدها حذف کنیم، فعالیت‌های سرمایه‌گذاری می‌تواند بسیار متفاوت‌تر از آن چیزی باشد که در تعریف آورده‌ایم. ویژگی نیاز به خروج، باعث تمرکز بر فعالیت‌های VC‌ها می‌شود که ازین حیث با سایر سرمایه‌گذاران متفاوتند. در ایالات متحده، بیشتر از ۲۰ میلیون کسب و کار وجود دارد که بر اساس طبقه‌بندی دولت، بیش از ۹۹ درصد آنها در قالب شرکت‌های کوچک دسته‌بندی می‌گردند. در مجموع میتوان گفت که این شرکت‌های کوچک برای خروج، کار مشکلی را پیش رو دارند و تنها شرکت‌های بزرگ که یک درصد از کل شرکت‌ها را تشکیل می‌دهند امکان فروش در بازارهای عمومی و خروج سرمایه را دارند. با این وجود، VC‌ها اغلب در شرکت‌های کوچک هم سرمایه‌گذاری می‌کنند اما به این شرط که این شرکت‌ها در طول ۵ تا ۷ سال از زمان سرمایه‌گذاری اولیه، قابلیت زیادی برای تبدیل شدن به شرکت‌های بزرگ داشته باشند و در نتیجه امکان خروج سرمایه را نیز داشته باشند. چنین رشد سریعی در بسیاری از صنایع امکان‌پذیر نیست بنابراین VC‌ها تمایل دارند تا بر صنایع با تکنولوژی بالا متمرکز شوند یعنی جایی که محصولات جدید میتوانند در بازارهای بزرگی نفوذ کرده و یا حتی بازارهای جدیدی را ایجاد نمایند.

ویژگی ۵ به رشد داخلی توجه دارد و از آنجا ناشی می‌شود که معمولاً سرمایه‌گذاری‌ها، بر روی بنگاه‌های جدید انجام می‌گیرد و نه بر روی بنگاه‌های موجود. در یک تقسیم‌بندی ساده ما شرکت‌های را که بر روی آنها سرمایه‌گذاری می‌شود به سه گروه تقسیم‌بندی می‌کنیم: مرحله اولیه، مرحله وسط که به مرحله توسعه نیز معروف است و مرحله نهایی. در یک سوی طیف، شرکت‌هایی که در مرحله اول هستند آنهایی را شامل می‌شود که در مراحل اولیه تجاری کردن محصولشان هستند. در سوی دیگر، شرکت‌هایی که در مرحله نهایی

هستند آنهایی می‌باشند که محصولات شناخته شده خود را سالهاست که به بازارها عرضه می‌کنند و مسیر مشخصی برای دستیابی به توانایی‌های سوددهی دنبال می‌کنند. این شرکت‌ها همواره باید در چشم انداز خود، احتمال خروج از بازار را در نظر بگیرند. شرکت‌های میانه نیز، قلمرو بسیار بزرگی را بین این دونوع شرکت را شامل می‌شوند و جذاب‌ترین بخش برای سرمایه‌گذاری VC ها هستند.

در بخش اول، جزئیات بیشتری از هریک از این مراحل همراه با الگوهای سرمایه‌گذاری در آن بخش ارائه خواهد شد. از سوی دیگر، ویژگی ۵ به ما اجازه می‌دهد تا بتوانیم بین VC ها و سایر سرمایه‌گذاری‌های خصوصی تمایز قائل شویم:

VC اندکی اشتراکات با روش Mezzanine دارد. این روش دو معنای کاملاً متفاوت را در سرمایه‌گذاری بخش خصوصی دربردارد. اولین معنای آن به معنی نوعی از VC در مرحله نهایی حیات یک شرکت است. برخی از VC ها چنین نوعی از سرمایه‌گذاری را انجام می‌دهند در حالی که ممکن است سایر واسطه‌های تامین مالی مانند بانک‌ها، صندوق‌های تامین سرمایه، شرکتهای بیمه و سایر موسسات خصوصی نیز اینگونه تامین مالی را در دستور کار خود داشته باشند. این نوع تامین مالی معمولاً به صورت بدهی غیرممتاز انجام می‌گیرد اما همراه با ضمانت‌هایی برای خرید سهام خواهد بود. برخی از شرکت‌ها، از این نوع سرمایه‌گذاری با نام سرمایه‌گذاری رشد یاد می‌کنند.

معنای دوم این نوع سرمایه‌گذاری، در اواسط دهه ۱۹۸۰ میلادی شکل گرفت. یعنی زمانی که برخی شرکت‌ها تصمیم گرفتند تا از طریق بدهی غیرممتاز همراه با مشارکت اندک در سرمایه‌گذاری، نوعی از تامین مالی مبتنی بر بدهی را بوجود آورند تا بتوانند مبادلات بزرگ LBO یا خرید یکپارچه اهرمی شده (خرید تمامی سهام یک شرکت عام و تامین مالی آن از طریق استقراض متکی بر دارایی‌های شرکت) را انجام دهند. این معنای دوم، امروزه بیشتر در میان سرمایه‌گذاران کاربرد دارد. از آنجایی که این روش تامین

سرمایه، معمولاً با مالکیت مقداری از حقوق صاحبان سهام همراه است میتواند مقداری با روش دیگر تامین سرمایه یعنی خرید سهام، اشتراک داشته باشد. روش خرید سهام، از نظر حجم بزرگترین دسته در میان سرمایه‌گذاری بخش خصوصی است که در آن، تمامی سرمایه تحت مدیریت می‌باشد و سه برابر حجم سرمایه‌گذاری در روش VC را شامل می‌شود. سرمایه‌گذاران روش خرید سهام، استراتژی‌های متفاوتی را دنبال می‌کنند اما مهمترین آن این است که این سرمایه‌گذاران تقریباً همیشه بیشترین کنترل را بر مجموعه دارایی‌های خود دارند (برخلاف VC ها که معمولاً کمترین ابزار کنترلی را در شرکت‌های سرمایه‌گذاری شده خود در اختیار دارند). معمولاً خرید سهام‌هایی که به صورت انبوه انجام می‌شود تیتراصلی رسانه‌ها را به خود اختصاص می‌دهد (به عنوان مثال خرید ۲۵ میلیارد دلار از سهام RJR Nabisco توسط Kohlberg, Kravis & Roberts در سال ۱۹۸۹) بزرگترین مبادله مالی از نوع خرید سهام تا سال ۲۰۰۷ میلادی بود تا اینکه چند شرکت با همکاری یکدیگر، سهام شرکت TXU را به مبلغ ۴۵ میلیارد دلار خریدند. در چنین خریدهای عظیمی، خریداران معمولاً بین ۲۰ تا ۴۰ درصد از سرمایه را خودشان تامین می‌کنند و مابقی آن را از سایر موسسات مالی مانند بانک‌ها و یا بازارهای عمومی سهام تامین می‌کنند.

با وجود شهرت زیاد اینگونه خریدهای بزرگ، شرکت‌هایی که به دنبال خرید سهام هستند معمولاً مشغول خرید و فروش سهام شرکت‌های متوسط نیز هستند و فقط به دنبال خریدهای بزرگ نیستند. اگرچه برخی از این شرکت‌های متوسط، جزء یک درصد شرکت‌های بزرگ دسته بندی می‌شوند، اما هنوز در حدی نیستند که قابلیت رشد کافی برای عرضه در بازارهای سهام عمومی را داشته باشند. این به دلیل آن است که بسیاری از این شرکت‌ها در صنایع قدیمی مشغول به فعالیتند که از توان رشد داخلی بالایی برخوردار نیستند و جریان نقدی بالا و با ثباتی ندارند. در چنین حالتی، شرکت‌های خصوصی از طریق خرید سهام، میتوانند قابلیت نقدینگی بالایی را برای سهامداران کنونی ایجاد نمایند.

آخرین دسته در میان انواع سرمایه‌گذاری‌های خصوصی، سرمایه‌گذاری اجباری یا سرمایه‌گذاری بر زیان‌دیده است که به سرمایه‌گذاری شرایط خاص معروف است. همانطور که از نام آن نیز مشخص است، این نوع سرمایه‌گذاران به دنبال شرکت‌هایی هستند که دچار مشکلات خاصی باشند. به دلیل اینکه این نوع سرمایه‌گذاری معمولاً از طریق خرید سهام انجام می‌شود، با دسته قبلی دارای وجوه اشتراکی است.

نوع دیگری از روش‌های جایگزین تامین سرمایه، صندوق‌های تامین سرمایه‌گذاری هستند. صندوق‌های تامین سرمایه‌گذاری در حقیقت ابزار سرمایه‌گذاری منعطفی هستند که در بسیاری از ویژگی‌ها با شرکت‌های سرمایه‌گذاری خصوصی مشترکند و هم به صورت مشارکت محدود و هم مشارکت عام، اقدام به سرمایه‌گذاری می‌کنند. تنها تفاوت آن است که صندوق‌های تامین سرمایه‌گذاری تمایل دارند تا در اوراق بهادار عمومی سرمایه‌گذاری نمایند. بهترین نمونه این تمایز را میتوان با شرکتهای سرمایه‌گذاری در شرایط خاص مشاهده کرد. سرمایه‌گذاری‌هایی که در شرکت‌های زیان‌دیده و دچار بحران انجام می‌گیرد، با هدف دستیابی به کنترل و مدیریت آن شرکت است و پس از خرید سهام آن شرکت زیان‌دیده، معمولاً یک تغییر و تجدید ساختار و اصلاحاتی را در آن انجام می‌دهند تا بتوانند در آینده، آن را با قیمت مناسبی به سرمایه‌گذاران دیگر و یا در بازارهای عمومی بفروشند. صندوق‌های تامین سرمایه‌گذاری هم به خرید سهام شرکت‌های زیان‌دیده می‌پردازند اما استراتژی اصلی آنها این است که اوراق بهادار عمومی این شرکت‌ها را خرید و فروش کنند و از طریق فروش سریع این اوراق بهادار (و نه از طریق تجدید ساختار و اصلاحات در آن شرکتها)، به سود تجاری دست یابند. در سالهای اخیر، مرز تفاوت بین صندوق‌های تامین سرمایه‌گذاری و سایر سرمایه‌گذارهای خصوصی دچار ابهامات بیشتری شده است زیرا برخی از صندوقهای تامین سرمایه‌گذاری به قلمرو سرمایه‌گذاری سایر شرکتهای خصوصی مخصوصاً شرکت‌های خرید سهام و سرمایه‌گذاران شرایط خاص وارد شده‌اند. با این حال VC ها با خصوصیات همچون سرمایه‌گذاری‌های

نسبتاً کوچک و نیز دوره طولانی مدت نگهداری یک شرکت در تحت کنترل خود، از نفوذ صندوق‌های تامین سرمایه‌گذاری در امان مانده‌اند.

اگرچه استثنائاتی نیز در این الگو وجود دارد، اما مهمترین تفاوت آن است که سرمایه‌گذارهای خصوصی معمولاً به صورت بلندمدت سرمایه‌گذاری می‌کنند اما صندوق‌های تامین سرمایه‌گذاری، تاجران کوتاه مدت هستند. به هر حال هردوی این استراتژی‌ها میتواند پتانسیل بالایی برای سودآوری داشته باشد اما این دو روش سرمایه‌گذاری به قدری نسبت به یکدیگر متفاوت هستند، که به ندرت اتفاق می‌افتد یک فرد خاص یا شرکت، بتواند در هر دو مورد موفق باشد. از آنجا که سرمایه‌گذارهای تامین سرمایه‌گذاری، قابلیت نقدشوندگی بالاتری نسبت به سایر سرمایه‌گذاری‌های بخش خصوصی دارد، سهامداران آن میتوانند زودتر به پول خود دسترسی داشته باشند و حتی برداشتهای فصلی و سالانه از پول خود داشته باشند. در حقیقت میتوان گفت که:

اگر استراتژی شما سرمایه‌گذاری بر دارایی‌هایی است که قدرت نقدشوندگی پایینی دارند، پس باید سرمایه خود را برای مدت زیادی از دسترس خود خارج کنید (سرمایه‌گذاری خصوصی) ولی اگر میخواهید که در داراییهای با نقدینگی بالا سرمایه‌گذاری کنید تا امکان برداشت سریع وجه نقد داشته باشید بهتر است در صندوق‌های تامین سرمایه‌گذاری، شراکت داشته باشید.

۱,۲ سرمایه‌گذاران مخاطره‌پذیر، چه کارهایی انجام می‌دهند؟

مهمترین فعالیتهای VC ها میتواند به سه دسته طبقه‌بندی گردد: سرمایه‌گذاری، نظارت و خروج. در این قسمت، به ارایه خلاصه‌ای از هریک از این فعالیتها خواهیم پرداخت.

فعالیت سرمایه‌گذاری با کاوش VC برای فرصتهای جدید در بازار آغاز می‌گردد و تا زمان عقد قرارداد ادامه دارد. برای هر سرمایه‌گذاری، VC ممکن که صدها مورد جدید را مورد بررسی قرار دهد اما فقط تعداد

اندکی از آنها ارزش توجه خاص را خواهند داشت و حتی تعداد کمتری از آنها، ارزش پیشنهاد اولیه خرید را خواهند داشت. این پیشنهاد اولیه در قالب یک سند اعلام شرایط خرید ارایه می‌گردد که شامل ارزش و قیمت پیشنهادی، نوع اوراق بهادار و نیز نوع کنترلها و نظارت پیشنهادی برای سرمایه‌گذاران است. اگر این شرایط از سوی شرکت مقابل مورد پذیرش قرار گیرد، VC به برآورد دقیق کلیه جنبه‌های آن شرکت می‌پردازد. در صورتی که رضایت خاطر VC در این مرحله نیز جلب شد، کلیه موارد لازم برای عقد قرارداد نهایی، لحاظ می‌گردد زمانی که یک سرمایه‌گذاری انجام گرفت، VC ارتباط خود را با شرکت از طریق جلسات هیئت مدیره، استخدام و مشاوره، گسترش می‌دهد. ازین جا، VC وارد مرحله بعد یعنی نظارت می‌شود. بسیاری از VC ها معتقدند که این فعالیتها مهمترین و بهترین فرصت برای ایجاد ارزش افزوده و نیز مهمترین منبع برای ایجاد مزیت نسبی یک VC هستند

گروه آخر فعالیتها، موضوع خروج است. همانطور که قبلا نیز بحث شد، VC ها واسطه‌های مالی هستند که تعهدات قراردادی برای بازگشت سرمایه به سرمایه‌گذاران اولیه خود دارند. با این وجود، فرآیند خروج، نیازمند دانش و مهارتهایی است که آن را با دو فعالیت قبلی یعنی سرمایه‌گذاری و نظارت متمایز می‌سازد. VC ها استراتژیهای خروج خود را با دقت فراوان و معمولا با مشاوره با بانکداران برنامه‌ریزی می‌کنند. معمولا عرضه اولیه عمومی سهام (IPO) همیشه یکی از سودمندترین روشهای خروج بوده است. مهمترین روش جایگزین برای عرضه اولیه عمومی سهام، فروش شرکت به یک خریدار استراتژیک و یا شرکت بزرگ است.

۱,۳ تاریخچه سرمایه‌گذاری مخاطره آمیز

سرمایه‌گذاری در فعالیت‌های جدید دارای ریسک، به خودی خود یکی از انواع اولیه تجارت می‌باشد اما شکل‌گیری نوع جدید سازمانی VC ها، به سال ۱۹۴۶ بازمی‌گردد. از آن زمان بود که وامهای بانکی در

صورتی پرداخت میشد که شخص وام گیرنده دارای ضمانت باشد و نیز بتواند به صورت مداوم، اصل و بهره پول را بازگرداند. اما بسیاری از شرکتهای کارآفرین، این استانداردها و پیش نیازها را نداشتند و بنابراین نیازمند سرمایه‌ای با ریسک بالا بودند که از سهامداران و حقوق صاحبان سهام تامین گردد. اما این روش، روش رایجی برای تامین سرمایه نبود و کارآفرینانی که خانواده و یا دوستان ثروتمند نداشتند، شانس کمی برای تامین سرمایه شرکت خود داشتند تا آنکه George Doriot به فکر حل این مشکل افتاد و نیاز به سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر را درک نمود و سپس شرکتی را برای این کار تاسیس نمود. شرکت او یعنی ARD در سال ۱۹۴۶ فعالیت خود را به عنوان اولین شرکت سرمایه‌گذاری مخاطره آمیز آغاز نمود. اما او برخلاف سایر سرمایه‌گذاران، فعالیت خود را در قالب یک شرکت انجام داد در بازارهای عمومی نیز به فعالیت پرداخت. در طول ۲۵ سال فعالیت در قالب یک شرکت عام، بازگشت سرمایه سالانه ARD برای سهامدارانش، حدود ۱۵٫۸ درصد بود. شرکت ARD همچنین یک استاندارد را برای بازگشت سرمایه ایجاد کرد که هنوز نیز پابرجاست.

امروزه VC یک کسب و کار مناسب و پایدار در کشورهای در حال توسعه می‌باشد، اما متأسفانه از نظر جغرافیایی تنها در برخی کشورها موفقیت بیشتری کسب نموده است به طوریکه در حدود نیمی از فعالیت VCها در ایالات متحده متمرکز شده است. از آنجا که این کشور بیشترین تعداد صنایع VC در جهان را داراست و ما اطلاعات بیشتری در خصوص VCهای این کشور نسبت به سایر نقاط جهان داریم، در این بخش ما بر تاریخچه و داده‌های مربوط به VCهای ایالات متحده تمرکز خواهیم نمود و ساختارهای قانونی VCها در این کشور، مورد بحث قرار خواهد گرفت. اما این تمرکز، به معنای محدود شدن کاربرد مطالب این نوشته نخواهد بود زیرا اکثر VCهای جهان، از تجارب و الگوهای ایالات متحده استفاده می‌نمایند.

در پاسخ به این مشکل که کسب و کارها با رشد نسبتاً آرام و محدودی مواجه شده بودند، دولت آمریکا تصمیم به ورود به حوزه VC نمود و با وضع قوانین دولتی و نیز تأسیس مرکز مدیریت کسب و کارهای کوچک، اجازه داد تا شرکت‌های سرمایه‌گذاری در کسب و کارهای کوچک (SBIC) شکل گیرند. شاید بتوان گفت که مهمترین و بزرگترین موفقیت این برنامه، ایجاد و آموزش VC‌های حرفه‌ای و فعال برای دهه‌های آتی بود.

