

توافقات کنترل در قراردادهای سرمایه‌گذاری خطرپذیر

محمد سلطانی*

محمد طاهر اعظم‌پور**

تاریخ پذیرش: ۹۸/۰۵/۰۶

تاریخ دریافت: ۹۷/۱۱/۲۳

چکیده

سرمایه‌گذاری خطرپذیر از مهم‌ترین و تأثیرگذارترین ابزارهای تأمین مالی کسب و کارهای نوپاست. در این نوع از سرمایه‌گذاری، سرمایه‌گذاران در طول رابطه میان مدت یا بلند مدت خود با شرکت‌های کارآفرین ضمن تأمین مالی و ارائه حمایت‌های مدیریتی به این نوع از کسب‌وکارها در زمانی که منافعشان تأمین گردد، به طرق مختلف این رابطه سرمایه‌گذاری را پایان داده، از شرکت کارآفرین خارج می‌گردند. آنها برای حفظ سرمایه و اطمینان از کسب سود در زمان خروج از سرمایه‌گذاری درصدد دستیابی به کنترل و تأثیرگذاری در تصمیمات شرکت هستند. با توجه به آنکه عموماً میزان سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران خطرپذیر کمتر از ۵۰ درصد ارزش شرکت کارآفرین است، مهم‌ترین ابزار دستیابی به این فرصت، توافق بر تعیین هیئت مدیره و شروط حمایتی مندرج در قراردادهای سرمایه‌گذاری است که در این نوشته مورد بررسی قرار گرفته‌اند. با ارائه تفاسیری از مواد قانونی حاکم بر شرکت‌های سهامی چنین نتیجه گرفته می‌شود که امکان اعمال این توافقات، مطابق با آنچه در صنعت سرمایه‌گذاری خطرپذیر در عرصه جهانی متعارف است، در کشور ایران نیز وجود دارد.

کلید واژگان:

توافقات کنترل، سرمایه‌گذاری خطرپذیر، شروط حمایتی، هیئت مدیره.

* استادیار دانشکده حقوق دانشگاه شهید بهشتی (نویسنده مسئول)

m_soltani@sbu.ac.ir

** کارشناسی ارشد حقوق تجارت بین‌الملل، دانشگاه شهید بهشتی

mtazampour70@gmail.com

مقدمه

سرمایه‌گذاران خطرپذیر به منظور تأمین مالی کسب‌وکارهای نوپا، با ارائه حمایت‌های مالی و مدیریتی منجر به رشد و افزایش ارزش چنین کسب و کارهایی شده و در زمان مناسب به نحوی که متضمن عواید پیش‌بینی شده برای سرمایه‌گذاران باشد، از شرکت کارآفرین خارج می‌گردند. ممکن است سرمایه‌گذاری به صورت مورد انتظار پیش نرفته و سرمایه‌گذار به منظور بازیابی سرمایه اولیه یا جلوگیری از زیان بیشتر از شرکت خارج شود. آنها برای تحقق اهداف خود در قراردادهای سرمایه‌گذاری، ذیل توافقاتی که انجام می‌دهند، حقوق و امتیازات قابل توجهی را برای خود در نظر می‌گیرند. این توافقات را می‌توان به اقسام مالی، کنترل و خروج^۱ تقسیم نمود که هر یک از آنها در ابعاد گوناگونی از روابط طرفین تأثیرگذار خواهند بود. با توجه به تاثیر عمده‌ای که کارآفرینان نوپا و کسب‌وکارهای خرد در به حرکت درآوردن چرخ‌های اقتصاد کشورهای جهان دارند، بایستی تلاش بر آن داشت تا ابعاد متفاوت روابط این نوع از کارآفرینان با سرمایه‌گذاران را مورد مطالعه قرارداد و روشن نمود که آیا امکان اعمال شروط قراردادی رایج در صنعت سرمایه‌گذاری خطرپذیر چنان که در سطح جهان شایع است، مطابق با قوانین حاکم در جمهوری اسلامی ایران قابل استفاده‌اند یا خیر. آنچه در این نوشته مورد نظر می‌باشد، توافقاتی است که منجر به کنترل سرمایه‌گذار بر شرکت کارآفرین می‌گردد. در واقع، از جمله ابزارهای در دست سرمایه‌گذاران به منظور حصول اطمینان نسبت به نایل آمدن به اهداف از پیش تعیین شده، در اختیار گرفتن کنترل در تصمیم‌های مهم شرکت است. از این طریق سرمایه‌گذاران به طرز مؤثری به هدایت سرمایه‌گذاری انجام شده در راستای منافع خود می‌پردازند. توافقات کنترل، عموماً از طریق توافق در تعیین هیئت مدیره و شروط حمایتی صورت می‌گیرد که در نوشته حاضر سعی در روشن نمودن مفهوم و جایگاه قانونی آنها داریم. از این رو، در قسمت اول، ابتدا کلیاتی در باب سرمایه‌گذاری خطرپذیر و انواع توافقات میان طرفین قرارداد سرمایه‌گذاری را

