



وزارت نفت جمهوری اسلامی ایران



موسسه مطالعات بین‌المللی انرژی

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

گزارش پنجمین نشست تخصصی

«مطالعه و بررسی زیست بوم نوآوری در صنعت نفت و گاز»

با موضوع: روشهای جذب سرمایه در زیست بوم نوآوری و کارآفرینی فناورانه

با تاکید بر سرمایه‌گذاری خطرپذیر (VCs)

موسسه مطالعات بین‌المللی انرژی

آذر ۱۳۹۸

Institute for International Energy Studies

الف) جذب سرمایه در زیست بوم نوآوری و کارآفرینی فناورانه

فرایند جذب سرمایه در زیست بوم نوآوری و کارآفرینی فناورانه، شامل سه مرحله اصلی «تامین مالی بذری»، «تامین مالی اولیه» و «تامین مالی ثانویه» می باشد.

۱- تامین مالی بذری (Seed Stage)

۱-۱- پیش بذری

در این مرحله کسب و کار در حد ایده است و جذب سرمایه با حجم کم و برای اثبات و پرورش ایده انجام می شود.

۱-۲- بذری

در این مرحله کسب و کار نوپا است و جهت توسعه ی محصول و هزینه های مربوط به بازاریابی نیاز به سرمایه گذاری دارد.

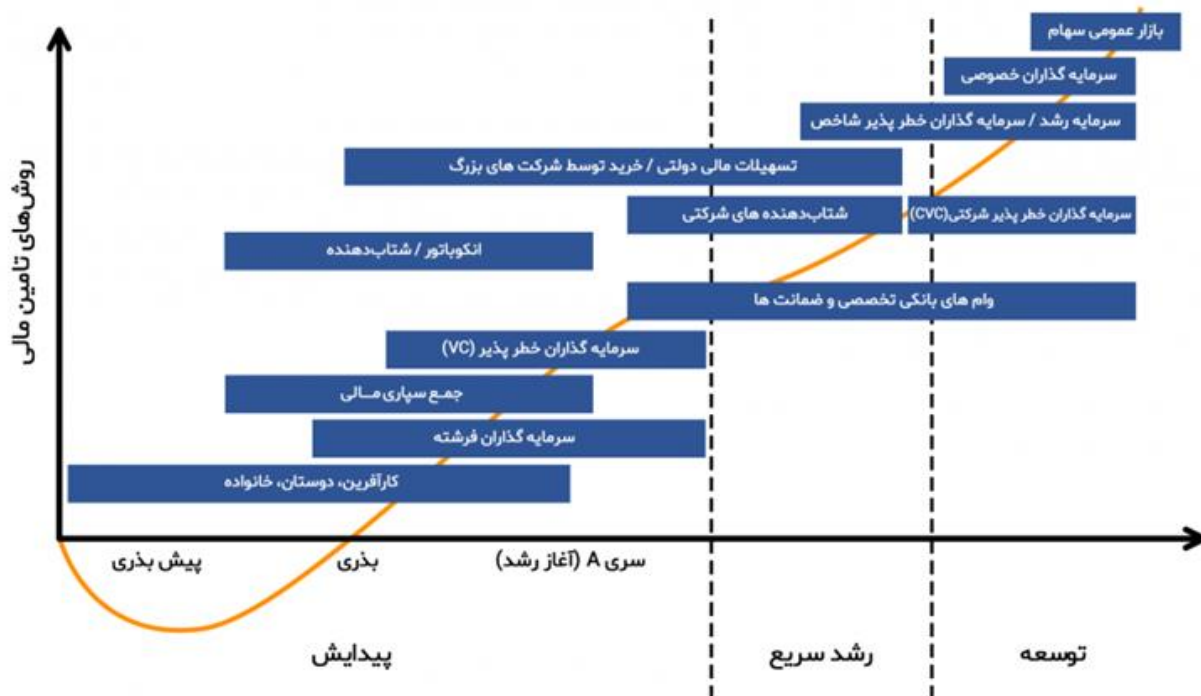
۲- تامین مالی اولیه (Early Stage)

- سری A: سرمایه گذاری جهت ساخت و تولید محصول و بودجه ی اولیه ی فروش است.
- سری B: سرمایه عملیاتی برای شرکت هایی که در مرحله ی فروش محصول قرار دارند اما هنوز به سوددهی نرسیده اند.

۳- تامین مالی ثانویه (Late Stage)

- سری C: که سرمایه گذاری طبقاتی نیز گفته می شود و به منظور توسعه ی یک شرکت تازه تاسیس سود ده می باشد.
- سری D و بعد از آن: که به پل سرمایه گذاری هم معروف است و سرمایه لازم جهت عمومی شدن و عرضه سهام می باشد.

شکل (۱)، مرحله ورود انواع سرمایه گذاران در مسیر رشد و توسعه ایده تا بازار را در زیست بوم نوآوریو کارآفرینی فناورانه نشان می دهد.



شکل ۱- مرحله ورود انواع سرمایه‌گذاران در مسیر رشد و توسعه ایده تا بازار در زیست بوم نوآوری

ب) انواع سرمایه‌گذاران در زیست بوم‌های نوآوری و کارآفرینی فناورانه

انواع مختلف سرمایه‌گذاران در حوزه نوآوری و کارآفرینی فناورانه عبارتند از:

۱- شتاب‌دهنده‌ها (Accelerators)

شتاب‌دهنده‌ها یکی از سرمایه‌گذاران این حوزه هستند که در مراحل پیش‌بذری و بذری به عنوان اولین سرمایه‌گذار در دوره رشد شرکت‌های نوپا وارد می‌شوند. در صورتی که ایده‌های نوآرانه شرکت‌های نوپا (استارت‌آپ) توسط شتاب‌دهنده پذیرفته شود، آنها در یک دوره زمانی مشخص وارد شتاب‌دهنده می‌شوند و می‌توانند از امکانات و خدمات شتاب‌دهنده استفاده کنند.

مهمترین ویژگی‌های یک شتاب‌دهنده که آن را از سایر سرمایه‌گذاران مراحل اولیه متمایز می‌کند شامل موارد زیر است:

- دوره زمانی ثابت: دوره شتاب شتاب‌دهنده‌ها معمولاً زمانی ثابت بین ۳ تا ۶ ماه می‌باشد.
- برنامه شتابدهی دوره‌ای: در شتاب‌دهنده‌ها دوره‌های شتابدهی در زمان‌های خاصی برگزار شده و تیم‌های پذیرش شده در هر دوره برنامه مشترکی را طی می‌کنند.
- مربیگری و منتورینگ: بخش اصلی خدماتی که شتاب‌دهنده‌ها به استارت‌آپ‌ها ارائه می‌کنند، مربیگری و منتورینگ تیم هاست. در واقع موضوع آموزش در خدمات شتاب‌دهنده‌ها بسیار پررنگ است.