شرکت‌های سرمایه‌گذاری در کسب و کارهای کوچک (SBIC) امروزه نیز وجود دارند و در بسیاری از ویژگی‌ها با VC‌ها حرفه‌ای مشترکند. با این حال، وضع بسیاری از قوانین محدود کننده برای این نوع شرکتها باعث شده است تا آنها از تبدیل شدن به سازمان‌های غالب و برتر بازمانند.

یکی از مراحل بسیار مهم برای VC‌ها در سال ۱۹۶۰ اتفاق افتاد که در آن زمان، مشارکت محدود در سرمایه‌گذاری VC‌ها شکل گرفت. در این روش، سرمایه‌گذاران، سرمایه خود را به صورت مشارکت محدود به VC‌ها پرداخت می‌کردند و تنها درصد کمی از آن به عنوان حق الزحمه مدیریت VC برداشت می‌شد و قسمت اعظم این پول برای سرمایه‌گذاری در سبد داراییهای VC صرف می‌شد. سپس پس از موفقیت یک سرمایه‌گذاری، این سرمایه از طریق فروش شرکت و سبد داراییها به شرکتهای خصوصی یا فروشهای عمومی، آزاد می‌شد و معمولاً این فرآیند کمتر از ده سال به طول می‌انجامید. رایج‌ترین نوع تقسیم سرمایه نیز به صورت ۸۰ به ۲۰ بود به اینصورت که پس از بازگشت دادن اصل پول به سرمایه‌گذاران اولیه، VC ۲۰ درصد از مابقی پول را نزد خود نگه میداشت تا در سرمایه‌گذاریهای آینده از آن بهره گیرد. این نوع تقسیم سود که به آن سود انتقالی نیز می‌گویند، محرکی برای جذب سرمایه بخش خصوصی است. در سالهای اخیر، شرکای عام که در زمینه سرمایه‌گذاری موفق بوده‌اند، در سرمایه‌گذاریهای جدید خود حدود ۳۰ درصد سود انتقالی دریافت کرده‌اند. با وجود ورود شدید شرکت‌های سرمایه‌گذاری در کسب و کارهای کوچک (SBIC) و

نیز سرمایه‌گذاران با مشارکت محدود، کل سرمایه‌گذاری سالانه VCها در کشور آمریکا تا سال ۱۹۷۰، کمتر از یک میلیارد دلار در سال بود. تغییر بزرگ دیگری که در زمینه سرمایه‌گذاری VCها شاهد بوده‌ایم در سال ۱۹۷۹ روی داد که طی آن، قوانین سرمایه‌گذاری برای صندوق‌های بازنشستگی آمریکا بسیار کم شد و باعث گردید تا وجوه زیادی از سوی این سرمایه‌گذاران به بازارهای سرمایه وارد شود. تا امروز نیز صندوق‌های بازنشستگی تقریباً نیمی از کل سرمایه VCها در ایالات متحده را تامین کرده‌اند.

مشارکت صندوق‌های بازنشستگی، سرمایه‌گذاری سایر بخش‌ها را نیز تسریع بخشید و این در واقع آغاز دوران جدید VCها بود.

این نوع سرمایه‌گذاری پس از اندکی کاهش در سالهای ۹۰ و ۹۱، سیر صعودی ثابتی را آغاز نمود و از ۲,۲ میلیارد دلار در سال ۱۹۹۱ به ۴,۱ میلیارد دلار در سال ۱۹۹۴ رسید. ازین پس ما ازین دوره که در حقیقت ۱۵ سال اول دوران جدید VCها است، با عنوان دوران پیش از اوج یاد خواهیم نمود. همانطور که شکل ۱,۴ نیز نشان می‌دهد، در سال ۱۹۹۵ سرمایه‌گذاری VCها رشدی بسیار سریع را آغاز نمود.

این نوع سرمایه‌گذاری در سال ۱۹۹۵ با حجمی معادل ۷,۹ میلیارد دلار، به میزان تقریباً دوبرابر سال قبل بالغ گردیده که این سال، آغاز یک دوره رشد باورنکردنی در سرمایه‌گذاری VCها می‌باشد. این دوره در واقع آغاز عصر اینترنت است که برخی سرمایه‌گذاریهای VCها در این سالها، بازده‌های مالی فوق العاده‌ای داشت. همین امر موجب شد تا سیلی از سرمایه‌گذاران به این حیطه روی آورند به طوریکه حجم این سرمایه‌گذاری به ۱۱ میلیارد در سال ۱۹۹۶، ۱۴,۷ میلیارد دلار در سال ۱۹۹۷ و ۲۰,۹ میلیارد دلار در سال ۱۹۹۸ برسد و حتی در سال ۲۰۰۰ این میزان با یک افزایش انفجاری، به ۱۰۴ میلیارد دلار رسید. به این دلیل ما این دوران را (۱۹۹۵ تا ۲۰۰۰) دوران اوج خواهیم نامید. اما این شادی در ابتدای قرن ۲۱ دچار یک دگرگونی عمده شد و در سال ۲۰۰۱ حجم سرمایه‌گذاری به ۴۰,۳ میلیارد دلار کاهش پیدا کرد و بدین دلیل سالهای بعد از سال

۲۰۰۰ را دوران پس از اوج خواهیم نامید. در حقیقت دوران اوج، در سال ۲۰۰۰ به پایان خود رسید زیرا میزان سرمایه‌گذاری در سه ماهه اول سال ۲۰۰۱ نسبت به سه ماهه آخر سال ۲۰۰۰ به نصف کاهش پیدا کرد. اما با وجود آنکه میزان سرمایه‌گذاری نسبت به سال ۲۰۰۰ به شدت کاهش یافت، اما همچنان میزان قابل توجهی را نسبت به سال ۱۹۹۵ داشت و میتوان سرمایه‌گذاری VC ها را به عنوان کسری از تولید ناخالص داخلی در نظر گرفت. به طوریکه این سرمایه‌گذاری به درصد ۰,۰۸۴ در سال ۱۹۹۳ رسید درحالی که این میزان ۰,۰۳۶ درصد از تولید ناخالص داخلی در سال ۱۹۹۱ را تشکیل میداد. این درصد به طور قابل ملاحظه‌ای در سال ۱۹۹۵ افزایش یافت و به ۰,۱۰۶ درصد رسید تا نشانگر آغاز دوره اوج باشد و حتی توانست در سال ۱۹۹۹ به ۰,۵۷۱ درصد برسد. این میزان به طور متوسط عددی حدود ۰,۲ درصد را مابین سالهای ۲۰۰۲ تا ۲۰۰۸ نشان میدهد. اما با این وجود بدون توجه به مدلهای سرمایه‌گذاری و نیز جایگاه VC ها در اقتصاد یک کشور، نمیتوان گفت که آیا به عنوان مثال ۰,۲ درصد سرمایه‌گذاری مخاطره‌آمیز نسبت به کل تولید ناخالص داخلی، عددی مناسب است یا خیر. برای پاسخ به این سوال باید مجدداً به تعریف VC در ابتدای این فصل مراجعه کنیم. همانطور که بیان شد VC ها بر روی بنگاه‌های کوچکی سرمایه‌گذاری می‌کنند که قابلیت رشد سریع دارند و معمولاً این رشد از یک نوآوری و یا استفاده از تکنولوژی بالا مانند تولید یک داروی جدید و یا یک نرم‌افزار جدید نشأت می‌گیرد. در برخی موارد نیز این نوآوریها باعث می‌گردد تا موانع ورود بسیار سختی برای سایر شرکت‌ها ایجاد گردد که به عنوان مثال میتوان از شرکت‌های فعال در خدمات اینترنت نام برد.

پس مشاهده می‌کنیم که نه تنها نوآوری دارای اهمیت است بلکه باید این نوآوری توسط بنگاه‌های کوچک اتفاق بیفتد. بسیاری از بنگاه‌های بزرگ هستند که با دارا بودن صنایع با تکنولوژی بالا، به راحتی به نوآوری می‌پردازند اما در بحث ما، آنچه اهمیت دارد آن است که بنگاه‌های کوچک از طریق نوآوری به رشد سریع دست یابند. حالا فرض کنید که یک بنگاه کوچک به نوآوری در یک محصول مثلاً پردازشگر برای

کامپیوترهای شخصی پردازد. در چنین حالتی، این نوآوری قطعاً با شکست مواجه خواهد شد زیرا توان مقابله با غولهای صنعت در این زمینه وجود ندارد. پس سوال مهمی که مجدداً پیش می‌آید آن است که چگونه میتوان در صنایع کوچک به نوآوری پرداخت؟

بر اساس تئوری بنگاه که اولین بار توسط Ronald Coase در سال ۱۹۳۷ ارایه شد، کاهش هزینه‌های مبادلات جهانی، توانسته است تا اندازه بهینه بنگاه اقتصادی را نیز کاهش دهد و همین مساله به سازمانهای کوچک اجازه میدهد تا بتوانند سطوح بالاتری از نوآوری را تجربه نمایند. به عنوان مثال پیش از ظهور اینترنت خرده فروشان در سطح ملی، نیاز به زیرساختهای بسیاری داشتند تا بتوانند در کار خود موفق باشند. اما پس از پیدایش اینترنت، این شرکتها توانستند تا تنها با اندکی تبلیغات ارزان قیمت، به مشتریانی در عرصه جهانی دسترسی داشته باشند و از سطح ملی به سطوح بین المللی وارد شوند. به عنوان مثال سایت آمازون توانست در مدت زمانی کوتاه، جای بسیاری از برندهای با سابقه را بگیرد و این بدان دلیل بود که توانست از تکنولوژیهای نوین به خوبی استفاده کند. اینگونه میتوان نتیجه گرفت، که برای بهتر بودن در یک نوآوری، باید در بهترین زمان، از بهترین امکانات استفاده نمود.

۱,۴ الگوهای سرمایه‌گذاری VCها در ایالات متحده

در این بخش، ما شواهدی از سرمایه‌گذاری VCها در مراحل مختلف تاسیس یک کسب و کار، در سطح صنعت و منطقه را بیان خواهیم نمود.

۱,۴,۱ سرمایه‌گذاری بر مبنای مراحل ایجاد کسب و کار

مراحل مختلفی برای تاسیس یک کسب و کار با پشتوانه حمایتی VCها وجود دارد. در قسمت ۱,۱ ما اصطلاحات مخصوص سه مرحله اصلی این حوزه را بیان کردیم: مرحله مقدماتی، میانی و پایانی.

- مرحله جستجو و راه اندازی

این مرحله هزینه اندکی را برای یک کارآفرین دربردارد و تنها به این معناست که معنای کلی آن چیزی را که به دنبالش هستیم به خوبی درک نماییم. اگر این مرحله با موفقیت سپری شود میتواند همراه با مراحلی دیگر از جمله توسعه محصول، تحقیقات بازار، تشکیل تیم مدیریت و توسعه برنامه تجاری شرکت باشد. در حقیقت این مرحله، یک نوع پیش بازاریابی می باشد.

- مرحله مقدماتی

این مرحله به تامین مالی شرکت هایی میپردازد که در حال تکمیل مرحله توسعه محصول هستند که در چنین مرحله ای معمولاً محصولات در حال تولید آزمایشی میباشند. در برخی موارد، مطالعات بازار را انجام داده اند و طرح تجاری کاملی را طراحی کرده اند. در دو مرحله اول یعنی مرحله جستجو و نیز مرحله مقدماتی، فرشتگان سرمایه گذاری نسبت به VC ها تمایل بیشتری به سرمایه گذاری دارند.

- مرحله میانی یا توسعه

در این مرحله سرمایه جاری شرکت در جهت توسعه آن بکارگرفته می شود. همچنین میزان تولیدات شرکت افزایش یافته و میزان دارایی های شرکت نیز رشد صعودی دارد اما سود شرکت ممکن است به حد قابل قبولی رسیده و یا نرسیده باشد. میزانی از سرمایه ممکن است برای توسعه کارخانه، بازاریابی و یا توسعه یک محصول بهبودیافته در نظر گرفته شود. در این مرحله نقش VC ها از یک حامی صرف، به نقش های استراتژیک و تعیین کننده تبدیل می گردد.

- مرحله پایانی

سرمایه گذاری این مرحله بر روی شرکتهایی است که به یک نرخ رشد نسبتاً باثبات دست یافته اند اما به سرعت رشد شرکتهای مرحله قبل نرسیده اند. با این وجود ممکن است هنوز هم سودآور نباشند اما مسلماً

بیشتر از مرحله قبل سودآور هستند. یکی دیگر از ویژگی‌های این سازمانها جریانات نقدی مثبت آنهاست و ممکن است شامل شرکتهایی که به عرضه اولیه عمومی سهام (IPO) مشغولند نیز باشد.

در اوایل دهه ۱۹۸۰ میلادی، سه مرحله (جستجو و راه اندازی)، (مرحله اول) و (مرحله توسعه یا میانی) سهم نسبتاً برابری را داشتند و مرحله پایانی از سهم بسیار کمتری برخوردار بود. این الگو نشانگر تمرکز VCها بر راه اندازی صحیح شرکت در سالهای اولیه یک صنعت است. به تدریج VCهای جدید بر مرحله پایانی سرمایه گذاری متمرکز شدند و موفق شدند تا سریعاً در این مسیر رشد کنند. در اواسط دهه ۱۹۹۰ مرحله میانی از سایر بخشها بزرگتر بوده و مرحله پایانی نیز همچنان در حال رشد بود. در اواخر دهه ۱۹۹۰ فرشتگان سرمایه گذاری به سرعت جایگزین VCها در مرحله جستجو و راه اندازی شدند و مرحله میانی نیز بیش از نیمی از کل سرمایه گذاری را به خود اختصاص داده بود اما امروزه این روند جهت معکوسی را به خود گرفته به طوریکه سرمایه گذاری در مرحله میانی به کمتر از ۴۰ درصد کل سرمایه گذاری در سال ۲۰۰۸ رسیده است. اما به خاطر داشته باشیم که مراحل توسعه یک شرکت نباید با چرخه تامین مالی آن اشتباه گرفته شود. زمانی که یک VC برای سرمایه گذاری در یک شرکت پیشقدم می گردد ممکن است اهداف مختلفی داشته باشد مانند دستیابی به مشتریان بیشتر و یا موفقیت در افزایش جریانات نقدی. هر یک از این رویدادها در راستای تامین مالی، یک چرخه یا مرحله نامیده می شود به طوریکه مرحله اول که یک شرکت به تامین مالی دست پیدا می کند به مرحله اول یا سری A معروف است، مرحله بعد را سری B مینامند و به همین ترتیب مراحل مختلف نام گذاری می شود. یک شرکت ممکن است که چندین سری سرمایه گذاری را در یک مرحله از عمر سرمایه گذاری خود تجربه کند و بنابراین نباید اینگونه پنداشت که در هر مرحله، صرفاً یک سری از سرمایه گذاری انجام میگیرد

۱,۴,۲ سرمایه‌گذاری بر مبنای صنعت

از گذشته‌های دور، سرمایه‌گذاری VC ها بیشتر بر دو صنعت مراقبت‌های بهداشتی و درمانی و نیز صنایع فعال در بخش فناوری اطلاعات IT تمرکز بیشتری داشته است که صنایع فناوری اطلاعات، خود به چند صنعت دیگر از جمله ارتباطات، صنایع نیمه هادی، نرم افزار و سخت افزار تقسیم می‌شود.

اما این نوع تمرکز سرمایه، مسلماً اتفاقی نبوده است بلکه همانطور که پیش ازین نیز ذکر شد، VC ها به دنبال صناعی هستند که کوچک بوده و از سوی دیگر پتانسیل بالایی برای رشد سریع داشته باشند. به این منظور، این صنایع باید از مزیت تکنولوژی برخوردار بوده و به همین دلیل نیز VC ها بر این دو صنعت که دارای تکنولوژیهای نوین میباشند متمرکز شده‌اند. اگرچه مطمئناً سایر صنایع نیز میتوانند در طول تغییرات اقتصادی، چنین مزیت‌هایی را از آن خود کنند. انقلاب ارتباطات در اواخر دهه ۱۹۹۰، چنین فرصتی را برای صنایع کوچک مبتنی بر اینترنت فراهم آورد و از سوی دیگر شوکهای دوره ای در صنایع نفتی نیز، انگیزه برای سرمایه‌گذاری در این بخش را افزایش داد. شکل ۱,۷ تمرکز سرمایه‌گذاری VC ها بر مبنای نوع صنعت و در قالب سه دوره نشان میدهد: دوره پیش از اوج یعنی ۱۹۸۰ تا ۱۹۹۴، دوره اوج یعنی از ۱۹۹۵ تا ۲۰۰۰، و پس از اوج که سالهای ۲۰۰۱ تا ۲۰۰۹ را شامل می‌شود. داده‌های جمع آوری شده، نشانگر تسلط دو صنعت فناوری اطلاعات (شامل ارتباطات، نرم‌افزار، سخت‌افزار و صنایع الکترونیک و نیمه هادی) و مراقبت‌های بهداشتی و درمانی (شامل بیوتکنولوژی و تجهیزات پزشکی) در جذب سرمایه VC ها می‌باشد به طوریکه این دو، مجموعاً ۷۵ تا ۸۰ درصد از کل سرمایه‌گذاری در دوره پیش و پس از اوج را شامل می‌شوند.

درون صنایع فناوری اطلاعات نیز در دوره اوج و پس از اوج، دو صنعت ارتباطات و نرم‌افزار از اهمیت بیشتری برخوردار بودند و صنایع الکترونیک، نیمه هادی و سخت‌افزار با فاصله کمی از آنها قرار دارند. درون

بخش مراقبت‌های بهداشتی و درمانی نیز، قسمت بیوتکنولوژی در حدود ۶۰ درصد سرمایه‌گذاری این بخش را به خود اختصاص داده است.