۱. از آنجا که در ادامه توافقات کنترل به تفصیل موضوع بحث خواهد بود در اینجا به اختصار بیان می‌گردد که توافقات مالی شامل توافقاتی است که غالباً دربردارنده آثار اقتصادی در قرارداد و جریان‌ات مالی در شرکت نوپا می‌باشند و توافقات خروج شامل توافقاتی است که به موجب آن سرمایه‌گذار به دنبال تعیین چگونگی برداشت سرمایه خود، نقد نمودن آن و پایان دادن به نقش مدیریتی در شرکت نوپا خواهد بود.

مطرح، و بعد از آن به صورت خاص به مفهوم کنترل و ابزار اعمال آن پرداخته شده است. در ادامه، ذیل قسمت دوم، به تفصیل، اهم توافقات کنترل یعنی توافق تعیین هیئت مدیره و شروط حمایتی و نحوه اعمال آنها مطابق با حقوق ایران بررسی می‌شود.

۱. شناسایی توافقات کنترل در سرمایه‌گذاری خطرپذیر

ذیل قسمت حاضر به دنبال آشنا نمودن خواننده با مفهوم سرمایه‌گذاری خطرپذیر و انواع توافقات میان سرمایه‌گذار و شرکت کارآفرین، سعی در روشن نمودن مفهوم توافقات کنترل طی دو گفتار خواهیم داشت. از این رو، در گفتار اول به اختصار مفهوم سرمایه‌گذاری خطرپذیر و انواع توافقات موجود در این نوع سرمایه‌گذاری از نظر می‌گذرد و در گفتار دوم به صورت خاص به توافقات کنترل پرداخته، مفهوم و ابزار اعمال آن را بیان می‌نماییم.

۱.۱. سرمایه‌گذاری خطرپذیر

ذیل این گفتار در بند اول مفهوم سرمایه‌گذاری خطرپذیر مطرح شده و متعاقب آن در بند دوم انواع توافقات میان سرمایه‌گذار و کارآفرینان بررسی خواهد شد.

۱.۱.۱. مفهوم سرمایه‌گذاری خطرپذیر

کسب و کارهای جوان و تازه تأسیس را که در مراحل اولیه حیات خود بوده، سابقه اجرایی و عملیاتی چندانی ندارند و همچنان در حال رشد و توسعه‌اند، نوپا^۱ می‌گویند.^۲ این نوع از کسب و کارها که عموماً در قالب شرکت‌های کوچک و متوسط^۳ بروز می‌یابند، به‌عنوان موتورهای محرک رشد اقتصادی می‌شوند.^۴ از میان آثار آنها بر اقتصاد یک جامعه می‌توان به ایجاد

1. Start Up
 2. Nour, D. *The Entrepreneur's Guide to Raising Capital*. US: Preager Publisher, 2009, pp.1-2.
 3. SMEs
 4. Durrani, Mansoor, and Grahame Boocock. *Venture Capital, Islamic Finance and SMEs (Valuation, Structuring and Monitoring Practices in India)*. New York: Palgrave Macmillan, 2006. p. 5.