- برگزاری دمودی (Demo day): یکی از مهمترین تعهدات شتابدهنده‌ها، آماده سازی تیم‌ها برای «روز ارائه» یا «دمودی» است. دمودی زمان ارائه استارت‌آپ به سرمایه‌گذاران مراحل بعدی است. در صورتی که استارت‌آپ دوره شتاب را با موفقیت پشت سر بگذارد، در پایان دوره، زمان ارائه به سرمایه‌گذاران مراحل بعدی فرا می‌رسد. چنانچه بنیانگذاران استارت‌آپ بتوانند سرمایه‌گذاران را در مورد پتانسیل رشد خود متقاعد کنند، استارت‌آپ وارد مرحله بعدی جذب سرمایه شده و با موفقیت از شتابدهنده خارج می‌شود. شتابدهنده‌ها در کنار این موارد، معمولاً مبلغی را به عنوان تامین مالی به طور مستقیم یا غیر مستقیم در اختیار استارت‌آپ قرار می‌دهند. این مبلغ در ایران بین ۲۰ تا ۴۰ میلیون تومان است. فضای کاری، اینترنت و برخی خدمات زیرساخت نیز معمولاً جزو تعهدات شتابدهنده هاست. اما سوال مهم اینجاست که شتابدهنده در ازای ارائه این خدمات چه چیزی به دست می‌آورد؟ شتابدهنده‌ها معمولاً در ازای خدمات و کمک مالی که به استارت‌آپ ارائه می‌کنند، ۵ تا ۱۵ درصد سهام استارت‌آپ را در اختیار می‌گیرند.

۲- سرمایه‌گذاران فرشته (Angel Investors)

سرمایه‌گذاران فرشته افراد یا سازمان‌هایی هستند که در مراحل بذری روی کسب و کارهای نوپا سرمایه‌گذاری می‌کنند. محل تامین مالی سرمایه‌گذاران فرشته معمولاً منابع شخصی است. نقش سرمایه‌گذاران فرشته تامین مالی استارت‌آپ‌های کوچک با مبالغ پایین می‌باشد تا آن‌ها را برای جذب سرمایه‌های بزرگتر از سرمایه‌گذاران مراحل بعدی آماده کنند. سرمایه‌گذاران فرشته معمولاً در اداره امور شرکت دخالتی نمی‌کنند و فقط در مواردی که بنیانگذاران از آن‌ها درخواست کنند به تصمیم‌گیری وارد می‌شوند. از آنجایی که سرمایه‌گذاران فرشته معمولاً در مراحل اولیه استارت‌آپ سرمایه‌گذاری‌هایی با ریسک بالا انجام می‌دهند، از سرمایه‌گذاری‌های خود تحت عنوان «سرمایه احساسی» (Emotional Money) یاد می‌کنند که نشان از این دارد که این نوع سرمایه‌گذاری معمولاً بر مبنای علاقه به کسب و کارها انجام می‌شود.

یکی از چالش‌های فعلی زیست بوم‌های نوآوری در ایران، کمبود سرمایه‌گذاران فرشته است. سرمایه‌گذاران فرشته معمولاً اشخاصی با ثروت زیاد و فعال در حوزه کارآفرینی هستند. در کشورهای توسعه یافته سرمایه‌گذاران فرشته معمولاً کارمندان ارشد شرکت‌های بزرگ هستند که به صورت شخصی روی استارت‌آپ‌های جدید سرمایه‌گذاری می‌کنند. در ایران افرادی با این ویژگی‌ها به ندرت یافت می‌شوند و هنوز چنین ساختاری شکل نگرفته است.

۳- شرکت‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر یا VCs (Venture Capitalists)

VCها اصلی‌ترین و تخصصی‌ترین دسته سرمایه‌گذاران حوزه نوآوری و کارآفرینی هستند. این مجموعه‌ها معمولاً شرکت‌هایی هستند که منابع سرمایه‌شان از طریق افراد یا شرکت‌های دیگر تامین شده و بعد از تامین سرمایه، اقدام به سرمایه‌گذاری در استارت‌آپ‌ها می‌نمایند. از آنجا که مدیران شرکت‌های VC افراد خبره در زمینه سرمایه‌گذاری خطرپذیر هستند، جذب منابع سرمایه‌گذاری برای این شرکت‌ها کار چندان دشواری نیست.

جذب سرمایه از شرکت‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر معمولاً از نگاه کارآفرینان جذابیت بیشتری دارد. چرا که این شرکت‌ها محدودیت‌های صندوق‌های سرمایه‌گذاری را نداشته و معمولاً نگاه بلندمدت‌تری به سرمایه‌گذاری‌هایشان دارند. علاوه بر این، دانش و تخصصی VCها می‌تواند کمک بزرگی برای کارآفرینان کم تجربه باشد. شرکت‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر معمولاً بسته به اندازه شرکت و سیاست‌گذاری‌ها بعد از مرحله بذری سرمایه‌گذاری می‌کنند.

۴- صندوق‌های سرمایه‌گذاری جسورانه (Venture Capital Funds)

صندوق‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر که در ایران با نام «صندوق‌های جسورانه» نیز شناخته می‌شوند، نوعی از صندوق‌های سرمایه‌گذاری هستند که پول جذب شده از سرمایه‌گذاران مختلف را در استارت‌آپ‌های کوچک تا متوسط با پتانسیل رشد بالا، سرمایه‌گذاری می‌کنند.

قبل از بوجود آمدن صندوق‌های جسورانه، تنها VCهای خیره‌توانایی ورود به حوزه سرمایه‌گذاری خطرپذیر را داشتند. اما با تشکیل این صندوق‌ها، سرمایه‌گذارانی که آشنایی چندانی با فضای سرمایه‌گذاری خطرپذیر ندارند، می‌توانند با عضویت در صندوق‌های جسورانه و با استفاده از دانش مدیران این صندوق‌ها به صورت غیرمستقیم روی استارت‌آپ‌ها سرمایه‌گذاری کنند.

صندوق‌های جسورانه معمولاً بعد از مرحله بذری سرمایه‌گذاری می‌کنند، در هیئت مدیره شرکت استارت‌آپی کرسی دارند و در تصمیم‌گیری‌ها دخالت دارند. صندوق‌های جسورانه مانند تمام صندوق‌ها، باید قبل از اینکه به سرمایه‌گذاری فکر کنند، اقدام به جذب سرمایه نمایند. معمولاً به این صورت که یک فراخوان به تمام سرمایه‌گذاران بالقوه ارائه شده و از آن‌ها درخواست می‌شود در صندوق جسورانه سرمایه‌گذاری نمایند.