۱,۴,۳ سرمایه‌گذاری بر مبنای مناطق مختلف ایالات متحده

با وجود شواهد متعدد در خصوص جهانی شدن فناوری اطلاعات و نیز تولید محصولات مختلف، تمرکز سرمایه‌گذاری VC ها در نقاط مختلف ایالات متحده بسیار جالب توجه می‌باشد. از همان ابتدای توسعه صنایع VC، منطقه Silicon valley در کالیفرنیا شمالی، مرکز اصلی فعالیت VC ها شد بطوریکه حدود یک سوم از کل سرمایه‌گذاری VC ها در سال را به خود اختصاص می‌دهد. همچنین منطقه‌ای دیگر در اطراف بوستون نیز دومین مرکز این گونه فعالیت‌های سرمایه‌گذاری در آمریکا است که بطور تقریبی ۱۰ تا ۱۵ درصد از سرمایه‌گذاری سالانه را جذب می‌نماید.

خلاصه فصل

VC ها معمولاً در صنایع جوان و دارای تکنولوژی بالا سرمایه‌گذاری می‌کنند که پتانسیل بالایی برای رشد سریع دارند. VC ها نوعی از واسطه‌های مالی هستند که سه وظیفه اصلی را انجام می‌دهند:

۱- بررسی انواع سرمایه‌گذاری‌های ممکن و تصمیم‌گیری در خصوص شرکت‌هایی که میتوان در آنها سرمایه‌گذاری کرد.

۲- نظارت بر این شرکت‌ها و فراهم نمودن خدمات با ارزش افزوده برای آنها

۳- خروج سرمایه‌گذاری از این شرکت‌ها از طریق فروش سهام در بازارهای عام و یا به سایر خریداران.

VC ها نوعی از سرمایه‌گذارهای خصوصی هستند که سرمایه‌گذاری آنها در بازارهای عمومی قابل مبادله نیست. VC های نوین تقریباً از سال ۱۹۴۶ فعالیت خود را آغاز نمودند و در ۳۵ سال اول، به آهستگی رشد کردند. در اوایل دهه ۱۹۸۰ سرمایه‌های جدیدی که از صندوقهای بازنشستگی نشأت گرفته بود باعث رشد سریع این صنعت

شد. ایالات متحده، کشوری است که بیشترین تعداد VC ها را در خود جای داده است و تقریباً ۴۰ درصد از سرمایه‌گذاری جهانی را در این بخش به خود اختصاص داده است. در این کشور نیز دو صنعت فناوری اطلاعات و مراقبت‌های بهداشتی درمانی، تمرکز اصلی سرمایه‌گذاران هستند و مناطق Silicon valley و نیز مناطق اطراف بوستون و ماساچوست نیمی از سرمایه‌گذاری داخلی VC ها را به خود اختصاص داده‌اند.

فصل دوم

نقش آفرینان سرمایه‌گذاری مخاطره‌آمیز

کلیات:

این بخش به معرفی نقش آفرینان اصلی در صنعت VC میپردازد. در بخش ۲,۱ ما به بحث در مورد روابط میان شرکت‌های VC، منابع مالی VC، و VC‌هایی میپردازیم که در این بخش کار می‌کنند. در بخش ۲,۲ ما به ارایه آماری در مورد منابع مالی VC میپردازیم و در مورد اهمیت انواع سرمایه‌گذاران مختلف بحث خواهیم کرد. بخش ۲,۳ به تجزیه و تحلیل ساختار قراردادی و تشکیلات جبرانی بین VC ها و سرمایه‌گذاران آنها میپردازد.

۲,۱ شرکت‌ها و منابع مالی

در حدود ۸۰ درصد بازار سرمایه‌گذاری شده VC به وسیله شرکت‌های مستقل VC کنترل می‌شود. شرکت‌های VC به صورت سازمان‌های کوچک می‌باشد و میانگین ۱۰ درصد، به عنوان شرکای عام^۱ (GP) برای منابع مالی VC فعالیت دارند. منابع مالی VC بصورت یک شراکت محدود می‌باشد که دوره معینی دارد (معمولاً ۱۰ سال به علاوه مدت‌های تمدید اختیاری چند ساله). شرکای محدود (LPs) منابع مالی VC غالباً از سرمایه‌گذاران سازمانی هستند مثل صندوق‌های بازنشستگی، وام‌های اعطایی دانشگاه، و شرکت‌های بزرگ. زمانیکه بودجه‌ای اعطا می‌شود، شرکتهای مشارکت محدود LPs به ارایه میزان خاصی از سرمایه می‌پردازند که بر اساس یک سری طرح و یا به صلاحدید مشارکت کنندگان عام GP خواهند بود. این محدوده‌های سرمایه‌ای دوره‌ای با عنوان فراخوان سرمایه، و کاهش یا نزول سرمایه‌ها شناخته می‌شوند. کل میزان سرمایه تعهد شده بوسیله LPs در طول زمان ارایه بودجه را به عنوان سرمایه تعهدی می‌خوانند. زمانیکه GP کل میزان سرمایه تعهد شده را پرداخت کرد و آماده سرمایه‌گذاری شد آنگاه می‌گوییم که تامین مالی بسته شده است و یا به عبارتی پرداخت شده است. بودجه معمولاً در گروهی از شرکتهای سرمایه‌گذاری شده و معمولاً این

¹ - General Partner

سرمایه در ۵ سال اول بازگشت خواهد داشت. این سال‌ها را با عنوان دوره سرمایه‌گذاری و یا دوره تعهد می‌نامند. زمانی که دوره سرمایه‌گذاری به پایان رسید نگاه VC تنها می‌تواند در کمپانی‌هایی که پیش از این در آنها سرمایه‌گذاری کرده بود به سرمایه‌گذاری مجدد ادامه دهد. یک شرکت موفق VC هر چند سال یک بار به ارائه سرمایه‌گذاری جدید خواهد پرداخت طوریکه همیشه حداقل یک تامین مالی را در دوره سرمایه‌گذاری دارد. بیشتر شرکت‌های VC دارای تخصص در سرمایه‌گذاری از نظر مرحله کار، صنعت و یا بر مبنای تقسیمات جغرافیایی هستند. برای مثال تامین مالی در مرحله مقدماتی به ایجاد سرمایه‌گذاری‌های اولیه در شرکت‌هایی خواهد پرداخت که در مرحله اول کار خود هستند و مقداری از سرمایه آن نیز ذخیره می‌شود تا به سرمایه‌گذاری در این شرکت‌ها در مراحل بعدی ادامه دهند. از سوی دیگر کسانی که به تامین مالی مرحله نهایی می‌پردازند، از سرمایه‌گذاری بر شرکت‌هایی که در مرحله اول فعالیت خود هستند اجتناب می‌کند و تنها بر سرمایه‌گذاری مرحله توسعه و یا مرحله نهایی متمرکز می‌شود.

اکثر شرکت‌های VC به حفظ مرحله سرمایه‌گذاری خود می‌پردازند و همه منابع مالی خود را صرف یک مرحله خاص می‌کنند اما بعضی از آنها در طول زمان محوریت خود را تغییر می‌دهند و یا در آن واحد به ترکیب دو استراتژی و تامین مالی ترکیبی می‌پردازند. همچنین شرکت‌های اندکی هستند که به تامین مالی هم در مرحله اول و هم مرحله آخر می‌پردازند و متخصصین مختلفی را برای هر یک به کار گمارند.

پراکندگی گسترده‌ای در سرمایه‌گذاری VC در صنایع گوناگون وجود دارد بطوریکه میزان زیادی از آن بر صنعت فناوری اطلاعات و مراقبت‌های بهداشتی متمرکز است و در حد پایین‌تری نیز بر صنایع دیگر مانند انرژی و خدمات به تامین مالی پرداخته است. از نظر جغرافیایی این مساله دارای اهمیت می‌باشد که تشخیص دهیم که بیشتر فعالیت‌های تجربه شده بوسیله VC به صورت محلی می‌باشد و در نتیجه دفاتر اصلی VC معمولاً از نظر مکانی در ارتباط نزدیک با اکثر شرکت‌هایی است که در آنها سرمایه‌گذاری کرده‌اند. این مساله

تعجب آور نیست که محل جغرافیایی VC بسیار شبیه به محل جغرافیایی سرمایه گذاری آنها می باشد. زیرا منابع مالی از نظر جغرافیایی گرایش دارند که در جاهایی متمرکز باشند که دفترهای مرکزی آنها قرار دارد بنابراین روش اصلی برای دسترسی به انواع مکان های جغرافیایی این است که یک VC دارای چندین دفتر در مناطق مختلف باشد. ما در این کتاب از منابع مالی چند VC به عنوان مثال هایی از منابع مالی سرمایه گذاران استفاده خواهیم کرد. چون ساختارهای جبرانی و قراردادهای شراکت VC از محرک های اصلی سرمایه گذاری هستند بنابراین این مساله میتواند کمک خوبی باشد که بعضی شرایط کلیدی را که در موافقت نامه های VC ها وجود دارد بیان کنیم تا دید بهتری از موضوع را روشن سازند.

بین سال های ۱۹۹۷ میزان تامین مالی VC ها، تعداد این شرکتها و نیز اندازه VC ها تقریباً دوبرابر شدند. در سال ۲۰۰۷ میزان این صنعت رو به کاهش رفت و بین سال های ۲۰۰۷ و ۲۰۰۸ میزان سرمایه های تحت مدیریت، ۲۴ درصد کاهش یافت در حالیکه تعداد شرکتها و سرمایه های اصلی به ترتیب تا ۱۳ و ۱۶ درصد کاهش پیدا کردند.

در اکثر سال ها میزان کل منابع تامین مالی حدود دوبرابر بیشتر از تعداد شرکتها می باشد که این مساله نشان میدهد که شرکت های VC به طور میانگین در هر زمان روی دو شرکت سرمایه گذاری کرده اند. به دلیل تفاوت هایی که در روش جمع آوری داده ها و انتخاب نمونه وجود دارد، میزان سرمایه های تعهد شده که در شکل ۲-۲ نشان داده شده اند مستقیماً با مجموعه سرمایه گذاری ها که در قسمت های ۱-۳ و ۱-۴ نشان داده شده اند قابل مقایسه نیستند. با این وجود روندهای کلی بسیار شبیه به هم هستند.

یک بعد بسیار جالب این اعداد این است که افزایش ثابتی در میزان سرمایه مدیریت شده در هر شرکت تا سال ۲۰۰۷-۲۰۰۶ مشاهده می شود در حالیکه خود سرمایه اصلی هر شرکت تا حدود عدد ۱۲ بین اواسط دهه ۱۹۸۰ و ۲۰۰۲ بصورت ثابت باقی مانده است و حتی تا سال ۲۰۰۸ تا ۸٫۵ درصد نیز کاهش هم داشته است.

بنابراین روند اصلی دارای یک مقیاس درجه‌بندی شده نزولی بر اساس میزان دلار مدیریت شده برای هر کارمند بوده است در حالیکه شرکت‌های VC خودشان به عنوان سازمان نسبتاً کوچک و خالص و بدون تغییر باقی مانده‌اند و به سرمایه‌گذاری در دیگر شرکت‌ها و دیگر خدمات پرداخته‌اند.

در مقایسه با سایر شرکتهای سرمایه‌گذاری، شرکت‌های VC در راس قرار دارند و از قدرت سرمایه‌گذاری و ریسک‌پذیری بیشتری برخوردارند. اگرچه بعضی VC ها به شکلی غیر معمول و خارج از مکتب رایج، وارد این حوزه شده‌اند اما اکثر آنها به عنوان شغل دوم و در سطح پایین‌تری وارد VC شده‌اند و بنابراین افراد متخصص زیادی در این حیطه وجود ندارند. اگرچه بسیاری از افراد خواستار اطلاع از بهترین روش برای شغل VC هستند اما مسیر "متداولی" برای این کار وجود ندارد. با این وجود تجزیه تحلیل داده‌های جمع‌آوری شده در مورد ۱۲۵ شریک از ۱۵ شرکت VC در تحقیق (Wieland (2009 به ارائه دیدگاه‌های جالبی می‌پردازد.

در این نمونه ۶۰ درصد شرکای VC دارای مدرک لیسانس، فوق لیسانس و دکترای علوم طبیعی یا مهندسی بودند. متداول‌ترین مدرک لیسانس مهندسی بود که ۴۴ درصد افراد دارای این مدرک بودند. در حالیکه ۲۵ درصد VC ها دارای مدرک فوق‌لیسانس و ۹٪ دکترای داشتند و جالب آنکه از این تعداد، ۶۲ درصد آنها دارای مدرک MBA بودند و از سوی دیگر ۱۶ درصد آنها دارای لیسانس علوم بازرگانی و یا اقتصاد بودند. همچنین در مورد تجربه شغلی هم اکثر آنها پیش از این در بخش IT و یا مراقبت‌های پزشکی مشغول کار بودند (۷۸٪)، یا این که کار خود را به عنوان یک کارآفرین آغاز کرده بودند (۳۷٪) و یا در همان ابتدا مدیر اجرایی شرکت بودند (۳۲٪)، یا اینکه پیش از این، تجربه مدیریت را داشتند (۳۸٪)، یا به عنوان مهندس صنعتی کار کرده بودند (۳۱٪)، و یا تجربه کار به عنوان مشاور امور استراتژیک را داشتند (۲۳٪)، و یا در امور مالی کار کرده بودند (۱۴٪). در واقع اکثر VC ها این شغل را به عنوان شغل دوم دارند چون مشاغل

کمی برای افراد تازه فارغ التحصیل وجود دارد. بسیاری از متخصصین VC ها می گویند که بهترین نحوه آماده سازی برای شغل VC ترکیب تخصص فنی با تجربه صنعتی می باشد به خصوص اگر تجربه در ارتباط با شرکتی باشد که به تازگی راه اندازی شده است. بسیاری از VC ها تمایلی به اینگونه نصایح ندارند چون صنعت VC دارای یک روند چرخشی و گزینشی برای انتخاب دقیق نوع تخصص فنی مفید می باشد و انتخاب نادرست فرد متخصص ممکن است شرکت را به اشتباهات فاحش بکشاند. این مساله هم مانند پیشرفت شغلی دارای سطوح بسیار زیادی نمی باشد. در بالاترین سطح "شرکا" قرار دارند که باید دارای تجربه و موفقیت های قبلی باشند. اگر چه بعضی متخصصین مسیر شغلی خود به عنوان VC را از طریق شراکت آغاز می کنند اما اکثر VC ها باید برای موفقیت بیشتر، به تدریج مستقل گردند.

به طور کل دو مسیر برای انتخاب شرکا وجود دارد. یکی از مسیرهایی که معمولاً افراد متخصص جوان تر با چند سال تجربه VC آن را دنبال می کنند، شروع کار به عنوان تازه کار VC می باشد که از آنها به نام اعضا نام برده می شود. انتظار نمی رود که این افراد متخصص معاملات را هدایت کنند و یا در سال های اول در هیئت مدیره جایگاهی داشته باشند بلکه بیشتر وقت خود را صرف طراحی سرمایه گذاری ها، اجرای دقیق کار، و به طور کلی کمک به شرکا می کنند. از آنها انتظار می رود که تجارت را به عنوان افراد کارآموز یاد بگیرند و اگر موفق بودند آنگاه مسئولیت های آنها به تدریج ارتقا پیدا خواهد کرد. بسته به تجربیات گذشته، مسیر زمانی شراکت تا حد زیادی متفاوت خواهد بود. با زمان بندی و عملکرد اجرایی خوب اکثر این افراد در عرض دو سال یا کم تر می توانند در شراکت نقش داشته باشند.

دومین مسیر معمولاً توسط افراد کارآفرین موفق و یا مدیران ارشد با سالها تجربه دنبال می شود تا وارد شراکت سرمایه گذاری شوند که از آنها با نام شریک ریسک پذیر یاد می شود. این عنوان به این معنا نمی باشد که VC جدید به معنای شریک در سود سهام می باشد بلکه به این روش تلاش می کند تا VC را به عنوان شغل

دوم خود قرار دهد. معمولاً انتظار می‌رود که شرکای سرمایه‌گذار نقش هدایت‌کننده سرمایه‌ها را داشته باشند و نیز از روابط خود برای ایجاد یک کسب و کار جدید نیرومند بهره گیرند. از این نظر شریک سرمایه‌گذار بسیار موقعیت محدودی دارد و بسیاری از افراد کاندید برای این شغل در مییابند که واقعاً برای اینگونه تجارتی ساخته نشده‌اند. انتظار می‌رود که یک شریک سرمایه‌گذار با یک یا دو سرمایه‌گذاری موفق به عنوان فردی پذیرفته شود که نقش واقعی سرمایه‌گذار را به خوبی ایفا می‌کند. در واقع به شرکای سرمایه‌گذار حقوق کمی پرداخت می‌شود اما این نظریه وجود دارد که اگر بتوانند در کار خود موفق باشند آنگاه خیلی سریع به آنها حقوق یک فرد شریک پرداخت خواهد شد. GP ها (شرکای عام) درآمد خود را از دو منبع بدست می‌آورند: از حق‌الزحمه مدیریت و از منافع حاصل شده، و این دو منبع باید تامین‌کننده تمامی هزینه‌های VC ها باشد. چون حقوق‌های اصلی کارکنان را میتوان از حق‌الزحمه مدیریت پرداخت کرد و بیشترین بخش از مبالغ پرداختی متغیر نیز از سودهای دریافت شده تامین می‌گردد. در اکثر موارد تامین مالی، کل درصد سود از قبل پرداخت می‌شود و اکثر شرکا از میزان دریافتی خود اطلاع دارند.

۲,۲ شرکای دارای مسئولیت محدود

همانطور که در بخش ۱ گفته شد، اولین روزنه فعالیت VC با ورود منابع مالی از صندوقهای بازنشتگی به عنوان شرکای دارای سهام مسئولیت محدود بود. از سال ۱۹۸۰ این طرح‌های بازنشتگی ۴۴ درصد سرمایه‌های تعهد شده را در صنعت VC به خود اختصاص داده‌اند.

پس از منابع مالی سرمایه‌گذاری توسط صندوق‌های بازنشتگی، بزرگ‌ترین طبقه سرمایه‌گذاری به موسسات مالی مربوط می‌شود که شامل بانک‌های تجاری، بانک‌های سرمایه‌گذاری و شرکت‌های بیمه می‌شوند. این گروه‌ها روی هم رفته ۱۸ درصد سرمایه‌های تعهد شده را از سال ۱۹۸۰ به خود اختصاص داده‌اند. موسسات و مراکز اعطای وام موسسات بعدی هستند که ۱۷ درصد این مجموعه را به خود اختصاص می‌دهند. در راس

این گروه دانشگاه‌های خصوصی و موسسات خیریه قرار دارند. این سازمان‌ها علاوه بر سرمایه‌گذاری‌های کلان خود، موفق‌ترین طبقه سرمایه‌گذاران بوده‌اند که سوددهی آنها از دیگر سرمایه‌گذاران، بسیار بیشتر بوده است. بخشی از دلیل موفقیت آنها این مساله می‌باشد که آنها از اولین لحظه شکل‌گیری اینگونه شراکت در اواخر دهه ۱۹۶۰ و اوایل دهه ۱۹۷۰، سرمایه‌گذارانی فعال و ثابت قدم در این حوزه بوده‌اند. از سال ۱۹۸۰ اشخاص مختلف و خانواده‌ها نیز حدود ۱۱ درصد کل این سرمایه‌ها را تقبل کرده‌اند و این قسمت در سالهای اخیر در حال کاهش می‌باشد. حضور این افراد نسبت به سایر طبقات سرمایه‌گذاران بسیار کم می‌باشد. بخشی از دلیلی که برای این مساله وجود دارد این است که افق طولانی سرمایه‌گذاری VC، معمولاً برای شرکتها جذاب‌تر است تا افراد. در نهایت شرکت‌ها تنها با ۹ درصد کل سرمایه‌گذاری‌ها از سال ۱۹۸۰ نقش نسبتاً کمی را در شراکت‌های سهام مسئولیت محدود در مقایسه با طرح‌های شراکتی صندوق‌های بازنشستگی داشته‌اند. به این نکته نیز توجه داشته باشید که حضور شرکت‌ها نسبت به دیگر سرمایه‌گذاران متغیرتر می‌باشد و اهمیت LP‌های شرکتی (نسبت به اشخاص و سایر طبقات) به تدریج در سال‌های اخیر کاهش پیدا کرده است. این نوع سرمایه‌گذاری غیر مستقیم شرکتی به عنوان یک LP نباید با سرمایه‌گذاری مستقیم شرکتی در مجموعه‌ای از شرکت‌ها اشتباه گرفته شود یعنی آن بخشی که با عنوان VC متحد یا مشترک شناخته می‌شود. به دلیل اینکه اکثر منابع مالی VC‌های شرکتی، دارای دوره عمر محدود نمی‌باشند، بنابراین اکثر سرمایه‌گذاری‌های مستقیم شرکتی در این محاسبات آورده نشده است. در این بخش به معرفی یکی از انواع صندوق‌ها می‌پردازیم: صندوق سرمایه‌گذاری صندوق‌ها یا (FOF). یک صندوق سرمایه‌گذاری (FOF) معمولاً بصورت یک شریک با مسئولیت محدود برنامه‌ریزی می‌شود و قوانین آن بسیار شبیه به سایر صندوق‌های خصوصی است به جز اینکه به جای سرمایه‌گذاری مستقیم در شرکت‌ها، FOF در صندوق‌های خصوصی (PE)، سرمایه‌گذاری می‌کند. برای مثال شرکت سرمایه‌گذاری FLAG، یک شرکت

سرمایه گذاری می باشد که تنها در دیگر شرکت های VC از طریق FOF ها سرمایه گذاری می کند. این FOF ها میتوانند خیلی بزرگ باشند: شرکای سرمایه گذار Flag در سال ۲۰۰۰ مبلغ ۶۵۰ میلیون دلار سرمایه گذاری تعهدی داشته اند. دیگر FOF ها نیز در زمان رونق خود به ارائه منابع مالی چند میلیارد دلاری پرداخته اند. به نظر می رسد که FOF ها برای افراد ثروتمند و موسسات کوچک مفید هستند که آنقدر بزرگ نیستند که انواع سپرده گذاری های بزرگ LP را در مجموعه ای از شرکت ها تحت پوشش قرار دهند. یک گروه از سرمایه گذاران کوچک تر با قرار دادن منابع خود در FOF به انواع مراکز بزرگ ارائه دهنده تامین مالی دسترسی پیدا کنند و از ارتباطات FOF ها برای موفقیت بیشتر مالی خود بهره می گیرند. در طول دوره رونق اقتصادی، FOF ها حدود ۵ درصد کل سپرده ها را برای منابع مالی VC تشکیل میدادند. شرکت های FOF هم به عنوان یک GP (برای سرمایه گذاران خود) و هم به عنوان یک LP (برای شرکتهای سرمایه گذاری شده) عمل می کنند. همچنین آنها به عنوان یک GP حق الزحمه مدیریت را نیز پرداخت می کنند اگرچه این هزینه ها همیشه تا حد زیادی کم تر از هزینه های مدیریتی است که توسط شرکت های سرمایه گذاری های مستقیم پرداخت می شود. اشاره به این نکته حائز اهمیت می باشد که LP ها تنها سرمایه گذار نیستند بلکه شرکای اصلی یک تامین مالی هم هستند. اگرچه سطح مشارکت LP ها بوسیله قانون محدود شده است (مگر در شرایطی که آنها قادر باشند مسئولیت محدود خود را از تغییر بدهند)، اما LP های خاصی نیز وجود دارند که به عنوان شرکای طولانی مدت انتخاب می شوند چون آنها دارای تجربه صنعتی بوده و برای هدایت چرخه صنعتی کفایت لازم را دارند. این LP ها کار افزایش تامین مالی را برای GP ها آسان تر می کنند و در مدت زمان سودآوری هم کمی صرفه جویی می کنند که این امر باعث می گردد تا بتوان سرمایه گذاری های جدیدی را آغاز کرد.

۲,۳ قراردادهای مشارکت در VC

قبل از اینکه ما بتوانیم در مورد تصمیمات سرمایه‌گذاری VC اظهار نظر کنیم باید ابتدا یک دانش تجربی در خصوص مشارکتهای VC را کسب نماییم. شرکت‌های VC به عنوان GP عمل کرده و جبران مالی هزینه‌های مدیریت و سود حاصله را می‌پردازد. این ساختار جبران هزینه‌های مالی تفاوت‌هایی را در محرک‌های GP و LP به وجود می‌آورد و بسیاری از قراردادهای شراکت شامل چندین شرط محدود کننده برای از بین بردن این تفاوت‌ها می‌باشند.

۲,۳,۱. حق الزحمه و هزینه‌های مدیریت

سرمایه‌گذاری VC یک سرمایه‌گذاری طولانی مدت می‌باشد و سرمایه‌گذاران باید غالباً سال‌های زیادی را برای بدست آوردن هر سودی از سرمایه‌سپری کنند. با این وجود هزینه‌های سرمایه‌گذاری VC خیلی سریع آغاز می‌شود: حقوق‌ها باید پرداخت شوند و سایر فعالیتها نیز هزینه در بر خواهند داشت. بنابراین دستمزد پایه مدیریت بسیار حائز اهمیت می‌باشد. معمولاً روند کار اینگونه است که برای شرکای دارای سهام محدود شده سالانه درصدی از سرمایه تعهد شده پرداخته می‌شود که بیشتر اوقات ۲,۰ درصد می‌باشد. بعضی اوقات این دستمزد تا ۱۰ سال ثابت میماند اما در اکثر موارد بعد از دوره سرمایه‌گذاری ۵ ساله کاهش پیدا می‌کند. برای مثال شرکت EBV یک تامین مالی ۱۰۰ میلیون دلاری در طول ۱۰ سال را انجام داده است و مدیریت سالانه دستمزد ۲ درصدی را برای هر ۱۰ سال در نظر می‌گیرد. بنابراین، این بودجه دارای طول مدت پرداختی و با میزان ۲۰ میلیون دلار (۲٪ * \$100M * در ۱۰ سال) می‌باشد و میزان سرمایه هم ۸۰ میلیون دلار است یعنی (20M\$ - 100M\$). بنابراین شرکت EBV باید حداقل ۲۵ درصد (معادل ۲۰ میلیون دلار از ۸۰ میلیون دلار) بازده سرمایه در این دوره داشته باشد تا بتواند این هزینه‌ها را پوشش دهد و به نقطه سر به سر سرمایه‌گذاری برسد.

مثال ۲,۱: شرکت سرمایه‌گذاری Owl Ventures بودجه خود را تا ۵۰۰ میلیون دلار افزایش داده است و دستمزد مدیریت این شرکت به صورت زیر می‌باشد. تمامی دستمزدهای مدیریت بر اساس سرمایه تعهد شده محاسبه خواهد شد. این دستمزدها در سال اول و دوم ۲ درصد هستند، در سال سوم و چهارم ۲,۲۵ درصد می‌شوند، در سال پنجم ۲ درصد، در سال ششم ۱,۷۵ درصد، در سال هفتم ۱,۵۰ درصد، در سال هشتم ۱,۲۵ درصد، در سال نهم ۱ درصد و در سال دهم ۰,۷۵ درصد می‌باشد. این دستمزدها هر سه ماه یک بار (فصلی) پرداخت می‌شوند و و دارای نحوه پرداخت مشابه در هر سال می‌باشند.

در نگاه اول ممکن است این روش عجیب به نظر برسد چون دیگر قسمت‌های صنعت مدیریت مالی دارای مدیریت دستمزد هستند که بر اساس ارزش بازار سبد سهام محاسبه می‌شود. پس چرا VC ها در این روش متفاوت هستند؟ چندین دلیل برای این مساله وجود دارد: اول اینکه اگر دستمزدهای مدیریت بر اساس ارزش سبد سهام باشد و این دستمزدها در چند سال اول کم خواهد بود (قبل از اینکه کل سرمایه‌گذاری انجام شود) و ممکن است VC ها قادر نباشند هزینه‌های ثابت آنها را تحت پوشش قرار دهند. دوم اینکه دستمزد مدیر بر اساس ارزش سبد سهام، انگیزه‌ای را برای VC ها ایجاد خواهد کرد تا سریعاً سرمایه‌گذاری کنند و این مساله مطمئناً باعث پایین آمدن کیفیت خواهد شد. سوم به این دلیل که ارزش بازار سبد سهام را به سختی میتوان برای شرکتهایی که هنوز وارد بازار خرید و فروش سهام نشده‌اند، مشخص کرد ممکن است سطح دستمزدهای مدیریت تا حدی اختیاری و خودسرانه تعیین گردد. اگرچه محاسبه دستمزد مدیریت بر اساس سرمایه تعهد شده، استانداردترین روش می‌باشد اما روش‌های دیگری نیز وجود دارد. برای اینکه شناختی از روش‌های دیگر به دست بیاوریم ما ابتدا باید به ارائه چند تعریف می‌پردازیم. **اول سرمایه‌گذارهای محقق شده** سرمایه‌گذاری‌هایی هستند که به مرحله خروج رسیده و یا در شرکتهایی هستند که هم اکنون منحل شده‌اند، و **سرمایه‌گذارهای محقق نشده** نیز سرمایه‌گذاری در شرکت‌های موجود است که هنوز به

مرحله خروج نرسیده‌اند و به عبارت دیگر در جریان هستند. سپس ما به تعریف مبنای هزینه یک سرمایه‌گذاری می‌پردازیم که برابر است با سرمایه‌گذاری اصلی به دلار. در نهایت ما به تعریف سرمایه پرداخت شده به عنوان مبنای سرمایه‌گذاری برای تامین مالی می‌پردازیم که قبلاً به صندوق پرداخت شده و سرمایه پرداخت شده خالص نیز برابر با سرمایه پرداخت شده منهای مبنای هزینه اصلی در سرمایه‌های محقق شده خواهد بود. این تعریف آخر از همه تعاریف برای ساختارهای جایگزین دستمزدها مناسب‌تر خواهد بود چون معمولاً حدود ۴۳ درصد منابع مالی VC در داده‌های سرمایه‌گذاری از این قاعده پیروی می‌کنند. این سیستم چندگانه انگیزه شرکت‌ها را برای سرمایه‌گذاری بیش از اندازه در سال‌های اول به حداقل می‌رساند چون برای یک دوره، دستمزدها هنوز به صورت ثابت می‌باشد. همچنین به دلیل وابسته بودن به مبنای هزینه سرمایه‌گذاری، نیازی به برآورد ارزش بازار ندارد. دو نکته شایان ذکر دیگر نیز وجود دارد. اول اینکه اگرچه دستمزد مدیریت بیشتر هزینه‌های عملیاتی را پوشش می‌دهد اما آنها نمی‌توانند همه هزینه‌ها را در برگیرند و LP ها این مساله را در می‌یابند که بخشی از سرمایه قابل تخصیص آنها ممکن است در راه‌های دیگر مورد استفاده قرار می‌گیرند. دیگر هزینه‌های عملیاتی اضافی که به صندوق وارد می‌شود ممکن است در برگیرنده هزینه‌های سازمانی برای ایجاد و برنامه‌ریزی یک تامین مالی، هزینه معاملات و انواع خاصی از هزینه‌های خدمات تخصصی باشد. دوم اینکه در محاسبات ما این فرض در نظر گرفته شده است که بعد از خروج، عواید آن، نمیتوان مجدداً در آن شرکت سرمایه‌گذاری کرد. اما از نظر تئوری بیشتر قراردادهای این امکان را برای GP ها فراهم می‌آورند تا قوانین سرمایه‌گذاری مجدد را محدود.

۲,۳,۲. سود انتقالی (جبرانی)

شکل دیگر پاداش مالی VC بصورت سود انتقالی می‌باشد که غالباً به آن با عنوان سود انتقالی اشاره می‌شود. سود انتقالی این امکان را برای GP ها فراهم می‌آورد تا در سودهای منابع مالی شراکت داشته باشند و از نظر

تاریخی بزرگ‌ترین بخش پاداش مالی GP را به خود اختصاص داده است. ایده اصلی آن نیز بسیار ساده است: اگر سرمایه‌گذاران ۱۰۰ میلیون دلار را سرمایه‌گذاری کنند و مجموع مبلغ هنگام خروج و فروش آن شرکت به ۲۰۰ میلیون دلار برسد آنگاه کل سود برابر می‌شود با:

$$M_{100}\$ = M_{200}\$ - M_{100}\$$$

اگر چنین حالتی وجود داشته باشد آنگاه GP با ۲۰ درصد سود انتقالی

میزان ۲۰ میلیون دلار را دریافت خواهد کرد. در واقع این مثال ساده چیزهایی که ما در مورد سود انتقالی نیاز داریم بدانیم را در اختیار ما قرار می‌دهد. اما معمولاً تغییراتی در سطح درصد سود انتقالی و مبنای آن (مبنای انتقالی)، زمان بندی سود انتقالی، بازگشت سود دارای اولویت، و بازدهی‌ها اتفاق می‌افتند. این اصطلاحات در پاراگراف‌های بعد توضیح داده خواهد شد. مهم‌ترین تغییرات در ارتباط با سطح درصد سود انتقالی می‌باشند. درصد بالایی از تمام شرکت‌های VC معمولاً ۲۰ درصد سود انتقالی دریافت می‌کنند و داده‌های سرمایه‌گذاری نشان می‌دهد که ۹۵ درصد منابع مالی VC دارای ۲۰ درصد سود انتقالی بوده‌اند. در واقع ۲۰ درصد سود، نقطه محوری در کل سرمایه‌صنعت بخش‌های خصوصی و برای بسیاری از دیگر ساختارهای شراکتی در صنعت سرمایه‌گذاری می‌باشد. در این خصوص، بعضی تحلیل‌گران صنعتی به عملکردهایی در صنعت گاز و نفت در اوایل قرن ۲۰ اشاره دارند و دیگر تحلیل‌گران به فعالیتهای تجار ونیزی در اواخر قرون وسطی به عنوان نقطه آغاز این فلسفه، اشاره می‌کنند.

از سوی دیگر برخی گزارش‌های تحلیل‌گران سرمایه‌های خصوصی به این نکته اشاره داشته‌اند که تعدادی از GP ها در تامین مالی VC سودهای انتقالی به میزان‌های ۲۵ یا ۳۰ درصد دریافت کرده‌اند. برخی از این سودهای انتقالی به این صورت است که از ابتدا قرارداد اصلی بر مبنای ۲۰ درصد بسته می‌شود اما اگر بازده سرمایه‌گذاری از حدی خاص تجاوز نماید، آنگاه درصدی مازاد نیز به عنوان سود انتقالی پرداخت می‌شود.

همچنین نوساناتی نیز در مبنای این سودها وجود دارد. اکثر این شرکت‌ها سوددهی را به عنوان مابه‌التفاوت بین میزان مبالغ فروش شرکت‌ها در هنگام خروج و سرمایه تعهد شده در نظر می‌گیرند. در حقیقت سرمایه تعهد شده به عنوان مبنای استاندارد محاسبات در ۹۴ درصد از VCها در نظر گرفته شده است.

سطح و مبنای سود انتقالی مهمترین عامل‌های تعیین کننده اصلی برای میزان کل سود انتقالی GP به دلار میباشند. در حقیقت این شرایط هستند که مشخص می‌کنند عواید سهم سود بین GP ها و LP ها چگونه تسهیم می‌شوند. به علاوه چندین روش ممکن هم برای تعیین زمان‌بندی سودهای انتقالی وجود دارد. اگرچه این روش‌ها معمولاً بر سهم کلی سود دریافت شده بوسیله GP تاثیر نمی‌گذارند اما بر این مساله تاثیر می‌گذارند که این سود در چه زمانی بدست خواهد آمد. از آنجا که اصول اولیه مالی بر این مبنا هستند که ارزش فعلی پول بیشتر از آینده خواهد بود بنابراین GP ها روش‌هایی را ترجیح می‌دهند که به آنها این امکان را میدهد تا سهم سود را هر چه زودتر دریافت کنند.