بعد از جذب سرمایه، مدیران صندوق جسورانه یا GPها (General Partners)، کسب‌وکارهایی که پتانسیل رشد بالایی دارند را بررسی می‌کنند و با در نظر گرفتن انتظارات اعضای صندوق، تصمیم نهایی را در مورد نحوه سرمایه‌گذاری اتخاذ می‌کنند. معمولاً در صندوق‌های جسورانه درصد کوچکی از سرمایه‌گذاری‌های انجام شده، در قالب «حق مدیریت» کسر شده و صرف پرداخت حقوق و دستمزد مدیران و هزینه‌های صندوق می‌شود.

نکته مهم دیگر این است که صندوق‌های جسورانه معمولاً دوره سرمایه‌گذاری محدودی بین ۷ تا ۱۰ سال دارند و در پایان دوره سرمایه‌گذاری، مدیران صندوق باید تحت هر شرایطی سرمایه‌گذاری انجام شده را به نقدینگی تبدیل کنند.

در پایان، سرمایه‌گذاران صندوق بعد از رسیدن شرکت استارت‌آپی به پنجره خروج، (ورود به بورس یا ادغام با شرکت بزرگتر) سود خود را از سرمایه‌گذاری‌های انجام شده دریافت می‌کنند. در این مرحله در صورتی که سود سرمایه‌گذاری مثبت باشد، درصدی از سود (معمولاً حدود ۲۰ درصد) به عنوان حق مدیریت به مدیران صندوق اختصاص می‌یابد و مابقی بین سرمایه‌گذاران تقسیم می‌شود.

۵- سرمایه‌گذار خطرپذیر شرکتی یا CVC (Corporate Venture Capital)

سرمایه‌گذاران خطرپذیر شرکتی یا CVCها شرکت‌های بزرگی هستند که در ازای دریافت سهام اقدام به سرمایه‌گذاری‌های استراتژیک و سیستماتیک در استارت‌آپ‌ها می‌نمایند. نکته مهم در مورد CVCها این است که تمام سرمایه‌گذاری‌های این شرکت‌ها مرتبط با کسب و کار اصلی شرکت است.

برای شرکت‌ها، سرمایه‌گذاری روی استارت‌آپ‌های کوچک، دروازه‌ای است به سمت تملک احتمالی آن‌ها. در واقع شرکت‌های بزرگ با خرید بخشی از سهام استارت‌آپ‌ها، فرصتی برای رصد و آزمایش عملکرد آن‌ها به دست می‌آورند و در صورتی که از عملکرد استارت‌آپ رضایت داشته باشند، می‌توانند در آینده آن را به طور کامل تملک کنند. با این نگاه، خیلی از شرکت‌ها، استارت‌آپ‌هایی را برای سرمایه‌گذاری انتخاب می‌کنند که حدس می‌زنند در آینده تهدیدی برای کسب و کارشان خواهند بود. به عنوان مثال شرکت مایکروسافت در حدود سال ۲۰۰۰ چندین بار اقدام به خرید شرکت گوگل کرده بود که در نهایت مورد موافقت بنیانگذاران گوگل قرار نگرفت و چندسال بعد گوگل به رقیب جدی مایکروسافت تبدیل شد. همچنین شبکه اجتماعی اینستاگرام که پتانسیل رشد بالایی را از خود نشان می‌داد، پیش از آنکه سهم بازار فیسبوک را به چالش بکشد، توسط این کمپانی خریداری شد.

۶- هلدینگ سرمایه‌گذاری (Investment Holding)

نوع دیگری از سرمایه‌گذاران حوزه کارآفرینی در ایران هلدینگ‌های سرمایه‌گذاری هستند. این دسته از سرمایه‌گذاران در اکوسیستم کارآفرینی و نوآوری ایران نسبت به وضعیت جهانی نقش پررنگ‌تری دارند. هلدینگ‌های سرمایه‌گذاری شرکت‌هایی هستند که در ازای دریافت «سهام مدیریتی» در استارت‌آپ‌ها سرمایه‌گذاری می‌کنند. مهمترین ویژگی هلدینگ‌ها این است که علاوه بر دریافت سهام شرکت، در اداره استارت‌آپ نیز دخالت مستقیم دارند و تصمیم‌گیرنده اصلی هستند. نکته مهم دیگر این است که هلدینگ‌ها معمولاً در کسب و کارهای همسو با هم سرمایه‌گذاری می‌کنند و در این زمینه نگاه سیستمی دارند.

به دلایلی که مطرح شد جذب سرمایه از هلدینگ‌های سرمایه‌گذاری شرایط خاصی دارد و معمولاً محدودیت‌های زیادی برای کسب و کارها ایجاد می‌کند. بنابراین به ندرت پیش می‌آید که استارت‌آپ‌هایی که مرحله بذری را پشت سر گذاشته‌اند با هدف جذب سرمایه به سراغ هلدینگ‌ها بروند. البته مذاکره با هلدینگ‌های سرمایه‌گذاری بعنوان استراتژی خروج (ادغام یا فروش) می‌تواند انتخاب مناسبی برای استارت‌آپ‌ها در مراحل ثانویه باشد.

با توجه به حساسیتی که هلدینگ‌ها در نحوه اداره کسب و کارها دارند، معمولاً بنیانگذار کسب و کارهای خودشان هستند و یا در مراحل بذری اقدام به سرمایه‌گذاری روی استارت‌آپ‌ها می‌کنند.

البته رشد هلدینگ‌های سرمایه‌گذاری به دلیل تجمیع امکانات، سرمایه، مخاطب، ارتباطات و ... در یک مجموعه کسب و کار با مالکیت واحد، در نهایت منجر به آسیب‌های زیادی از جمله ایجاد بازار انحصاری خواهد شد.

ج) مفهوم و ویژگی های سرمایه گذاری خطر پذیر یا VC (Venture Capital)

سرمایه گذاری خطر پذیر که از آن با عنوان های «سرمایه گذاری جسورانه» یا «سرمایه گذاری کارآفرینی» نیز نام می‌برند، عبارت است از تأمین سرمایه لازم برای شرکت‌ها و کسب و کارهای نوپا و کارآفرین که مستعد جهش و رشد ارزش می‌باشند و البته ریسک فراوانی هم دارند. این شرکت‌ها در مراحل ابتدایی رشد و تکامل اقتصادی خود، مورد توجه سرمایه‌گذارانی هستند که با ارزیابی موشکافانه خود، شکاف سرمایه و کمبود نقدینگی شرکت‌های کارآفرین را جبران می‌کنند و در گروه سهام‌داران آن‌ها قرار می‌گیرند. سرمایه‌گذار ریسک‌پذیر با مدیریت فعالانه و برنامه ریزی در توسعه مدل‌های راهبردی، در کسب و کار هدف و ارزش افزوده و افزایش قیمت سهام این شرکت‌ها نقش مهمی را ایفا می‌کنند.