روشی که با LP ها بیشتر از همه به آن علاقه دارند بر این مبنا می‌باشد کل مبلغ اولیه پیش از آنکه سود انتقالی پرداخت شود، به آنها بازگشت داده شود. این روش حدوداً به وسیله ۲۵ درصد از شرکتها در تامین مورد استفاده قرار گرفته است. برای مشاهده چگونگی زمان‌بندی این موارد فرض کنید که این روش برای نمونه ذیل. مورد استفاده قرار گرفته است. در این مثال ما این فرض را در نظر گرفته‌ایم که دو ساختار برای سود انتقالی وجود دارد. ساختار ۱ با ۲۵ درصد سود انتقالی و بر مبنای سرمایه تعهد شده، و ساختار ۲ با ۲۰ درصد سود انتقالی و بر مبنای کل سرمایه، قابل تخصیص. در قسمت B از این مثال ما به این مساله پی می‌بریم که کل سود خروج ۲۰۰ میلیون دلاری به ایجاد ۲۵ میلیون دلار سود انتقالی در هر دو ساختار منجر می‌شود و در حقیقت ۱۷۵ میلیون دلار باقی مانده به LP ها پرداخته خواهد شد. اگرچه تقسیم این ۲۰۰ میلیون دلار در هر دو مورد مشابه می‌باشد اما زمان‌بندی آن یکسان نمی‌باشد. بر اساس ساختار ۱ LP ها کل سرمایه‌گذاری اولیه

خود یعنی ۱۰۰ میلیون دلار را قبل از خروج دریافت خواهند کرد. بنابراین GP ها اولین مبلغ بازگشت سرمایه خود را بر اساس ساختار دوم سریع تر به دست می آورند و در حقیقت ساختار دوم همیشه نسبت به ساختار اول، سود انتقالی بیشتری پرداخت می کند.

برای درک روش های جایگزین برای زمان بندی سود انتقالی، ما باید از تعریف سرمایه گذاری پرداخت شده و مفاهیم مربوط به سرمایه مشارکتی استفاده می کنیم که مورد دوم با عنوان بخشی از سرمایه تعهد شده تعریف شده است که قبلا از LP ها به GP ها انتقال داده شده است. بنابراین سرمایه به کار گرفته شده برابر با سرمایه پرداخت شده به اضافه کلیه دستمزدهای مدیریت پرداخت شده در زمان مقرر می باشد. مشابه با سرمایه پرداخت شده خالص، سرمایه مشارکتی خالص نیز برابر سرمایه مشارکتی منهای هزینه های اولیه در سرمایه های محقق شده خواهد بود. بر اساس داده های مربوط به سرمایه گذاری، ۷۵ درصد VC ها شکل هایی از توزیع سود انتقالی زودهنگام را فراهم می آورند. چنین روشی تنها نیازمند بازگشت سرمایه پرداخت شده و یا سرمایه مشارکتی قبل از بدست آمدن هرگونه سود انتقالی است. روش دیگری که تا حدی بین این دو قرار دارد روشی است که نیازمند بازگشت سرمایه پرداخت شده یا سرمایه گذاری مشارکتی به اضافه سودهای دارای اولویت می باشد. این مساله نسبتا متداول می باشد و در حدود ۴۵ درصد از VC ها از این روش استفاده می کنند.

سودهای دارای اولویت - که به آنها سود ممتاز یا حداقل نرخ بازگشتی گفته می شود - عامل تاثیرگذار دیگری بر روی زمان بندی سود انتقالی می باشد. در زمان وجود حداقل بازده مورد انتظار، GP یک نرخ بازگشت تعیین شده را برای LP ها تعیین می کند و پرداخت این نرخ حتی قبل از دستیابی GP ها به هرگونه سود انتقالی خواهد بود. داده های مربوط به سرمایه گذاری ها مشخص می کند که ۴۵ درصد از VC ها یک نوع تضمین را برای بازگشت سود دارای اولویت ارائه کرده اند. در بین این نوع تامین مالی، ۸ درصد بازده

(در هر سال) از متداول‌ترین درصدهای پرداختی مورد علاقه سرمایه‌گذاران بوده بطوریکه ۷۱ درصد از کل شرکتها این رقم را انتخاب کرده‌اند و بقیه آنها بین ۵ تا ۱۰ درصد را برگزیده‌اند. سودهای دارای اولویت در صندوق‌هایی که بر سرمایه‌گذاری مرحله اول تاکید دارند نسبتاً کم هستند اما در صندوق‌هایی که بر مرحله سرمایه‌گذاری نهایی تاکید دارند بسیار رایج می‌باشد. اما این مساله حائز اهمیت می‌باشد که سود دارای اولویت معمولاً تنها بر زمان‌بندی تاثیر می‌گذارد اما تاثیری بر روی کل سود انتقالی ندارد. اکثر این سودهای انتقالی دارای بند تشویقی می‌باشند که برای GP ها در صورتی که حداقل بازده مورد انتظار را فراهم می‌کنند، سهم بیشتری از سودها را فراهم می‌آورد. به عنوان نمونه‌ای از سودهای دارای اولویت همراه با بند تشویقی، یک صندوق ۱۰۰ میلیون دلاری را در نظر بگیرید که دارای ۲۰ درصد سود انتقالی می‌باشد، مبنای آن تمام سرمایه‌های تعهد شده می‌باشد، حداقل بازده مورد انتظار ۸ درصد و بند تشویقی آن ۱۰۰ درصد می‌باشد. ما مسائل را خیلی ساده در نظر می‌گیریم و فرض می‌کنیم که تمام سرمایه‌های تعهد شده در همان روز اول پرداخت شده و کل سودها در زمان خروج ۱۲۰ میلیون دلار می‌باشد و ۱۰۸ میلیون دلار آن دقیقاً یک سال پس از سرمایه‌گذاری اولیه به دست می‌آید، ۲ میلیون دلار در سال بعدی و ۱۰ میلیون دلار هم در سال بعدتر حاصل خواهد شد. بر اساس این قوانین، تمام ۱۰۸ میلیون دلار سود حاصله به LP ها پرداخت خواهد شد. این نحوه توزیع دقیقاً منطبق با ۸ درصد حداقل نرخ بازده مورد انتظار برای LP است که بر مبنای ۱۰۰ میلیون دلار سرمایه تعهدی پرداخت می‌گردد. در سال بعد، قوانین بند تشویقی، به این معنا می‌باشد که کل دو میلیون دلار درآمد، به GP ها خواهد رسید. پس از توزیع این سودها آنها ۲۰ درصد (۲ میلیون دلار) را از کل ۱۰ میلیون دلار دریافت می‌کنند و برای توزیع نهایی، ۱۰ میلیون دلار، به دو قسمت ۸ میلیون دلار برای LP ها و ۲ میلیون دلار برای GP ها تقسیم بندی خواهد شد. در سایر موارد غیر از این مثال ساده، محاسبات بدون وجود کامپیوتر بسیار مشکل خواهد گردید.

در نهایت، در بعضی از صندوق‌ها، تنها نیاز به بازگشت تنها قسمتی از سرمایه مشارکتی (یا سرمایه پرداخت شده) هستند. برای مثال، یک روش متداول این است که نیازمند برگرداندن تمام هزینه‌ها بر مبنای سرمایه‌گذاری محقق شده به اضافه تمام دستمزدهای مدیریت براساس تاریخ می‌باشد. این روش در اکثر موارد با روشی دیگر به نام تست ارزش متعارف ترکیب می‌شود. لازمه این تست این است که ارزش‌های برآورد شده مابقی سرمایه‌گذاری‌ها در سبد سهام، بیشتر از درصد از قبل تعیین شده (مثلاً ۱۲۰ درصد) هزینه‌های سرمایه‌گذاری باشد. تست ارزش منصفانه در میان حدود ۱۴ درصد از تامین مالی VC ها به کار رفته است. پرداخت زود هنگام سود انتقالی ممکن است دارای عواقب بدی هم باشد و این امر زمانی اتفاق می‌افتد که بازدهی سرمایه‌گذاری در ابتدای دوره مناسب باشد اما در طول دوره به تدریج کم شود. برای مثال فرض کنید که یک تامین مالی ۱۰۰ میلیون دلاری دارای ۲۰ درصد سود انتقالی بر مبنای کل سرمایه تعهد شده می‌باشد، اما زمانی اجازه پرداخت سود انتقالی را می‌دهد که مبلغ سرمایه مشارکتی بازگشته باشد.

مثال ۲،۳: کمپانی Owl Ventures تامین مالی خود را تا ۵۰۰ میلیون دلار افزایش داده است. شرایط پرداخت سود انتقالی و بازده سرمایه‌گذاری به شرح زیر است:

توزیع سود بر اساس نوع مشارکت بر اساس اولویت زیر انجام خواهد شد:

الف: ۱۰۰ درصد برای شرکای دارای سهام مسئولیت محدود تا زمانی که آنها به میزانی برابر با سرمایه مشارکتی دست پیدا کنند.

ب: ۷۵ درصد برای شرکای دارای سهام محدود و ۲۵ درصد برای شرکای عمومی یا GP.

شکل ۲,۶: شرایط محدودکننده تامین مالی شرکت های VC

درصد از قراردادها

شرح

محدودیت های مربوط به مدیریت سرمایه

۷۷,۸	محدودیت در حجم سرمایه گذاری در هر یک از شرکت ها
۹۵,۶	محدودیت در استفاده از بدهی از شرکا
۶۲,۲	محدودیت در سرمایه گذاری مشترک توسط سازمان در مورد تامین مالی های اولیه یا ثانویه
۳۵,۶	محدودیت در سرمایه گذاری مجدد از سود سرمایه مشارکت

محدودیت های مربوط به فعالیتهای شرکای عام یا GP

۷۷,۸	محدودیت در سرمایه گذاری مشترک توسط شرکای عام
۵۱,۱	محدودیت فروش منافع مشترک توسط شرکای عام
۸۴,۴	محدودیت در افزایش سرمایه توسط شرکای عام
۱۳,۳	محدودیت در سایر فعالیتهای شرکای عام
۲۶,۷	محدودیت در افزایش تعداد شرکای عام

قراردادهای مربوط به نوع سرمایه گذاری

۶۲,۲	محدودیت در سرمایه گذاری در تامین مالی سرمایه گذاران دیگر
۶۶,۷	محدودیت در سرمایه گذاری در اوراق بهادار عمومی
۶۰	محدودیت در خرید یکپارچه اهرمی (خرید تمامی سهام شرکت دیگر از طریق استقراض)
۴۴,۴	محدودیت در سرمایه گذاری در اوراق بهادار خارجی
۳۱,۱	محدودیت در سرمایه گذاری در طبقه های دیگر دارایی
۴۵	تعداد کل قراردادهای مشارکت در نمونه آماری

میانگین تعداد طبقات قرارداد

۲,۹

میانگین تعداد طبقات قرارداد (که توسط اندازه تامین مالی، وزن دهی شده است) ۸,۴

۲,۳,۳ تعهدات محدود کننده

تامین مالی VC تعهدی بلند مدت است. LP ها تامین سرمایه را تضمین کرده‌اند در حالیکه هیچ پیمانی برای بازگشت پول آنها وجود ندارد و حتی کنترل کمی نیز بر روی فعالیت‌های سرمایه‌گذاری GP ها وجود دارد. در طول زمان LP ها از انواع قراردادهای محدود کننده استفاده کرده‌اند تا این مساله‌ها را حل کنند و یا حداقل کاهش دهند. گومپرز و لرنر (۱۹۹۶) تنها تحقیق علمی در خصوص قراردادهای محدود کننده را انجام داده‌اند. آنها قراردادهای و قوانین را به سه طبقه کلی تقسیم می‌کنند: ۱) محدودیت‌هایی در مورد مدیریت صندوق ۲) محدودیت‌هایی در مورد فعالیت‌های GP ۳) محدودیت‌هایی در مورد نوع سرمایه‌گذاری‌ها. محدودیت‌های مشابهی در ۷۸ درصد همه صندوق‌های نمونه بررسی شده وجود دارد. اما چرا LP ها بر این محدودیت‌ها تاکید دارند؟ یک پاسخ واضح به این پرسش این است که "برای اینکه ریسک را کاهش دهند". اما این پاسخ راضی کننده نمی‌باشد. معمولاً سرمایه‌گذار در منابع مالی VC یک سرمایه‌گذار سازمانی بزرگ می‌باشد که تنها بخش کوچکی از سرمایه خود را به هر یک از VC ها اختصاص می‌دهد. در حقیقت درصدی بین ۲۵ درصد یا ۵۰ درصد اختصاص داده شده به هر شرکت، خیلی نمیتواند بر ریسک سبد سهام عظیم آنها تاثیرگذار باشد در عوض توجه اصلی برای ایجاد محدودیت‌های سرمایه‌گذاری در ارتباط با انگیزه‌های GP ها می‌باشد به خصوص انگیزه‌هایی که به وسیله سود انتقالی ایجاد شده است

همین نگرش میتواند به ما کمک کند تا محدودیت‌های متداول را در مورد منابع مالی که از طریق بدهی به دست می‌آید درک کنیم (۹۶ درصد تامین مالی نمونه بررسی شده). با در نظر گرفتن بدهی، تامین مالی ممکن است میزان سود قابل بازگردان را در سبد سهام افزایش دهد اما باعث افزایش ریسک نیز می‌شود. یکی دیگر از محدودیت‌های رایج، محدودیت‌های موجود بر سرمایه‌گذاری‌های مشترک در تامین مالی‌های اولیه یا ثانویه می‌باشد که رقم ۶۲ درصد از نمونه بررسی شده را به خود اختصاص داده است. LP ها ممکن است

چنین محدودیتی را برای جلوگیری از سوء استفاده از عملکرد سایر صندوق‌ها وضع کنند زیرا ممکن است چنین حالتی، در زمان افزایش سرمایه GP ها به وفور انجام گیرد. برای مثال فرض کنید که EBV سعی می‌کند تا تامین مالی خود را افزایش دهد در حالی که در سومین سال سرمایه‌گذاری خود قرار دارد و هنوز هفت سال تا پایان کل دوره سرمایه‌گذاری باقی مانده است. حالا که افزایش بودجه ادامه پیدا می‌کند، LP ها به بررسی دقیق تامین مالی قبلی می‌پردازند در حالی که هنوز انتظار زیادی از عملکرد تامین مالی جدید ندارند. طبقه بندی دوم ما در مورد قراردادها، شامل محدودیت‌هایی برای فعالیتهای GP می‌شود. به طور کلی قراردادها در این طبقه به این منظور برنامه ریزی شده‌اند تا این اطمینان به وجود بیاید که توجه GP هنوز بر روی کل سبد سهام متمرکز می‌باشد. در این جا مساله این است که GP ها ممکن است بیش از اندازه بر روی چند سرمایه‌گذاری با سرمایه شخصی خود تاکید داشته باشند در حالی که دیگر سرمایه‌گذاری‌ها را نادیده می‌گیرند. در این حالت ممکن است آنها از سرمایه، تنها به عنوان فرصتی برای ایجاد سرمایه‌گذاری‌های بزرگتر برای خودشان استفاده کنند. یک روش برای محدود کردن این عملکرد این است که LP ها بر این مساله اصرار داشته باشند که سرمایه‌گذاری‌های شخصی GP نباید از حدی خاص تجاوز کند. روش دیگر این است که GP ها را از سرمایه‌گذاری مجدد منع کنیم تا زمانی که هنوز سرمایه مربوط به تامین مالی فعلی را پرداخت نکرده‌اند. طبقه سوم قراردادها شامل ایجاد محدودیت برای GP ها است تا بر آن سرمایه‌گذاری‌هایی متمرکز شوند که به خاطر آن دستمزد می‌گیرند. در حقیقت LP ها دوست ندارند مشاهده کنند که یک GP که برای سرمایه‌گذاری ریسک پذیر تامین مالی شده است، به سراغ سایر روشهای تامین مالی مانند خرید سهام عمومی یا بدهی برود.

خلاصه بخش

صندوق VC، که به عنوان یک شراکت با مسئولیت محدود سازماندهی شده است، ابزار اصلی برای سرمایه‌گذاری VC ها می‌باشد. شرکای عام (GP) یک شرکت VC، خودشان نیز به صورت یک شرکت VC می‌باشد و شرکای دارای سهام مسئولیت محدود (LPs) معمولاً به صورت سرمایه‌گذاران سازمانی با منابع مالی صندوقهای بازنشتگی هستند که تنها نیمی از کل سرمایه تعهد شده را در صنعت تامین می‌کنند. در دوره پس از رونق اقتصادی حدود ۹۰۰ شرکت VC فعال و ۱۸۰۰ عدد تامین مالی توسط این VC ها وجود داشت. هزینه GP ها بوسیله دستمزدهای مدیریت و سودهای انتقالی جبران می‌شود. معمولاً این دستمزد مدیریت حدود ۲٫۰ درصد در هر سال می‌باشد که بر مبنای سرمایه تعهد شده محاسبه می‌شود. کسود انتقالی نیز معمولاً ۲۰ درصد از کل سود سرمایه‌گذاری می‌باشد. این ساختار جبران هزینه، برای متعادل کردن انگیزه‌های GP و LP می‌باشد. برای دستیابی به تعادلی بهتر در انگیزه ها نیز معمولاً LP ها به محدود کردن GP ها از طریق بیان شرایطی خاص در قراردادهای مکتوب می‌پردازند.

فصل سوم

سرمایه‌گذاری خطرپذیر در ایران

با وجود آنکه پارک‌های علمی و فناوری و شهرک‌های تحقیقاتی و مراکز رشد از سالهای ۱۳۸۰ خورشیدی (۲۰۰۲ میلادی) در کشور پا گرفت و روز به روز بر تعداد آنها افزوده شد، به جز مقاله‌ای که در سال ۱۳۷۹ در سمیناری دربانک سپه توسط جناب آقای دکتر عبده تبریزی دبیر کل سابق سازمان بورس اوراق بهادار تهران ارائه گردید، مقاله یا فعالیتی هرچند اسمی و اولیه در حوزه سرمایه‌گذاری خطرپذیر در کشور به ثبت نرسیده بود. به تدریج این موضوع که سرمایه‌گذاری خطرپذیر روشی جدید برای تامین مالی طرح‌های کارآفرینی و نوآورانه است، در داخل کشور مطرح شد و لایحه‌هایی نیز از سوی سازمان مدیریت و برنامه ریزی کشور به هیئت وزرا برده شد که بر اساس آن سالانه ردیف بودجه معینی به صورت کلی تعریف می‌شود.

صنعت سرمایه‌گذاری خطرپذیر طی سال‌های بعد به تدریج در چندین سازمان و مرکز علمی کشور به طور جدی مورد توجه قرار گرفت. در نخستین و دومین همایش سرمایه‌گذاری خطرپذیر که به همت جهاد دانشگاهی دانشگاه تهران در سالهای ۱۳۸۳ و ۱۳۸۴ برگزار گردید، مراکزی از جمله موسسه توسعه فناوری نخبگان به نمایندگی از دفتر همکاری‌های فناوری ریاست جمهوری، سازمان مدیریت و برنامه‌ریزی کشور، سازمان گسترش و نوسازی صنایع ایران، مرکز صنایع نوین ایران، سازمان همیاری اشتغال جوانان، بانک کشاورزی، شرکت سرمایه‌گذاری تدبیر، شرکت سرمایه‌گذاری ملی ایران، بنیاد توسعه فردا، دانشگاه‌های صنعتی شریف، تهران و امام صادق(ع) و سایر سازمانها و نهادهای مالی، به ارائه دست‌آوردهای تحقیقاتی خویش و تبادل اطلاعات پرداختند. پس از آن برخی از سازمانها و نهادهایی که وظیفه حمایت از طرح‌های تحقیقاتی و کارآفرینی را داشتند سرمایه‌گذاری خطرپذیر را در دستور کار خود قرار دادند، اما عملکرد آنها تاکنون پیشرفت چندانی را در این زمینه نشان نمی‌دهد. چندین نهاد و صندوق مالی هم صرفاً با رویکرد سرمایه‌گذاری خطرپذیر تشکیل شدند. دولت و مجلس هم در بندهایی از قوانین مصوب خود اشاره‌ای به این

صنعت داشته اند که متأسفانه بسیار اندک بوده و در جهت رفع موانع موجود و توسعه این صنعت راه گشا نمی باشند.

در همین رابطه خالی از فایده نیست که نگاهی به روش های رایج تأمین مالی در کشور داشته باشیم:

روش های رایج تأمین مالی در کشور

نهادهای مالی کشور از روش های مفید زیر در تأمین مالی بنگاه ها بهره می گیرند:

سرمایه گذاری مستقیم: سرمایه لازم برای اجرای طرح های تولیدی و یا عمرانی سودآور که از طریق سرمایه گذاری مستقیم بانک تأمین می گردد.

مشارکت مدنی: در آمیختن سهم الشرکه نقدی و یا غیر نقدی متعلق به اشخاص حقیقی یا حقوقی متعدد، به نحو مشاع برای انجام کارهای انتفاعی به مدت محدود، طبق قرارداد. این نوع مشارکت که معمولاً بانکها انجام میدهند، مبتنی بر قرارداد بوده و برای مدت کوتاه انجام گرفته و وثائق لازم از متقاضی اخذ می گردد.

مشارکت حقوقی: مشارکت حقوقی یکی از ابزارهایی است که در جهت تأمین قسمتی از سرمایه واحدهای تولیدی، بازرگانی و خدماتی در شرف تأسیس و یا دایر به کار گرفته می شود.

مضاربه: عقدی جایز است که به موجب آن یکی از طرفین (مالک) عهده دار تأمین سرمایه نقدی می گردد، با قید اینکه طرف دیگر (عامل) با آن تجارت کرده و در سود حاصله هر دو طرف شریک باشند.

قرارداد سلف: پیش خرید محصولات تولیدی به قیمت معین می باشد. بانک به منظور ایجاد تسهیلات لازم جهت تأمین سرمایه در گردش واحدهای تولیدی مبادرت به پیش خرید محصولات تولیدی آنها می نماید. این فرآیند با پرداخت وام از طریق بانک صورت میگیرد و مشارکتی در کار نیست.

مزارعه: عقدی است که به موجب آن یکی از طرفین، زمین مشخصی را برای مدت معینی به طرف دیگری دهد تا آنرا زراعت نموده و حاصل را تقسیم کنند. طرف اول مزارع و طرف دیگر عامل نامیده می شود.

مساقات: معامله ای است بین صاحبان درختان مثمر (درختانی که از برگ استفاده نمایند و میوه مال صاحبان و یادراختیار وی باشد) و عاملی که تربیت و آبیاری و نگهداری این درختان را برعهده می گیرد.

قرض الحسنه: عقدی است که به موجب آن بانک به عنوان قرض دهنده مبلغ معینی را طبق شرایط مقرر به اشخاص حقیقی یا حقوقی به عنوان قرض گیرنده به قرض واگذار می نماید.

بررسی ها نشان می دهد نهادهای مالی کشور، در چارچوب روشهایی که در بالا ذکر گردید، فقط در فضاهای غیرریسکی وارد شده و با اخذ وثیقه های لازم میزان مخاطره خود را به حداقل می رسانند. همچنین عقود عقدی که در قالب آن نهادهای مالی فعالیت می کنند، عقود مبتنی بر شریعت اسلامی هستند و در نهایت همان اعطای وام بابت بهره و اخذ وثیقه می باشد. همچنین در صورت ایجاد مشارکت، چه حقوقی و مدنی و چه مستقیم، این نوع مشارکت آنها کوتاه مدت بوده و از طرفی با اخذ وثائق، ریسک خود را به حداقل می رسانند.¹

قوانین سرمایه گذاری خطرپذیر در ایران

مواد قانونی زیر، قوانینی می باشند که صریحاً به سرمایه گذاری خطرپذیر و الزام آن در توسعه فناوری و نوآوری کشور پرداخته اند:

قانون برنامه چهارم توسعه بخش اول، فصل سوم، ماده 40 بند ب:

«در جهت افزایش توان رقابت پذیری بنگاه های فعال در صنایع نوین، اقدامات ذیل انجام پذیرد:

استیری روح ا...، تأمین مالی بنگاه های تازه تأسیس دانش بنیان از طریق ایجاد صندوق سرمایه گذاری خطرپذیر، پارک فناوری پردیس

۱- مناطق ویژه صنایع، مبتنی بر فناوری‌های برتر را در جوار قطب‌های علمی - صنعتی کشور و در مکان‌های مناسب ایجاد نماید.

۲- شهرک‌های فناوری را در مکان‌های مناسب ایجاد نماید.

۳- به سرمایه‌گذاری بنگاه‌های غیردولتی از طریق سرمایه‌گذاری‌های مشترک، ایجاد و توسعه نهادهای تخصصی، تأمین مالی فناوری و صنایع نوین از قبیل نهاد مالی سرمایه‌گذاری خطرپذیر کمک نماید.

۴- مؤسسات پژوهشی لازم را برای توسعه فناوری‌های پیشرفته و جدید از طریق مشارکت شرکتها و بنگاه‌های اقتصادی با مراکز پژوهشی (آموزش عالی) کشور ایجاد نماید.»

قانون بودجه سال ۱۳۸۴، تبصره ۴، بند الف:

«به منظور حمایت از سرمایه‌گذاری خطرپذیر در صنایع نوین، اجازه داده می‌شود حداکثر پنجاه درصد (۵۰٪) از تسهیلات اعطایی در قالب اعتبارات طرحهای کمک به توسعه صنایع نوین و کمک به ایجاد واحدهای نمونه طراحی و تولید تراشه در صنعت میکروالکترونیک در قالب برنامه کمک‌های فنی و اعتباری به بخش خصوصی و تعاونی شامل اصل، سود و کارمزد تسهیلات اعطایی در چارچوب آیین‌نامه‌ای که بنا به پیشنهاد مشترک سازمان مدیریت و برنامه‌ریزی کشور و وزارت صنایع و معادن به تصویب هیأت وزیران خواهد رسید، بلاعوض گردد.»

هیأت وزیران بنا به پیشنهاد مشترک سازمان مدیریت و برنامه‌ریزی کشور و وزارت صنایع و معادن و به استناد بند «الف» تبصره ۴ قانون بودجه سال ۱۳۸۴ کل کشور، آیین‌نامه اجرایی بند یاد شده را

تصویب نموده است که در آن نحوه اعطای تسهیلات و حمایت از سرمایه گذاری خطرپذیر را مشخص می نماید.

قانون بودجه سال ۱۳۸۳ تبصره ۱۹ - بند ت (مربوط به صنعت، معدن و بازرگانی):

«حداکثر پنجاه درصد (۵۰٪) از اعتبارات طرح های کمک به توسعه صنایع نوین و کمک به ایجاد واحدهای نمونه طراحی و تولید تراشه در صنعت میکروالکترونیک می تواند به صورت سرمایه گذاری خطرپذیر منظور گردد و در چارچوب ضوابط یک به بنابه پیشنهاد سازمان مدیریت و برنامه ریزی کشور و وزارت صنایع و معادن به تصویب هیأت وزیران خواهد رسید، بلاعوض گردد.»

نقشه جامع علمی کشور در حوزه سلامت (مرداد ۸۷ نسخه غیر قابل استناد):

« اعطای ۱۵۰۰ وام خطرپذیر به طرح های مرتبط در حوزه های اولویت دار در هر سال » در این نقشه پیش بینی شده است.

ماده ۱۸ قانون برنامه پنج ساله پنجم توسعه جمهوری اسلامی ایران (۱۳۹۴ - ۱۳۹۰)

دولت به منظور گسترش حمایت های هدفمند مادی و معنوی از نخبگان و نوآوران علمی و فناوری اقدامات زیر را انجام دهد:

الف - ارتقاء منزلت اجتماعی از طریق فرهنگ سازی

ب - تسهیل در ارتقاء تحصیلی و ورود به رشته های تحصیلی مورد علاقه در دوره های قبل و بعد از ورود به دانشگاه

ج - اعطاء حمایت های مالی و بورس تحصیلی از طریق وزارتخانه های علوم، تحقیقات و فناوری و بهداشت، درمان و آموزش پزشکی و بنیاد ملی نخبگان

د - هدایت تحصیلی در زمینه‌ها و رشته‌های اولویت‌دار مورد نیاز کشور

هـ - برقراری بیمه تأمین اجتماعی و بیمه پایه سلامت فرد و خانواده وی

و - رفع دغدغه خطرپذیری مالی در انجام مراحل پژوهشی و امور نوآورانه

ز - حمایت از تجاری‌سازی دستاوردهای آنان

ح - تقویت ابعاد معنوی، بصیرت‌افزایی، خودباوری و تعلق ملی

ط - ایجاد و تقویت مراکز علمی، تحقیقاتی و فناوری توانمند در تراز بین‌المللی و با امکانات خاص در

شاخه‌های مختلف علوم و فنون بنیادی و راهبردی با به‌کارگیری نخبگان و دانشمندان در جهت خلق

دانش، ایده‌های نو و تبدیل علم به ثروت در طول برنامه

ی - ایجاد فرصت‌های شغلی مناسب برای نخبگان و استعداد‌های برتر متناسب با تخصص و

توانمندی‌های آنها و اولویتهای کشور با حمایت از سرمایه‌گذاریه‌های خطرپذیر جهت تبدیل دانش فنی

به محصول قابل ارائه به بازار کار

ک - ایجاد ساز و کارهای مناسب برای افزایش سهم مشارکت انجمن‌های علمی، نخبگان و

استعداد‌های برتر در تصمیم‌سازی‌ها و مدیریت کشور

ل - ایجاد ساز و کار لازم برای مشارکت انجمن‌های علمی، نخبگان و دانشمندان کشور در همایش‌ها،

کنفرانس‌ها و مجامع علمی و پژوهشی بین‌المللی و برتر جهان و بهره‌گیری از توانمندی‌های دانشمندان

و نخبگان ایرانی در جهان و فراهم کردن فرصت‌های مطالعاتی مناسب در داخل و خارج کشور

م - تأمین و پرداخت بخشی از هزینه‌های ثبت جواز امتیاز علمی (patent) در سطح ملی و بین‌المللی و

ایجاد تمهیدات و تسهیلات لازم برای انتشار آثار مفید علمی آنان

ماده ۱۵۱ قانون برنامه پنجساله پنجم توسعه جمهوری اسلامی ایران (۱۳۹۴ - ۱۳۹۰)

الف - به منظور حمایت از سرمایه گذاری خطرپذیر در صنایع نوین به دولت اجازه داده می شود بخشی از سرجمع کل تسهیلات اعطائی سالانه به بخشهای خصوصی و تعاونی که در قالب اعتبارات وجوه اداره شده برای صنایع نوین در بودجه های سالانه منظور می شود شامل سود و کارمزد تسهیلات اعطائی را مورد بخشودگی قرار دهد.

آئین نامه اجرائی این بند مشتمل بر تعریف دامنه شمول صنایع نوین و دستورالعمل بخشودگی به پیشنهاد مشترک وزارت صنایع و معادن، معاونت، اتاق بازرگانی و صنایع و معادن ایران و اتاق تعاون ظرف شش ماه پس از ابلاغ این قانون به تصویب هیأت وزیران می رسد.

ب - عنوان صندوق «حمایت از تحقیقات و توسعه صنایع الکترونیک» به صندوق «حمایت از صنایع نوین» تغییر می یابد. اساسنامه صندوق مزبور به تصویب مجلس شورای اسلامی می رسد.

نقشه جامع علمی کشور

راهبردها و اقدامات ملی متناسب با راهبردهای کلان توسعه علم و فناوری در کشور عبارتند از:

راهبرد کلان ۱:

اصلاح و انسجام بخشیدن به ساختارها و نهادهای علم و فناوری و هماهنگ سازی نظام تعلیم و تربیت در مراحل

سیاست گذاری و برنامه ریزی کلان

راهبرد ملی ۷:

ساماندهی نظام تأمین مالی توسعه علم و فناوری؛

اقدام ملی ۱۷:

حمایت از ایجاد و توسعهٔ بهنگام منابع نهادهای مالی نظام علم و فناوری و نوآوری، از جمله صندوق‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر، صندوق‌های توسعه فناوری، شرکت‌های تامین سرمایه و بانک‌های توسعه فناوری و نوآوری

اقدام ملی ۱۸:

ایجاد بازار فرابورس موسسات و شرکت‌های دانش بنیان و حمایت از ورود آنها به بازار بورس

اقدام ملی ۱۹:

ایجاد شبکه هماهنگی و همکاری فعالیت‌های مالی بین نهادهای تامین مالی علم و فناوری

آسیب‌شناسی سرمایه‌گذاری خطرپذیر^۱

به منظور آسیب‌شناسی صنعت سرمایه‌گذاری خطرپذیر کشور مصاحبه‌های مفصل و ساختارمندی با محوریت سرمایه‌گذاری خطرپذیر با اعضاء اصلی شبکه همکاری صنعت سرمایه‌گذاری خطرپذیر صورت گرفت و به عنوان جمع بندی مصاحبه‌های صورت گرفته می‌توان تحت سرفصل‌های ذیل به آسیب‌های مورد نظر اشاره نمود:

ناقص بودن زنجیره تامین مالی طرح‌های نوآور و شرکت‌های نوپا

در حال حاضر در کشور منابع حمایتی بیشتر بر روی طرح‌های پژوهشی که در مرحله ایده می‌باشند و یا طرح‌های در مرحله ابتدایی تمرکز دارند و این امر سبب شده است حلقه تامین مالی تکمیل نشده و تامین مالی فعلی تنها بر روی تسهیلات با مبلغ کم و به صورت یکسان برای تمام طرح‌ها تاکید نماید از همین رو مشکلات ذیل بروز نموده است:

^۱ مصاحبه ساختارمند با آقایان زرنوخی (مدیرعامل صندوق مالی توسعه تکنولوژی) دباغیان (رئیس موسسه توسعه فناوری نخبگان) و میرامینی (مدیرعامل صندوق توسعه فناوری‌های نوین)

- سقف تسهیلات محدود است. برای بسیاری از پروژه‌ها با این سقف عملاً نمی‌توانند از فرصتشان استفاده نمود.
- در بسیاری از طرح‌ها که نیاز به سرعت، کیفیت و خروجی ابزار VC است به دلیل استفاده از ابزارهای مالی دیگر که بسیاری از ویژگی‌های VC را ندارد عملاً از فرصت بسیاری از طرح‌ها استفاده نمی‌شود.
- سرعت کم ابزارهای مالی فعلی باعث می‌شود پروژه‌ها چرخه عمرشان تمام شود و نتوان با آنها تولید ثروت نمود.
- تکمیل نبودن حلقه ابزارهای تامین مالی سبب شده است بسیاری از پروژه‌ها که از فاز پژوهش خارج می‌شوند تلنبار شوند و بلا تکلیف باقی بمانند و در مواجهه با این طرح‌ها نیز مشکلات زیر وجود دارد:
- پروژه‌هایی که از مرحله پژوهش خارج می‌شوند همه به یک چشم دیده شده و غربال نمی‌گردند. به عنوان مثال پروژه‌ای که یک نفر انجام داده و یا آنکه به صورت جمعی صورت گرفته و یا پروژه‌ای که ۲۰ میلیون نیاز دارد و یا ۱ میلیارد فرقی نمی‌کند و به همه به یک چشم نگاه می‌شود
- به لحاظ روش و ابزار به تمام پروژه‌ها به یک چشم نگاه می‌شود
- مقدار منابع نیز با یکدیگر برابرند به علت آنکه منابع محدود است و متقاضی زیاد عملاً نمی‌توان دسته‌بندی‌های بسیار زیاد نمود.
- به دلیل آنکه اغلب طرح‌هایی که مورد توجه قرار می‌گیرد در مرحله تحقیق و توسعه اولیه قرار دارد. در حمایت‌ها به دنبال دستاورد اقتصادی نیستیم و به همه پول داده می‌شود تا نوآوری خود را اثبات کنند، لذا عملاً شاخص‌های اقتصادی برای این طرح‌ها استفاده نمی‌شود.

آسیب‌ها از منظر کارآفرینان و مجریان طرح‌ها

کارآفرینان و صاحبان ایده به دلایلی که در ذیل به آن اشاره می‌شود به استفاده از روش سرمایه‌گذاری خطرپذیر و مشارکتی رغبت چندانی ندارند و در مواردی نیز که از این روش استفاده می‌نمایند حق و حقوق سرمایه‌گذاران خطرپذیر را رعایت نمی‌کنند:

- منابع اقتصاد دولتی یک نوع رانت است. نرخ تسهیلات به هر میزانی هم که باشد باز از تورم کمتر است.
- پروژه‌های با جذابیت بالا خیلی راغب نیستند وارد مدل VC شوند. و تفاهم رسیدن با آنها سخت است.
- کارآفرینان VC را برای شکست می‌خواهند و در موفقیت خیلی حاضر نیستند VC ها را شریک نمایند در موردهای زیادی دیده شده کار آفرینان هنگام رسیدن به موفقیت پروژه را بشکلی پیش می‌برند که VC را مجبور به خروج از پروژه نمایند.
- کارآفرینان دارای روحیه مشارکت و همکاری مناسب نیستند و در بیشتر موارد به دنبال آن می‌باشند که تمام کارها را از ابتدا تا انتها خودشان انجام دهند.
- کارآفرینان حساب‌گری لازمه را ندارند و صرفاً می‌خواهند تا حد ممکن منابع مالی گوناگون دریافت نمایند و در بسیاری از موارد در اواسط کار با مشکل مواجه می‌شوند و از پس تعهدات خود بر نمی‌آیند.
- کارآفرینان معمولاً نسبت به ارزش ایده و تکنولوژی خود دارای توهم هستند و بسیار بیشتر از آنچه واقعاً ایده‌شان ارزش دارد برای آن قیمت‌گذاری می‌کنند.