سرمایه‌گذاران خطرپذیر یک سبد از انواع سرمایه گذاری بر روی کسب و کارهای نوپای مختلف دارد که مدام در حال مدیریت آن‌ها می‌باشد. مانند همان کاری که صندوق‌های سرمایه گذاری فعال در بورس انجام می‌دهند، با این تفاوت که آن‌ها سبد سهام شرکت‌های بزرگ را دارند اما سرمایه‌گذاران خطرپذیر یک سبد از کسب و کارهای نوپا و آینده دار را دارند. سرمایه‌گذاران خطرپذیر به شرکت‌ها کمک می‌کند تا به مرحله عرضه عمومی برسند.

در مقایسه با انواع سرمایه‌گذاری‌های دیگر وجوه سرمایه گذاری خطرپذیر تنها بر سرمایه گذاری در مراحل اولیه تمرکز می‌کند. تغییرات در دنیای سرمایه گذاری، این نوع از سرمایه گذاری را در میان انبوهی از سرمایه‌گذاران مشروع قابل دسترس‌تر و امکان‌پذیرتر کرده است. بنگاه‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر عموماً نقش فعالی را در سرمایه‌گذاری خود ایفا می‌کنند و در مقابل نیز معمولاً خواهان جایگاه در هیئت مدیره نیز هستند، بنابراین به این شکل می‌توان از تجربیات و راهنمایی‌های آن‌ها نیز بهره گرفت.

بیشترین سرمایه‌گذاری‌های خطرپذیر از سوی گروه‌های سرمایه‌گذاران ثروتمند، بانک‌های سرمایه‌گذاری و سایر موسسات مالی صورت می‌گیرد که این سرمایه‌ها را در اختیار دارند. این نوع تأمین مالی و افزایش سرمایه در میان شرکت‌های جدیدی که سابقه عملیاتی محدودی دارند و نمی‌توانند سرمایه را به همراه بدهی و یا پیشنهاد سهام عرضه کنند، محبوب است.

به عبارت دیگر سرمایه‌گذاری خطرپذیر که از آن با عنوان‌های «سرمایه‌گذاری جسورانه» یا «سرمایه‌گذاری کارآفرینی» نیز نام می‌برند، عبارت است از تأمین سرمایه لازم برای شرکت‌ها و کسب و کارهای نوپای مستعد رشد و با ریسک بالا در ازای دریافت بخشی از سهام آن شرکت.

این نوع سرمایه‌گذاری برای شرکت‌های نوپا که سابقه‌ی کار محدودی دارند بسیار مناسب است. چرا که این شرکت‌ها به بلوغ کافی برای جذب سرمایه در بازارهای عمومی مثل بورس نرسیده‌اند و توان تأمین و تضمین وام‌های بانکی را ندارند. سرمایه‌گذاران خطرپذیر در ازای پذیرش ریسک بالای سرمایه‌گذاری در این شرکت‌های

کوچک، معمولاً علاوه بر بخشی از مالکیت سهام به بحث‌های مدیریتی شرکت نیز ورود می‌کنند. گرچه این ریسک بالا برای سرمایه‌گذاران خطرناک است، اما پتانسیل بازده بالای متوسط، این نوع سرمایه‌گذاری را جذاب می‌کند. در حقیقت سرمایه‌گذاران خصوصی و سرمایه‌گذاران خطرپذیر بر انواع و اندازه‌های متفاوتی از شرکت‌ها، مبالغ متفاوتی را سرمایه‌گذاری می‌کنند و درصدهای متفاوتی از سود را نیز به دست می‌آورند. استارت‌آپ‌های مورد علاقه سرمایه‌گذاران خطرپذیر معمولاً مبتنی بر یک فناوری نوآورانه یا یک مدل تجاری در صنایع هایتک مانند فناوری اطلاعات، IT، فناوری‌های پاک یا بیوتکنولوژی هستند.

یک VC دارای خصوصیات اصلی زیر است:

۱- مشارکت در مدیریت شرکت‌ها

سرمایه‌گذاران خطرپذیر با مشارکت در مالکیت شرکت‌های نوپا، خود را در قبال موفقیت آنها متعهد می‌دانند و بیشترین سعی را دارند که با کمک به موفقیت شرکت‌های نوپا، سود سرمایه‌گذاری خود را افزایش دهند. ارتباطات فردی و سازمانی این سرمایه‌گذاران راه‌گشای شرکت‌های نوپاست.

۲- ارزیابی مدیریتی

مهمترین شاخص ارزیابی شرکت‌های نوپا، وضعیت گروه مدیریتی آنهاست. بررسی وضعیت گروه مدیریتی به سبب ماهیت غیرمعمولی آن به تجربه و دانش فراوانی نیاز است و مهارت‌های خاصی از جمله انسجام، مدت، سابقه، تعهد، دانش تجاری، برخورداری از مهارت‌های تخصصی و پذیرش مشاور را می‌طلبد.

۳- تامین مالی و خطرپذیری

اهمیت سرمایه‌گذاری خطرپذیر در توسعه تکنولوژی و رشد اقتصادی، بیشتر به ویژگی خطرپذیری باز می‌گردد. کارآفرینانی که فکر و ایده‌ی نو و خلاقانه خود را در سر دارند به علت عدم دسترسی به منابع مالی، ممکن است ناامید شوند و از ادامه کار صرف نظر کنند.

۴- انگیزه سود آوری

سرمایه‌گذاری خطرپذیر یعنی پذیرش ریسک به امید کسب سود فراوان در آینده. پذیرش ریسک با کسب انگیزه باید همراه باشد. افرادی که سرمایه و پول خود را در طرح‌های کارآفرینانه و خلاقانه صرف می‌کنند باید برنامه بلندمدتی در کسب سود داشته باشند. سود مورد انتظار صندوق‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر از محل افزایش ارزش سهم مالکیت آنها در زمان فروش حاصل می‌شود.

۵- دیدگاه بلندمدت

خطرپذیری و کسب سود باید با دیدگاه بلندمدت باشد. در توسعه تکنولوژی و خطرپذیری در این موضوع، دیدگاه کوتاه‌مدت جایی ندارد و سرمایه‌گذاری خطرپذیر ذاتاً باید با دیدگاه بلندمدت صورت پذیرد.