- مجریان طرح در بسیاری از موارد افراد فنی و پژوهشی می‌باشند و آنطور که باید توانایی پیش‌برد جنبه‌های دیگر کسب و کار را ندارند. جنبه‌های مدیریتی، بازار یابی و مالی از جمله جنبه‌هایی می‌باشد که کارآفرینان در آن دارای مشکلات بسیار زیادی می‌باشند.

آسیب‌ها از منظر دولت

- در حال حاضر بخش اعظم منابع حمایتی از سوی دولت اعطا می‌شود و در بخش‌های دولتی نیز بیشتر گرایش به هزینه‌کرد در کوتاه‌مدت وجود دارد و زمانی که سیاست‌ها کوتاه مدت باشد گرایش به سوی تسهیلات بیشتر می‌شود و برای آنکه با بانک تفاوت کند با نرخ تسهیلات کمتری می‌دهد و عملاً هیچ فرقی ندارد.
- دولت به منابعی که در بخش طرح‌های نوآور و شرکت‌های نوپا اختصاص می‌دهد به چشم منابع حمایتی نگاه می‌کند و این امر سبب می‌شود ملاحظات اقتصادی طرح‌ها به طور مناسبی لحاظ نشود
- مدیران و سیاست‌های دولتی با تغییرات و ناپایداری‌های زیادی همراه است و این امر سبب می‌شود سرمایه‌گذاران خطرپذیر نتوانند برنامه‌ریزی‌های بلند مدت داشته باشند و برنامه‌های بلند مدت اجرایی نشود.

آسیب‌های قانونی

- در ایران قانون سرمایه‌گذاری خطرپذیر به صورت اختصاصی وجود ندارد، قانون‌های موجود برای بحث دانش‌بنیان و شرکت‌های تحقیق و توسعه است و برای بخش‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر قانون اختصاصی نداریم
- قوانین داخل کشور در زمینه شرکت‌های دانش‌بنیان بیشتر به نفع مجریان و کارآفرینان می‌باشد و زیاد در قوانین منافع سرمایه‌گذاران دیده نشده است و این بدین علت است که چون سرمایه‌گذار اغلب

موارد دولت بوده است برای دولت هم بیشتر جایگاه حمایتی قائل می‌شود و به نوعی وظیفه دولت دیده می‌شود و لذا قوانین آنطور که باید به نفع سرمایه‌گذاران و در جهت حمایت از آنها نمی‌باشد از سوی دیگر بسترهای پشتیبان اجرایی قوانین و حقوق VC نیز فراهم نیست در این زمینه می‌توان به مشکلات ذیل اشاره نمود:

- شرکت با قانون VC تاسیس کنیم به طور مثال در قانون تجارت دیده شود شرکتی تاسیس شود که به هر دلیلی اگر نتوانست موفق شود منحل گردد.
- در ایران فرآیندهای قضایی و حقوقی بسیار وقت گیر و هزینه‌بر است و لذا عملاً نمی‌توان در بسیاری از موارد طرح دعوا کرد و باید به هر شکل مصالحه نمود. به عنوان مثال واخواست یک سفته در ایران ۶ ماه تا یک سال طول می‌کشد
- جو روانی و فضای فرهنگی کشور به گونه‌ای است که عملاً علیه مخترعین و بسیاری از دانشگاہیان نمی‌توان طرح دعوا نمود و حق و حقوق سرمایه‌گذار خطرپذیر را مطالبه نمود
- قوه قضاییه دادگاه‌های تعریف شده‌ای برای دعاوی تجاری و به طور مشخص تر برای پرونده‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر ندارد. اساساً بحث سرمایه‌گذاری خطرپذیر یک بحث دادگاهی نیست و بحث‌های تجاری و معاملاتی دادگاه‌های خاص باید داشته باشند به عنوان مثال اتاق بازرگانی برای دعاوی معاملاتی دارای اتاق داوری است که با تخصص و دقت بالاتر به این موارد می‌پردازد.
- در سرمایه‌گذاری خطرپذیر و به طور کلی تر طرح‌های دانش‌بنیان بسیاری از دارایی‌ها، دارایی غیرمشهود است و نیاز است قوانین و بسترهای حقوقی و قضایی و ادبیات استاندارد در این زمینه شکل بگیرد تا بتواند بسیاری جلوی بسیاری از اختلافات را بگیرد

- احتیاج به وجود کارشناس رسمی دادگستری در زمینه سرمایه‌گذاری خطرپذیر و همچنین هیات داوری مخصوص سرمایه‌گذاری خطرپذیر وجود دارد
- استانداردهای حسابداری برای سرمایه‌گذاری خطرپذیر و اساساً ایده‌های دانش‌بنیان وجود ندارد به عنوان مثال در زمینه فرصت‌ها و امور توسعه‌ای استانداردهای حسابداری وجود ندارد
- روش‌ها و استانداردهای ارزش‌گذاری دارایی‌های نامشهود در کشور ما جا نیافتاده است
- سهام ممتاز و شروطی که نیاز است سرمایه‌گذار خطرپذیر در قراردادها به آن اشاره نماید در کشور جا نیافتاده است و در قانون تجارت و روال‌های حقوقی و قضایی کشور توجه نشده است

نداشتن بانک اطلاعاتی مناسب

- بانک اطلاعاتی در مورد افراد و اعتبار آنها وجود ندارد.
- بانک اطلاعاتی در زمینه طرح‌ها وجود ندارد و در بسیاری از موارد اتفاق می‌افتد که یک طرح از چند جا به دنبال دریافت تسهیلات و حمایت است
- به علت نداشتن بانک اطلاعاتی مناسب از طرح‌ها امکان محاسبه بسیاری از تخمین‌های مورد نیاز برای محاسبات مالی که از طریق تحلیل‌های آماری بدست می‌آید عملاً وجود ندارد.
- نبود بانک اطلاعاتی جامع سبب می‌شود امکان ارزیابی عملکرد سرمایه‌گذاران خطرپذیر به صورت دقیق وجود نداشته باشد
- به علت نبود بانک اطلاعاتی جامع تصمیم‌گیری‌های کلان با مشکل مواجه می‌شود

آسیب‌های زیرساخت‌های موجود

- پارک‌های علم و فناوری، معاونت‌های پژوهشی، مراکز رشد، مراکز کارآفرینی و موسسات تحقیقاتی در فاز شناسایی و بوجود آوردن فرصت نقش ایفا می‌کنند و در مرحله قبل از سرمایه‌گذاری خطرپذیر فعال هستند.
 - مراکز پژوهشی و حمایتی ما خودشان برای آنکه فرصت‌های کسب و کار و طرح‌های مناسب را بیابند جستجو و پیگیری نمی‌کنند بلکه این طرح‌ها و پژوهش‌ها هستند که به آنها مراجعه می‌کنند.
 - ما موسسات حرفه‌ای که نیازسنجی صنعت و اقتصاد کشور را انجام دهند و بتوانند فرصت‌های مناسب را از دل صنعت شناسایی کنند نداریم.
 - ما بسیاری از موسسات حرفه‌ای ارائه دهنده خدمات پشتیبانی برای طرح‌های نوآورانه را نداریم
- موسساتی همچون موارد ذیل:
- موسسات حرفه‌ای ارزیابی موشکافانه ایده‌های نوآورانه.
 - موسسات حرفه‌ای شناسایی بازار و بازاریابی برای محصولات نوآور.
 - انواع مشاوره‌های حرفه‌ای و تخصصی مورد نیاز جهت طرح‌های دانش‌بنیان.
 - موسسات حرفه‌ای بیمه‌ای در زمینه طرح‌های نوآورانه نداریم.
- روش‌های اعتبارسنجی برای افراد و طرح‌ها نداریم
 - سرمایه‌گذاری خطرپذیر را باید از دانش‌بنیان جدا نمود. ولی متأسفانه نهادهای موجود به سرمایه‌گذاری خطرپذیر به چشم شبکه‌سازی و زیرساخت‌های بوجود آمده صرفاً برای حوزه‌های دانشی است و برای حوزه‌های با دانش کمتر شبکه‌سازی مناسبی صورت نگرفته و عملاً سرمایه‌گذاران خطرپذیر از بسیاری از فرصت‌های این حوزه کاملاً محروم می‌باشند.

آسیب‌های فرهنگی و کلان اقتصادی

- سرمایه اجتماعی در کشور در سطح نازلی قرار دارد و اعتماد در وجوه گوناگون آن که در

سرمایه گذاری خطرپذیر مطرح است و تسهیل کننده بسیاری از امور است در سطح پایین قرار دارد.

در این زمینه به موارد ذیل می‌توان اشاره نمود:

- اعتماد افراد به یکدیگر جهت مشارکت

- عدم رغبت کارآفرینان به افزایش افرادی خارج از تیم خود به طرح‌ها

- تیم‌های کامل شکل نمی‌گیرد و از این رو در زمینه‌های بازار و اجرایی مشکلات

عدیده‌ای احساس می‌شود

- اعتماد کارآفرینان به دولت و دولت به کارآفرینان

- نگاه به دولت به عنوان یک بنگاه حمایتی که وظیفه حمایت از ایده‌ها با تسهیلات

قرض الحسنه دارد.

- عدم تمایل کارآفرینان به بازپرداخت بدهی‌های خود به دولت

- اعتماد کارآفرینان به صندوق‌ها و همچنین اعتماد صندوق‌ها به کارآفرینان

اقتصاد درون‌گرا در کشور:

- اقتصاد کشور در حال حاضر با اقتصادهای جهانی ارتباط مناسبی ندارد و از همین رو عملاً امکان

استفاده از بسیاری از فرصت‌ها وجود ندارد. ارتباط با اقتصادهای جهانی از منظرهای ذیل می‌تواند به

رشد سرمایه گذاری خطرپذیر کمک نماید:

- کسب بازارهای بسیار بزرگتر

○ آشنایی با تحولات کشورهای مختلف و آشنایی با دنیای بسیار بزرگتری از ایده‌ها و

فرصت‌های گوناگون

○ جذب منابع مالی جهت توسعه سرمایه‌گذاری خطرپذیر

نبود فرهنگ سرمایه‌گذاری خطرپذیر:

- به علت آنکه در کشور تجربه بالایی در زمینه سرمایه‌گذاری خطرپذیر وجود ندارد هنوز در میان اذهان افراد خصوصیات سرمایه‌گذاری خطرپذیر کامل جا نیافتاده است و در بسیاری از موارد افراد نمی‌توانند بپذیرند که بسیاری از شرکت‌ها شکست می‌خورند. شکست سرمایه‌گذاری‌های خطرپذیر را به معنای ناتوانی مدیریت صندوق‌ها می‌بینند.

عدم تمایز میان کسب و کار و پژوهش:

- در کشور ما و علی‌الخصوص در حوزه شرکت‌های دانش بنیان و امور پژوهشی، مابین طرح پژوهشی و کسب و کار تمایز قائل نمی‌شوند. اکثر صاحبان ایده و نهادهای متولی تنها همت خود را بر تولید محصول جدید صرف می‌نمایند و مسائل بازار و کسب و کار را آن طور که باید در نظر نمی‌گیرند، از همین رو نیاز است در کشور فاصله زیاد اختراع تا کسب بازار و فروش گسترده تجاری مشخص شود.

سنتی بودن جامعه:

- به علت آنکه بخش از جامعه ما افراد سنتی هستند رغبت به سوی محصولات جدید معمولاً با اندکی مقاومت و کندی همراه است.

فصل چهارم

پیشنهادهای تشکیل نهاد VC

با توجه به مطالب گفته شده در فصل‌های قبل و با عنایت به برگزاری جلسات کارشناسی دو جانبه و چند جانبه، و همچنین با پیگیری‌های مدیریت محترم نظارت بر نهادهای مالی سازمان بورس و اوراق بهادار و همچنین معاونت علمی ریاست جمهوری جهت ایجاد بستری برای سرمایه‌گذاری در طرح‌های دارای پتانسیل رشد، ایده‌ها و شرکت‌های دانش‌بنیان، در این فصل طرح‌های پیشنهادی معاونت علمی ریاست جمهوری، سازمان بورس و اوراق بهادار و شرکت مشاوران ارگ آریا عنوان و تحلیل خواهند شد.

در بیان ۳ پیشنهاد مذکور موارد ذیل به عنوان پیش‌فرض پذیرفته شده‌اند:

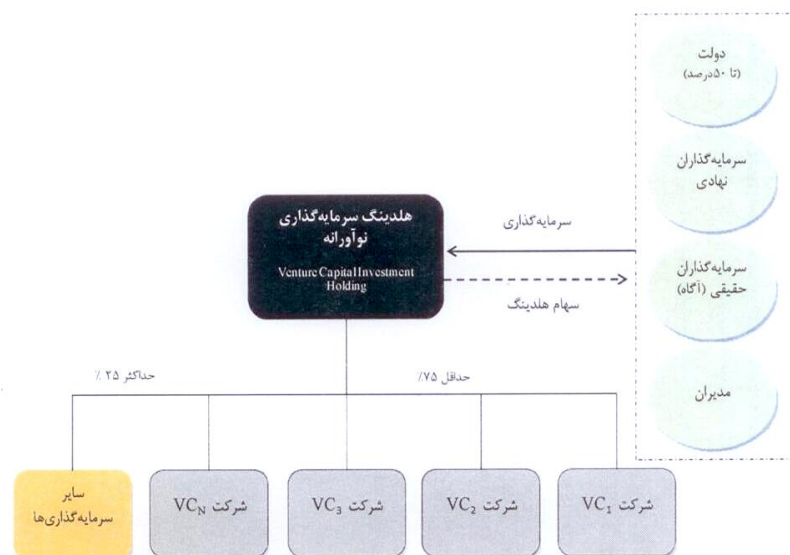
- نهاد مالی پیشنهادی باید طبق قانون، جزئی نهادهای مالی تحت نظارت سازمان بورس و اوراق بهادار باشد.
- چنانچه ساختار نهاد مالی پیشنهادی با ساختارهای نهادهای کنونی سازمان، سازگاری ندارد، سعی در ایجاد کمترین تغییرات در اساسنامه‌های فعلی باشد تا زمان زیادی برای تصویب نهادهای جدید گرفته نشود.
- تایید صلاحیت مدیران این نهادها با سازمان بورس و اوراق بهادار است.
- شرکت‌های فعال کنونی در زمینه VC، ساختار آنها و ظرفیت‌های فعلی آنها مد نظر قرار بگیرد.

ساختار پیشنهادی معاونت علمی ریاست جمهوری

با توجه به تمامی مطالب گفته شده در این نوشتار و با توجه به جلسات کارشناسی برگزار شده، معاونت علمی ریاست جمهوری ساختار شرکت‌های هلدینگ را برای نهادهای VC پیشنهاد دادند.

در این ساختار گروهی از سرمایه‌گذاران اعم از نهادی، اعضای تیم مدیریت، سرمایه‌گذاران حقیقی و دولت با آورده خود سهامدار هلدینگ سرمایه‌گذاری نوآورانه می‌شوند که ساختار حقوقی آن (با لحاظ نمودن

تغییرات جزئی) منطبق بر اساسنامه هلدینگ‌های سرمایه‌گذاری مصوب سازمان بورس و اوراق بهادار خواهد بود.



هلدینگ‌ها از ۲ طریق اقدام به سرمایه‌گذاری در پروژه‌ها می‌نمایند .

۱. از طریق تاسیس صندوق پروژه

۲. از طریق تاسیس شرکت پروژه

هلدینگ موظف است حداقل ۷۵ درصد از کل منابع تحت مدیریت خود را به عنوان آورده در این

شرکت‌ها(صندوق‌ها) سرمایه‌گذاری نموده و مالک سهام مدیریتی آنها شود.

هلدینگ‌ها همچنین مجاز هستند حداکثر تا سقف ۲۵ درصد از منابع خود را در سایر موقعیت‌ها سرمایه‌گذاری کنند.

الزامات:

- لازم است سازمان بورس با افزودن متمم به اساسنامه شرکت‌های هلدینگ سرمایه‌گذاری،

فعالیت‌های هلدینگ سرمایه‌گذاری نوآورانه را نهادینه نماید.

- در متمم یاد شده ماهیت سرمایه گذاری نوآورانه این هلدینگ‌ها به رسمیت شناخته شود.
- همچنین لازم است در متمم یاد شده ذکر شود که سایر سرمایه گذاری‌ها نمی تواند بیش از ۲۵ درصد کل سبد سرمایه گذاری هلدینگ باشد.

مزایا:

- **سیاست گذاری:** با توجه به نگاه دولت در بحث سیاست گذاری در بخش دانش و پژوهش و رشد متناسب تمامی بخش‌ها با توجه به ضروریات و نیازهای کشور به نظر میرسد این نهاد توانایی سیاست گذاری در بخش سرمایه گذاری خود را داشته باشد.
- **نگاه بلندمدت:** با توجه به ساختار هلدینگ‌ها و اهداف سهامداران آنها، این نهادها همواره نگاه بلندمدت به سرمایه گذاری‌های خود دارند که با ماهیت VC ها همخوانی دارد.
- **حق رای سهامداران:** با توجه به ساختار حقوقی هلدینگ‌ها، مالکان و سهامداران در تصمیم گیری‌ها حق رای مستقیم دارند.
- **واگذاری سهام:** در هلدینگ‌ها امکان واگذاری سهام هلدینگ، شرکت پروژه و واحدهای سرمایه گذاری صندوق پروژه وجود دارد.
- **ارزش گذاری پروژه:** قبل از ورود هلدینگ به بورس، نیازی به ارزش گذاری مداوم پروژه وجود ندارد زیرا سهامداران جا به جایی چندانی ندارند.
- **بازده منعطف:** برای مدیران علاوه بر مزایای دیده شده در قانون تجارت، امکان استفاده از سهام ممتاز و جایزه می‌باشد.
- **زنجیره ارزش:** علاوه بر تامین مالی امکان فراهم آوردن سایر امکانات را برای شرکت پروژه حین سرمایه گذاری و هنگام خروج و بعد از آن فراهم می‌آورد.

- **اساسنامه منعطف:** فرآیند قانون گذاری محدود به تصویب متن متممی برای دستورالعمل فعلی تشکیل هلدینگ های سرمایه گذاری است و در مدت نسبتاً کوتاهی قابل انجام می باشد.

معایب:

- **سرمایه زیاد:** سرمایه زیادی برای تشکیل هلدینگ های سرمایه گذاری مورد نیاز است. در حال حاضر حداقل سرمایه برای تشکیل هلدینگ ها ۵ میلیارد تومان می باشد. این عدد برای مدیران حرفه ای که توان مدیریتی زیادی دارند ولی به سرمایه دسترسی ندارند بالا می باشد.

- **اختیار عمل کم:** مدیران حرفه ای آزادی عمل زیادی بواسطه نظارت سهامداران ندارند. گاهی دستوراتی از سمت سهامداران عمده به مدیران دیکته می شود که لزوماً از دیدگاه مدیریتی توجیح اقتصادی ندارد.

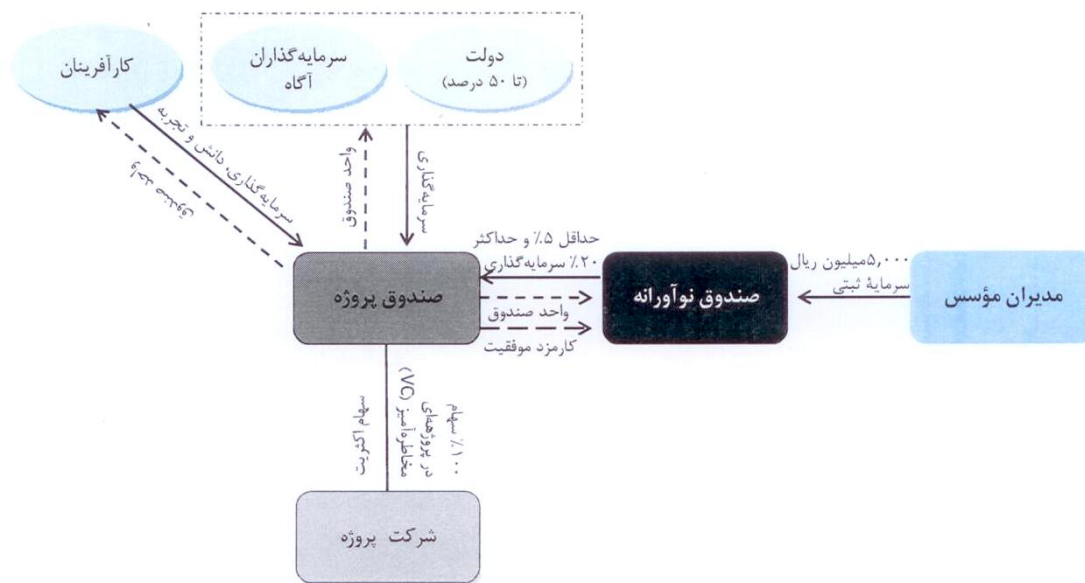
- **بازده منعطف:** نسبت پاداش مدیران به موفقیت پروژه متناسب نیست. یکی از اصلی ترین موارد مورد بحث، پاداش مدیران حرفه ای می باشد که باید با میزان موفقیت آنها تناسب داشته باشد.

- **سرمایه گذار حقیقی:** این سرمایه گذار با سرمایه گذار حقوقی و شبه دولتی همکاری نمی کند.
- **غصب پروژه:** صاحبان پروژه از همکاری با هلدینگ ها بواسطه ترس از غصب پروژه دوری می کنند.

ساختار پیشنهادی سازمان بورس و اوراق بهادار

مدیریت محترم نظارت بر نهادهای مالی سازمان بورس و اوراق بهادار بر اساس مطالعات صورت گرفته بر روی ساختار رایج بین المللی، ساختاری را پیشنهاد نموده که بر اساس آن از طریق صندوق های سرمایه گذاری امکان تجمیع و توسعه طرح های نوآورانه فراهم می گردد.

ساختار کلی طرح به صورت ذیل می باشد:



در این ساختار گروهی از مدیران با تجربه با حداقل سرمایه ثبتی ۵۰۰۰ میلیون ریال صندوقی را تحت عنوان صندوق نوآورانه تاسیس می‌کنند. صندوق فوق تحت نظر سازمان بورس خواهد بود و مشابه سایر صندوق‌های مصوب بورس، دارای ارکان نظارتی است. صندوق نوآورانه ضمن مشارکت مستقیم در سرمایه‌گذاری (۵ تا ۲۰ درصد)، صندوق‌هایی را تحت عنوان صندوق پروژه تاسیس می‌کند که عمر آن‌ها با اتمام پروژه به پایان می‌رسد.

صاحبان پروژه، واحدهای صندوق پروژه را به میزان ارزش طرح خود دریافت می‌نمایند و هنگام خروج شرکت پروژه، واحدهای صندوق با سهام شرکت تعویض خواهند شد. هر صندوق صاحب یک شرکت پروژه خواهد بود.

مابقی سرمایه مورد نیاز صندوق پروژه بوسیله سرمایه‌گذاران آگاه، کارآفرینان و دولت (حداکثر ۵۰ درصد) تامین می‌گردد.

صندوق پروژه برای طراحی که از قبل امکان‌سنجی آن را با سرمایه‌گذاران مطرح کرده است شرکتی به نام شرکت پروژه تاسیس کرده یا مالک سهام اکثریت یک شرکت موجود می‌شود. کلیه سرمایه‌گذاران در ابتدای کار با امضای قرارداد متعهد می‌شوند که سرمایه خود را تا هنگام اجرای استراتژی خروج (از طریق عرضه عمومی یا خصوصی سهام) در صندوق نگهدارند. در پایان پروژه صاحبان واحد صندوق، به میزان واحدهای سرمایه‌گذاری خود سهامدار شرکت شده و از فروش شرکت کسب منفعت می‌کنند. همچنین در صورتی که پروژه با فرضیات اولیه امکان‌سنجی که مورد توافق سرمایه‌گذاران بوده به پایان برسد، صندوق نوآورانه درصد مشخصی از کل سود را به عنوان کارمزد موفقیت بدست خواهد آورد.

الزامات:

- لازم است سازمان بورس دستورالعمل نحوه تشکیل و بهره‌برداری از صندوق‌های نوآورانه و صندوق‌های پروژه را در راستای بسترهای حقوقی موجود به تصویب برساند.
- لازم است در دستورالعمل صادره، مفهوم سرمایه‌گذار آگاه تعریف و تدوین گردد.
- چنانچه مجموعه موسس از ابزاری به غیر از صندوق نوآورانه برای نهاد مدیریتی استفاده کند، باید الزامات آن نیز تصویب گردد.

مزایا:

- سرمایه اولیه مورد نیاز چندان زیاد نیست، لذا این ساختار انگیزه لازم را برای مدیران مجرب و مستقل بوجود می‌آورد بگونه‌ای که مدیران با تشکیل صندوق، اقدام به مراجعه به سرمایه‌گذاران و اجرا و راهبری صندوق نمایند.

- در این ساختار، ریسک و بازده مدیران با ماهیت پریسک این نوع سرمایه‌گذاری تناسب بیشتری دارد. مدیران چنانچه در پروژه موفق شوند، با دریافت کارمزد موفقیت، بازده بسیار خوبی بدست خواهند آورد و عدم موفقیت آنان به منزله از دست رفتن شهرت کاری و متعاقباً عدم دستیابی به موقعیت‌های آتی خواهد بود.

- برای سرمایه‌گذاران (آگاه) کارکردن با مدیران موفق و در چارچوب صندوق‌های VC مطلوبیت بیشتری نسبت به مدل هلدینگ خواهد داشت چرا که دست مدیران را برای انجام فعالیت‌ها بازتر می‌بینند.

- با توجه به اینکه صندوق‌های پروژه‌محور در پایان فعالیت از طرح خروج خواهند کرد، صاحبان پروژه اطمینان خاطر بیشتری از بابت عدم تصاحب کامل طرح خود خواهند داشت.

- نقدشوندگی صندوق‌های پروژه‌محور در صورت وجود ضامن نقدشوندگی که تامین وجوه را در صورت خروج سهامدار تضمین نمایند مزیت بزرگی برای آن محسوب می‌شود.

معایب:

- در صورت عدم وجود ضامن نقدشوندگی، واحدهای صندوق، نقدشوندگی ندارند و خروج سرمایه‌گذاران پیش از پایان طرح، بسیار مشکل و احتمالاً مستلزم طی مراحل خاصی خواهد بود.

- امکان ورود سرمایه‌گذاران جدید در میانه پروژه وجود ندارد.

- با توجه به اینکه شرکت پروژه فقط شامل یک پروژه است، سبد سرمایه‌گذاری‌های این صندوق تنوع کافی را ندارد و عدم موفقیت در پروژه به معنای شکست کامل صندوق پروژه است. در نتیجه، آن دسته از سرمایه‌گذارانی که فقط در یک صندوق خاص ورود کرده‌اند با ریسک زیادی مواجه‌اند و

ممکن است در صورت عدم موفقیت یک پروژه در آینده به سرمایه‌گذاری‌های نوآورانه اقبال نشان ندهند.

- در صورت تک‌پروژه‌ای بودن صندوق‌های پروژه، صندوق نوآورانه باید برای هر پروژه صندوق جدیدی تاسیس نماید. این امر مستلزم اجرای مقدمات ثبتی، انتخاب ارکان، پرداخت کارمزد و فعالیت‌هایی از این قبیل می‌باشد که سرعت و اثربخشی انجام پروژه‌ها را کاهش می‌دهد. این در حالیکه بسیاری از طرح‌های نوآورانه، پروژه‌های کوچکی هستند و اجرای تشریفات مذکور برای آنها توجیه پذیر نیست.

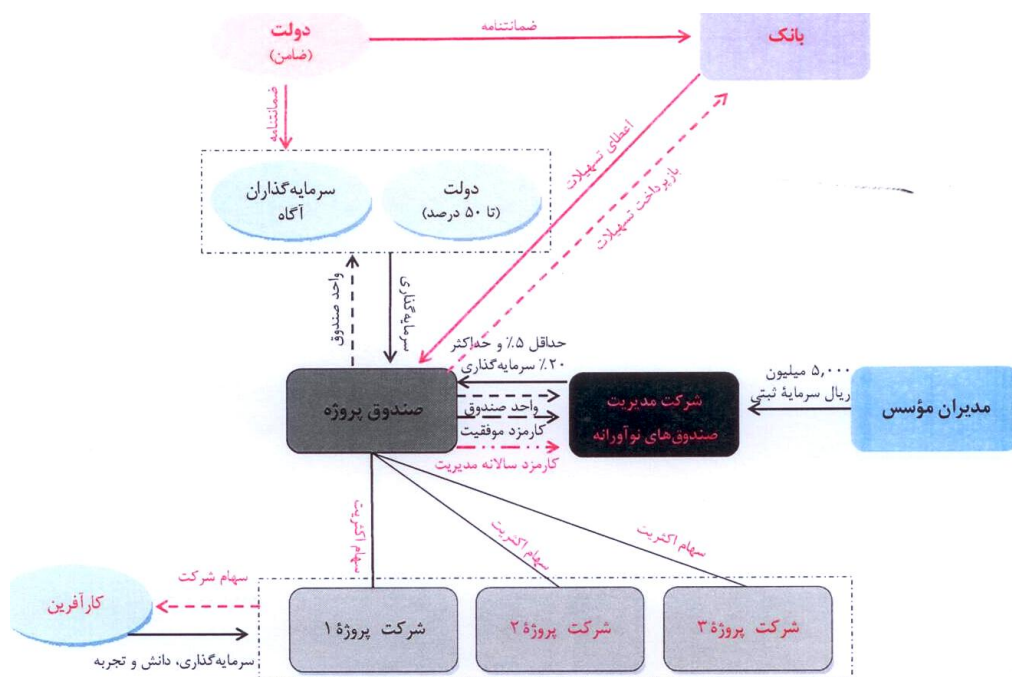
- ماهیت کار مدیریت طرح‌های نوآورانه در چند سال اول فعالیت، عملیاتی هزینه‌بر محسوب می‌شود، بویژه با در نظر گرفتن سطح آگاهی و کارمزدهای بالای پرسنل و مشاوران. در چنین فضایی ساختار پیشنهادی بدون در نظر گرفتن کارمزد مدیریت در طول مدت اجرای طرح‌ها، عملاً منبعی برای رفع نیازهای هزینه‌ای در نظر نگرفته است.

- در ساختار پیشنهادی، کارآفرینان و صاحبان ایده به عنوان دارندگان واحدهای سرمایه‌گذاری در صندوق پروژه دیده شده‌اند. با توجه به اینکه صندوق در پایان پروژه منحل خواهد شد، کارآفرینان انگیزه لازم برای ماندن در کسب و کار و برخورداری از منافع آتی طرح را از دست خواهند داد. لذا بهتر است کارآفرینان بجای واحدهای سرمایه‌گذاری صندوق، از ابتدا صاحب سهام شرکت پروژه باشند.

- با توجه به سناریوهای مختلفی که از نظر سهامداری کارآفرینان و یا موسسان اولیه شرکت پروژه متصور می‌باشد، تاکید بر مالکیت ۱۰۰ درصدی شرکت پروژه توسط صندوق تامل برانگیز است و لازم است به نحو مقتضی اصلاح شود.

ساختار پیشنهادی شرکت مشاوران ارگ

و اوراق بهادار دارد. لذا از آوردن تمام بخش‌های آن خودداری می‌نماییم.



شرکت ارگ برای بهبود ساختار پیشنهادی سازمان بورس موارد ذیل را بیان نموده است:

- در نظر گرفتن تعدد پروژه‌های موجود در هر صندوق پروژه و تنظیم مقررات مقتضی جهت تبیین چگونگی تقسیم سود بین سرمایه‌گذاران در زمان خروج از هر پروژه
- با توجه به اینکه سرمایه‌گذاری در قالب صندوق پروژه صورت می‌گیرد که تحت نظارت سازمان بورس است، به نظر می‌رسد ساختار حقوقی نهاد مدیریتی بجای صندوق نوآورانه می‌تواند در قالب شرکت مدیریت صندوق‌های نوآورانه باشد. تعیین ویژگی‌های مورد نیاز برای تصدی مسولیت در شرکت مدیریت صندوق‌های نوآورانه بر عهده سازمان و تحت نظارت خواهد بود.

- در نظر گرفتن کارمزد مدیریت برای نهاد مدیریت با هدف پوشش هزینه‌های جاری تیم مدیریتی جزو الزامات ساختار پیشنهادی است که باید بصورت کارمزد سالانه و بر حسب درصدی از سرمایه صندوق پروژه تعیین و توافق گردد.
- به منظور ایجاد مشوق برای کارآفرینان و صاحبان ایده، پیشنهاد می‌شود بجای واحدهای صندوق پروژه، سهام شرکت پروژه از همان ابتدا به کارآفرینان اعطا شود. بدین ترتیب، کارآفرینان برای ارتقای شرکتی که در پایان پروژه مدیریت آن را به دست خواهند گرفت و خود سهامدار آن هستند انگیزه بالایی خواهند داشت. بدیهی است در زمان عرضه عمومی سهام شرکت پروژه کارآفرینان با در اختیار داشتن یک بلوک از سهام شرکت، می‌توانند کنترل شرکت را همچنان در اختیار داشته باشند.
- با توجه به وسعت طرح‌های نوآورانه در بازارهای توسعه یافته مناسب است در نامگذاری این ساختار، موضوع فراتر از دامنه سرمایه‌گذاری نوآورانه (VC) دیده شده و تمام گستره سرمایه‌گذاری اختصاصی را در بر بگیرد.

مزایا:

- سرمایه اولیه مورد نیاز چندان زیاد نیست، لذا این ساختار انگیزه لازم را برای مدیران مجرب و مستقل بوجود می‌آورد بگونه‌ای که مدیران با تشکیل صندوق، اقدام به مراجعه به سرمایه‌گذاران و اجرا و راهبری صندوق نمایند.
- در این ساختار، ریسک و بازده مدیران با ماهیت پرریسک این نوع سرمایه‌گذاری تناسب بیشتری دارد. مدیران چنانچه در پروژه موفق شوند، با دریافت کارمزد موفقیت، بازده بسیار خوبی بدست

خواهند آورد و عدم موفقیت آنان به منزله از دست رفتن شهرت کاری و متعاقباً عدم دستیابی به موقعیت‌های آتی خواهد بود.

- برای سرمایه‌گذاران (آگاه) کارکردن با مدیران موفق و در چارچوب صندوق‌های VC مطلوبیت بیشتری نسبت به مدل هلدینگ خواهد داشت چرا که دست مدیران را برای انجام فعالیت‌ها بازتر می‌بینند.

- با توجه به اینکه صندوق‌های پروژه‌محور در پایان فعالیت از طرح خروج خواهند کرد، صاحبان پروژه اطمینان خاطر بیشتری از بابت عدم تصاحب کامل طرح خود خواهند داشت.
- نقدشوندگی صندوق‌های پروژه‌محور در صورت وجود ضامن نقدشوندگی که تامین وجوه را در صورت خروج سهامدار تضمین نمایند مزیت بزرگی برای آن محسوب می‌شود.

معایب:

- در صورت عدم وجود ضامن نقدشوندگی، واحدهای صندوق، نقدشوندگی ندارند و خروج سرمایه‌گذاران پیش از پایان طرح، بسیار مشکل و احتمالاً مستلزم طی مراحل خاصی خواهد بود.
- امکان ورود سرمایه‌گذاران جدید در میانه پروژه وجود ندارد.
- شرکت‌های حقوقی به دلیل عدم کنترل بر مدیران از این طرح حمایت مطلوب نمی‌کنند
- امکان ارزش‌گذاری شرکت‌های پروژه در صورت خروج سرمایه‌گذار آگاه در فرآیند کار سخت می‌باشد.