۶- مدیریت حرفه ای

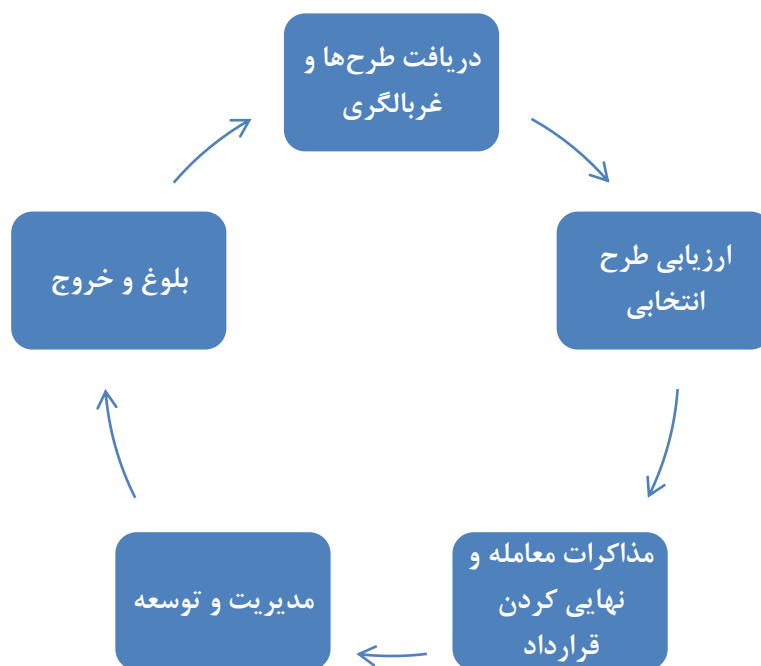
در مورد سرمایه گذاری خطرپذیر و چگونگی آن، باید پروژه ای که در آن سرمایه گذاری صورت می گیرد با دقت کامل ارزیابی شوند و پروژه هایی انتخاب شوند که بازدهی بالایی دارد. پروژهها را باید با دقت ارزیابی مالی کرد و پس از برآورد شاخص های مالی آن، تصمیمات لازم را اتخاذ کرد.

به طور خلاصه می توان گفت که:

- VC یک واسطه مالی است، به این معنا که سرمایه ی سایر سرمایه گذاران کوچکتر را جمع آوری کرده و به طور مستقیم بر روی گروهی (سبدی) از بنگاههای اقتصادی سرمایه گذاری می کند.
- VC تنها در شرکتهای خصوصی سرمایه گذاری میکند. به این معنا که تا مدتی پس از سرمایه گذاری، این شرکتهای خصوصی قابلیت مبادلات عام را نخواهند داشت.
- VC نقش فعالی را در نظارت و مساعدت شرکتهای در تعیین سبب داراییها ایفا می کند.
- هدف اصلی یک VC حداکثر کردن بازگشت مالی از طریق سرمایه گذاری خروجی در هنگام فروش سهام شرکتهای و یا عرضه اولیه عمومی سهام (IPO) می باشد.
- VC بر روی رشد داخلی شرکتهای سرمایه گذاری می نماید.

د) فرآیند سرمایه گذاری خطر پذیر

مدل‌های بسیاری برای تبیین و ترسیم فرآیند سرمایه گذاری خطر پذیر بیان شده اند که اغلب مدل‌ها ۵ مرحله زیر را برای فرآیند سرمایه گذاری خطر پذیر مطرح نموده اند (شکل (۲))



شکل ۲- مراحل فرآیند سرمایه گذاری خطرپذیر

۱- دریافت طرح‌ها و غربالگری

در این مرحله طرح پیشنهادی توسط کارآفرین به سرمایه گذار ارائه می‌شود. این طرح باید شامل اطلاعاتی مانند خلاصه اجرایی از طرح پیشنهادی، شرح پتانسیل و اندازه بازار، بررسی ریسک‌های مورد انتظار در فضای رقابتی، پیش‌بینی‌های مالی دقیق و جزئیات نحوه مدیریت شرکت باشد. سرمایه گذاران معمولاً برای دستیابی به موقعیت‌های سرمایه گذاری از ارتباطات خود با بانک‌های سرمایه گذار، کارگزاران، مشاوران و وکلا استفاده می‌کنند. در این مرحله ممکن است سرمایه گذاران از متقاضیان جهت مصاحبه حضوری و راستی آزمایی دعوت به عمل آورند. سرمایه گذاران در این مرحله می‌خواهند از شاخص‌های بنیادی مانند مدل کسب و کار، اندازه بازار، تیم مدیریتی، درآمد، جریان وجوه نقدی، نرخ چانه زنی و ارزش عمر مشتری مطلع شوند.

۲- ارزیابی طرح انتخابی

در صورتی که طرحی از مرحله غربالگری با موفقیت عبور کند وارد مرحله ارزیابی می‌شود. در این مرحله سرمایه گذاران به بررسی دقیق و همه جانبه‌ی کسب و کار، ویژگی‌های محصول، بازار و فناوری و خصوصیات و مهارت‌های دانشی-رفتاری کارآفرینان می‌پردازند. آن‌ها به طور دقیق به بررسی و محاسبه‌ی سرمایه‌ی مورد نیاز، خطرهای

بازار، فرآیندهای قانونی و مالیاتی، بودجه بندی و زمان بندی اختصاص آن، نرخ بازگشت سرمایه و تیم فعلی و پیشنهادی کارآفرین می‌پردازند.

۳- مذاکرات معامله و نهایی کردن قرارداد (Shareholders Agreement)

در صورتی که سرمایه گذار در پایان مرحله‌ی ارزیابی جامع، پروژه را سودمند بداند، وارد فاز مذاکره برای انعقاد قرارداد و تعیین ساختار آن می‌شود. در این مرحله طرفین بر سر مسائلی مانند میزان سرمایه گذاری و زمان بندی اختصاص آن، ارزشگذاری استارت‌آپ، میزان سهام واگذار شده و اختیارات طرفین مذاکره می‌کنند. در تدوین SHA می‌بایست اسناد حقوقی به طور دقیق تنظیم شده و راه‌های پرداختن به مسائل حقوقی غیر قابل پیش بینی نیز مشخص گردد.

۴- مدیریت و توسعه

پس از انعقاد قرارداد و با توجه به موارد مشخص شده در قرارداد، سرمایه گذار با استفاده از اختیارات خود در مدیریت شرکت استارت‌آپی مشارکت می‌کند. سرمایه گذاران معمولاً با نظارت بر عملکرد شرکت، از پیشرفت کار مطابق با برنامه اطمینان حاصل کرده و در تصمیمات استراتژیک صاحب حق رای هستند. البته کارآفرینان باید نسبت به دخالت بیش از حد سرمایه‌گذاران نیز هوشیار باشند.

۵- بلوغ و خروج

آخرین مرحله سرمایه گذاری خطر پذیر، ایجاد طرح خروج (Exit) با توجه به ماهیت سرمایه گذاری، میزان و نوع سرمایه گذاری و ... است. برنامه خروج باید برای حداکثر کردن بازده سرمایه گذاری طراحی شود. فرآیند خروج شامل مراحل زیر می‌باشد:

۵-۱- ارزشگذاری استارت‌آپ

۵-۲- کاهش ریسک

۵-۳- برنامه ریزی فرصت‌های سرمایه گذاری جایگزین

سرمایه گذار خطرپذیر می‌تواند از طریق یکی از راه‌های زیر سرمایه گذاری خود را به پایان برساند.

• **عرضه اولیه سهام (IPO):** در صورتی که کسب و کار عملکرد مناسبی داشته باشد، پس از طی مراحل قانونی، سهام شرکت به طور عمومی در بازارهای سهام عرضه می‌شود. بدین ترتیب سرمایه گذاران اولیه می‌توانند دارایی خود را به سهامداران عمومی واگذار کرده و خارج شوند. هنوز هیچ استارت‌آپی در اکوسیستم استارت‌آپی ایران به این مرحله نرسیده است.

• **ادغام و تملیک:** در این حالت کسب و کار توسط شرکتی معمولاً بزرگ‌تر خریداری شده یا با شرکتی دیگر ادغام می‌گردد. ممکن است استارت‌آپ با برند خود یا تحت برند خریدار و یا با برندی کاملاً جدید که حاصل از ادغام دو شرکت است به فعالیت خود ادامه دهد.

• **خروج اجباری:** این استراتژی با دو حالت همراه است. یا کسب و کار و مبلغ سرمایه گذاری از دست می‌رود (ورشکستگی) که در این صورت از فروش دارایی‌ها و ... سعی بر جبران خسارت می‌شود و یا با وجود سوددهی

استراتاپ رشد آن محدود شده و سوددهی آن کمتر از حد انتظار سرمایه گذار است. در این صورت معمولاً بر اساس حق بازخرید سهام، کارآفرین سهام سرمایه گذار را با مبلغی توافقی بازخرید می کند.

- فروش سهام به سرمایه گذاران دیگر: در این روش سرمایه گذار می تواند سهام خود را به سرمایه گذاران جدید واگذار کند.

ه) انواع قراردادهای سرمایه گذاری خطر پذیر

در سرمایه گذاری خطرپذیر که در ایران رایج است می توان ۳ مدل قراردادی را نام برد که هرکدام شرایط خاص خود را دارد: «قراردادهای سهام»، «قراردادهای قرض قابل تبدیل به سهام» و «قرارداد رویالتی یا حق الامتیازی».

۱- مدل قراردادهای سهامی (Equity)

این قرارداد از رایج ترین نمونه قراردادهای سرمایه گذاری خطرپذیر هست. در این مدل، یک استراتاپ سرمایه ای را از شرکت سرمایه گذار می گیرد و ما به ازای آن، سهامی را به سرمایه گذار واگذار می کند. به عنوان مثال در مقابل مبلغ ۲۰۰ میلیون سرمایه، برای ۶ ماه می توان ۲۰ درصد از سهام را به سرمایه گذار واگذار کرد.

۲- مدل قرارداد قرض قابل تبدیل به سهام (Convertible)

وام قابل تبدیل به سهام یک بدهی کوتاه مدت است که به سهام تبدیل می شود. در سرمایه گذاری اولیه بر روی استراتاپها این بدهی به طور معمول و اتوماتیک به سهام ممتاز تبدیل می شود. در واقع سرمایه گذار مبلغی را به صورت وام به آن ها واگذار می کند و در مقابل به جای پس گرفتن این پول به همراه سود آن، بخشی از سهام آن کسب و کار را بسته به شرایط موجود در این قرارداد در قالب سهام ممتاز در اختیار می گیرد.

۳- مدل قرارداد حق الامتیاز یا رویالتی (Royalty)

این مدل قرارداد برای استراتاپهایی کاربرد دارد که در زمان کوتاه و سریعی به فروش برسد، در این روش قرارداد به این صورت است که سرمایه گذار، ما به ازای پول را سهام می گیرد و این حق را دارد که از فروش محصول برداشت کند و ما به ازای آن سهام را با قیمتی از پیش تعیین شده که نرخ مورد انتظار سرمایه گذار از سود را برآورده کند، به استراتاپ بازگرداند.

و) مراحل سرمایه گذاری خطرپذیر

سرمایه گذاری خطرپذیر عمدتاً در چهار مرحله انجام می شود:

اولین مرحله از سرمایه گذاری خطرپذیر بودجه اولیه می باشد. این مرحله اولین و مقدماتی ترین مرحله شروع یک کسب و کار است. سرمایه ای که در این مرحله جذب می شود، بیشتر برای تحقیق و توسعه اهداف کسب و کار کاربرد دارد. این امر بدین معناست که در این مرحله کارآفرینان یک کسب و کار در حال گسترش یک ایده بوده و فعلاً وارد مرحله توزیع محصول محسوسی نشده اند. معمولاً این بودجه برای بیشتر کردن اعضای تیم و انجام تحقیقاتی پیرامون بازاریابی محصول به کار می رود.

در دومین مرحله، استارتاپ حاضر است به ازای سرمایه بیشتر مقداری از سهام خود را واگذار کند زیرا در این مرحله، استارتاپ رشد مناسبی نموده و توان جذب سرمایه بیشتری را پیدا کرده است. در نتیجه امکان رشد و دستیابی به موفقیت خود را تا حدی ثابت کرده است.

سومین مرحله جایی است که استارتاپ بسیار رشد کرده است و دیگر یک شرکت نوپا محسوب نمی شود. این مرحله با قدم به مشارکت گذاشتن سرمایه گذاران بزرگتر ادامه پیدا خواهد کرد و حتی ممکن است این سرمایه گذاران به شکل مشارکتی قدم در کسب و کار استارتاپ گذاشته و یا حتی توسط شرکت های بزرگتر خریداری شود. چهارمین مرحله جایی است که شرکت به دوران ضعف و افول خود رسیده باشد و نیاز به بازاریابی مجدد داشته باشد.

به عبارت دیگر گروه های صندوق سرمایه گذاری خطرپذیر در یکی از این مراحل وارد شرکت می شوند:

• مرحله ایده زائی (Seed)

هیچ سازمانی و کسب و کاری وجود ندارد فقط در حد یک ایده می باشد.

• کسب و کار نوپا (Start Up)

شرکت ها شکل حقوقی به خود گرفته و مجوزها را دریافت و سازمان خود را شکل داده اند.

• رشد سریع (Go-Go)

در این مرحله تقاضا در بازار هدف محصول یا خدمت شرکت وجود دارد و شرکت احتیاج به منابع مالی و مدیریتی جهت توسعه کسب و کار خود دارند .

• ضعف و افول شرکت (Vulture Capital)

این سازمان ها به صورت عمده دارای کمبود سرمایه بوده و یا به کمک های مدیریتی و یا شبکه فروش احتیاج دارند.

به طور خلاصه مهمترین فعالیتهای VC ها میتواند به سه دسته طبقه بندی گردد: «سرمایه گذاری»، «نظارت» و «خروج». فعالیت سرمایه گذاری با کاوش VC برای فرصتهای جدید در بازار آغاز میگردد و تا زمان عقد قرارداد ادامه دارد. برای هر سرمایه گذاری، 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 سرمایه گذاران است. اگر این شرایط از سوی شرکت مقابل مورد پذیرش قرار گیرد، VC به برآورد دقیق کلیه جنبه های آن شرکت میپردازد. در صورتی که رضایت خاطر VC در این مرحله نیز جلب شد، کلیه موارد الزم برای عقد قرارداد نهایی، لحاظ میگردد زمانی که یک سرمایه گذاری انجام گرفت، VC ارتباط خود را با شرکت از طریق جلسات هیئت مدیره، استخدام و مشاوره، گسترش میدهد. از این 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 قبلاً نیز بحث شد، VC ها واسطه های مالی هستند که تعهدات قراردادی برای بازگشت سرمایه به سرمایه گذاران اولیه خود دارند. با این وجود، فرآیند خروج، نیازمند دانش و مهارت هایی است که آن را با دو فعالیت قبلی یعنی سرمایه گذاری و نظارت متمایز میسازد. VC ها استراتژیهای خروج خود را با دقت فراوان و معمولاً با مشاوره با بانکداران برنامه ریزی میکنند. معمولاً 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.

(ز) اقتصاد سرمایه گذاری خطرپذیر

تاسیس و هدایت یک صندوق سرمایه گذاری خطرپذیر (سرمایه گذاری جسورانه) کار بسیار دشواری است. دشوار از آن جهت که این کسب و کار نیاز به چشم اندازی بلند مدت دارد و شرکای با مسئولیت محدود (LP : Limited Partner) که سرمایه خود را در اختیار شرکای فعال (GP: General Partner) قرار می دهند توقع بازگشتی بیش از سایر بازارها دارند؛ چیزی در حدود ۵ تا ۱۵٪ بالاتر.

علت این توقع این است که دوره خواب سرمایه خطرپذیر بالاست و این سرمایه به این زودیها نقد نخواهد شد و ریسک بالایی هم دارد. علاوه بر اینها هزینه هایی هم برایشان به دنبال دارد. بنابراین طبیعی است که انتظار بازگشت بیشتری داشته باشند. از این رو سرمایه ای که در اختیار سرمایه گذار خطرپذیر قرار می گیرد سرمایه ای بس گران است.

اداره کردن یک صندوق سرمایه گذاری خطرپذیر دو هزینه کلیدی در پی دارد. یکی هزینه های مدیریتی (Management Fees) و دیگری بهره (Carried Interest).

هزینه های مدیریتی هزینه هایی سالانه هستند که حقوق ها و هزینه های سازمانی یک شرکت سرمایه گذاری خطرپذیر را پوشش می دهند. هزینه های مدیریتی سالانه یک صندوق مراحل نوپایی (early stage) در حالت معمول سالانه حدود ۲٪ است. این هزینه ها درصدی از کل سرمایه ای است که در صندوق سپرده شده و معمولاً

نسبتی از پولی است که به کار گرفته شده است. برای مثال در مورد یک صندوق ۵۰ میلیارد تومانی، هزینه مدیریتی ۲٪ یعنی سالانه حداکثر ۱ میلیارد تومان.

در اکثر موارد این سطح از هزینه های مدیریتی تا مدت زمان محدودی برقرار هستند. برای مثال در ۵ سال اول یک صندوق و تا زمانی است که سرمایه گذاری های جدید اتفاق بیفتد. بعد از ۵ سال، هزینه ۲٪ معمولاً بر اساس باقی مانده سرمایه گذاری در شرکت های فعال محاسبه می شود.

اما درصد هزینه مدیریتی مناسب چقدر است؟ آیا باید ۲٪ باشد؟ این هزینه به چند عامل بستگی دارد. برای صندوق های بسیار کوچک مثل صندوق ۲۰ میلیارد تومانی، ۲٪ یعنی ۴۰۰ میلیون تومان و این برای تامین هزینه های سازمانی و پرداخت یک حقوق اندک به شرکای فعال کافی است. اما در صندوق های کوچک، اندکی بالاتر بودن هزینه های مدیریتی و رسیدن آن به ۲/۵٪ بابت کار اضافی که سرمایه گذاری در معاملات کوچک و شرکت های جوان تر می طلبد، غیرمعمول نیست. عکس این موضوع برای صندوق های بزرگتر نیز صادق است و هزینه های مدیریتی می تواند تا ۱/۵٪ کاهش یابد.

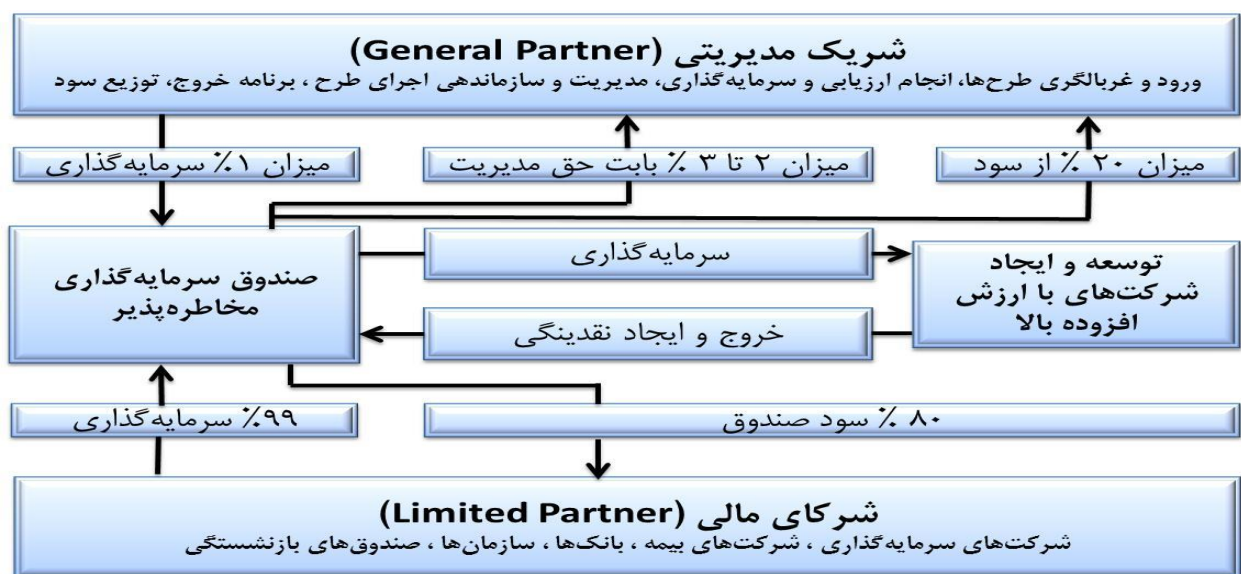
هزینه های مدیریتی در یک صندوق سرمایه گذاری کوچک کمک می کند که کار سرپا نگه داشته شود و صورت حساب ها پرداخت شوند اما با این هزینه ها ثروتی عاید کسی نمی شود. بازگشت اصلی برای یک سرمایه گذاری خطرپذیر از سودهایی است که از بازگشت کلی سرمایه گذاری ها ایجاد می شود. درصد سودی که به شرکای فعال پرداخت می شود بهره ای است که بین ۱۵٪ تا ۳۰٪ متغیر است و معمول آن ۲۰٪ است. این بهره با هزینه های صندوق رابطه عکس دارد. هرچه هزینه ها بیشتر بهره کمتر و هرچه هزینه ها کمتر بهره بیشتر. قبل از اینکه ریالی از بهره به شرکای فعال پرداخت شود اول باید کل سرمایه تعهد شده به شرکای با مسئولیت محدود بازگردانده شود. برای مثال فرض شود:

- ۵۰ میلیارد تومان برای صندوق تامین می شود و بهره نیز ۲۰٪ در نظر گرفته می شود.
 - بعد از ۵ سال یکی از شرکت های پرتفو به فروش می رسد و ۴۰ میلیارد تومان بدست می آید.
 - کل ۴۰ میلیارد به LP ها تحویل داده می شود که در واقع ۸۰٪ از سرمایه ای است که باید بازگردانده شود.
 - بعد از آن شرکت دیگری به فروش می رسد و ۲۰ میلیارد تومان به صندوق باز می گردد.
 - از این ۲۰ میلیارد، ۱۰ میلیارد به LP ها تعلق دارد.
 - حال صندوق ۵۰ میلیارد تومان اولیه را به سرمایه گذاران بازگردانده است.
 - ۱۰ میلیارد تومان باقی مانده به نسبت ۸۰ به ۲۰ بین LP و GP تقسیم می شود. یعنی ۸ میلیارد تومان شرکای محدود و ۲ میلیارد تومان شرکای فعال دریافت می کنند.
- در واقع با پرداخت سرمایه اولیه به شرکای با مسئولیت محدود، باقی سودهای بدست آمده با نسبت ۸۰ به ۲۰ بین آن ها و شرکای فعال تقسیم می شود.

ح) ساختار و ارکان سرمایه گذاری خطرپذیر

در واقع VC واسطه مالی میان موسسات سرمایه گذار اصلی (صندوق های دارای امکان سرمایه گذاری نظیر صندوق های بازنشستگی، بانک ها، موسسات بیمه و ..) و شرکت های به سرعت در حال رشد نوآوری محور می باشد. عموماً صندوق ها به عنوان شریک با مسئولیت محدود (LP) عمل می نمایند و VC نقش شریک مدیریتی (GP) را ایفا می کند و مسئولیت فعالیت هایی که از طریق منابع مالی صندوق LP انجام می شود را عهده دار است. به عبارت دیگر سازمانی است که تشکیل شده از یک شریک عمومی، که سرمایه ها را مدیریت می کند، و شرکای محدود، که پول سرمایه گذاری می کنند ولی مسئولیت محدودی دارند و در مدیریت روزانه سرمایه ها نقشی ندارند. در یک سرمایه گذاری مخاطره آمیز عادی، شریک عمومی، دستمزدی برای مدیریت و درصدی از سودهای بدست آمده (یا سودهای به تعویق افتاده) را دریافت می کند. شرکای محدود هم درآمد، عواید سرمایه ای و مزایای مالیاتی دریافت می کنند.

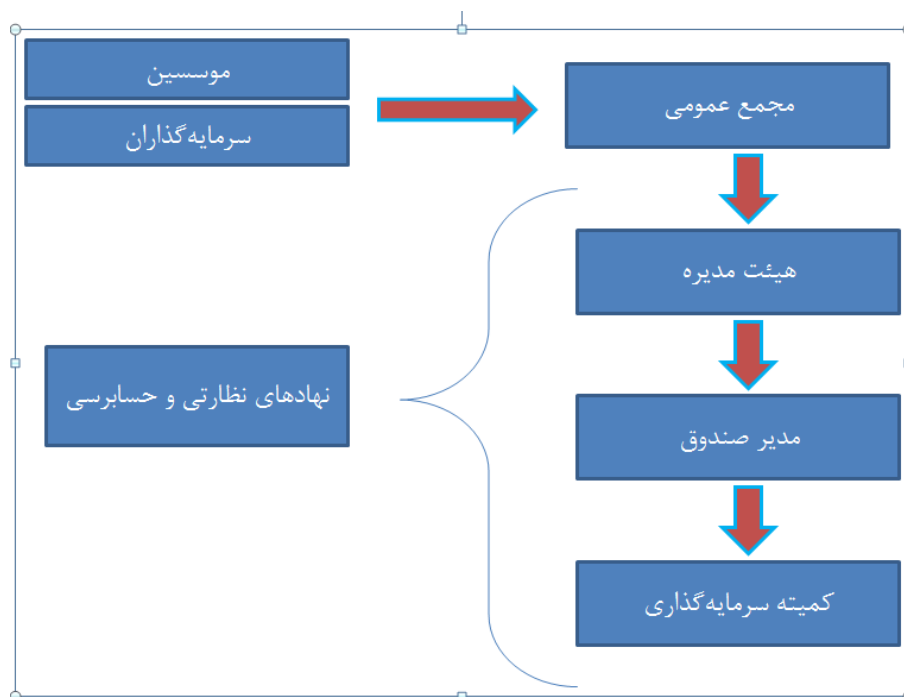
شراکت محدود یک سازمان کسب و کاری با یک یا چندین شریک عمومی یا جامع است، که کسب و کار را مدیریت می کنند و بدهی ها و تعهدات حقوقی را تقبل می کنند، و همچنین یک یا چندین شریک محدود در این سازمان ها وجود دارد، که مسئولیت آنها فقط در اندازه سرمایه گذاری هایی است که انجام می دهند. شراکت محدود یک ساختار قانونی استفاده شده توسط بسیاری از سرمایه گذاران خطرپذیر و خصوصی است. شرکای محدود همچنین از داشتن دسترسی به جریان نقدی شراکت بهره می برند، ولی در قبال تعهدات شرکت مسئول نیستند. صندوق VC، که به عنوان یک شراکت با مسئولیت محدود سازماندهی شده است، ابزار اصلی برای سرمایه گذاری VC ها می باشد. شرکای عام (GP) یک شرکت VC، خودشان نیز به صورت یک شرکت معمولاً به صورت سرمایه گذاران سازمانی با منابع دانشی می باشد و شرکای دارای سهام مسئولیت محدود (LPs) معمولاً به صورت سرمایه گذاران سازمانی با منابع مالی هستند. شکل (۳) ساختار سرمایه گذاری خطرپذیر را نشان می دهد.



شکل ۳- ساختار سرمایه گذاری خطرپذیر

بر این اساس ارکان صندوق سرمایه گذاری خطرپذیر می تواند حداقل شامل ارکان ذیل به شرح شکل (۴) باشد:

- ۱- موسسین
- ۲- سرمایه گذاران (دولت ۴۹٪ و سایر سرمایه گذاران ۵۱٪)
- ۳- مجمع عمومی
- ۴- هیئت مدیره
- ۵- مدیریت صندوق
- ۶- کمیته های تخصصی
- ۷- نهادهای نظارتی و حسابرسی



شکل ۴- ارکان صندوق سرمایه گذاری خطرپذیر