فرصت‌های اشتغال، ایجاد فرصت‌های لازم برای خلاقیت و نوآوری، ایجاد درآمدهای اقتصادی و کاهش فقر در جامعه اشاره نمود.^۱

هر کسب و کار نوپایی در ابتدای راه خود با مشکلات عمده اجرایی و مالی روبه‌رو خواهد بود. بنابراین تأمین مالی کارآفرینی و استفاده از روش‌های صحیح مدیریتی برای بقا و موفقیت آنها ضروری می‌نماید. بسیاری از این کسب و کارها در مرحله نوپایی هزینه‌ای بیش از درآمد خود دارند و عموماً تا به مرحله بلوغ خود نرسند، تراز مالی مثبتی نخواهند داشت و برای رفع این مشکل باید به دنبال تأمین سرمایه مورد نیاز خود برآیند.

دارایی کارآفرین، دارایی بستگان و دوستان، فرشتگان کسب‌وکار،^۲ سرمایه‌گذاران خطرپذیر، خریداران و تأمین‌کنندگان مواد اولیه، برنامه‌های حمایت‌کننده دولتی، بانک‌های و بازار سرمایه از جمله انواع طرق تأمین مالی می‌باشند که به اقتضای آنکه که یک کسب‌وکار در چه مرحله‌ای از حیات خود باشد، مورد استفاده قرار خواهند گرفت.^۳

دستیابی شرکت‌های نوپا به منابع مالی سنتی شناخته‌شده و رایج از قبیل تسهیلات بانکی با توجه به وجود موانعی همچون عدم اطمینان،^۴ عدم تقارن اطلاعات،^۵ ماهیت دارایی‌ها و شرایط

1. Naude, Wim, *Entrepreneurs and economic development*, United Nation University, <https://unu.edu/publications/articles/are-entrepreneurial-societies-also-happier.html> (last visited on 07/12/2018).

2. Angel Investor

این نوع از سرمایه‌گذاران که عموماً از افراد ثروتمند تشکیل شده‌اند، به‌طور معمول سرمایه شخصی خود را در شرکت‌های نوپا یا شرکت‌های در شرف تأسیس تزریق می‌نمایند که صرفاً دارای یک ایده و طرح کسب و کار دارای توانایی بالقوه رشد می‌باشند. خطرپذیری در این نوع سرمایه‌گذاری بیش از سایر انواع سرمایه‌گذاری‌هاست؛ زمان ورود به کسب و کار پیش از سایر سرمایه‌گذاران بوده و حجم سرمایه‌گذاری نیز عموماً کمتر از سایر انواع سرمایه‌گذاری‌هاست. (<https://www.startups.com/library/expert-advice/angel-investors-vs-venture-capitalists>)

3. Roberts, E. "Initial Capital for the New Technological Enterprise," *IEEE Transaction on Engineering Management*. 37(2), 1990: 85.

4. Uncertainty

شرکت‌های نوپا طبیعتاً با نوعی عدم اطمینان در توسعه و نتیجه‌بخش بودن یا نبودن ایده‌ها و پروژه‌های خود همراه‌اند.

5. Asymmetric Information

۶. بسیاری از دارایی‌های شرکت‌های نوپا غیر ملموس می‌باشد برای مثال ایده کسب‌وکار و تخصص. ارزش‌گذاری و ارزیابی این نوع از اموال برای سرمایه‌گذاران سخت‌تر از اموال ملموس بوده و علاوه بر آن امنیت کمتری را برای سرمایه‌گذار در صورت ورشکستگی و تصفیه شرکت تأمین می‌کند.

موجود در بازار بسیار دشوار است. این موانع دال بر میزان بالای خطر سرمایه‌گذاری در این شرکت‌ها و موجب کاهش انگیزه سرمایه‌گذاران سنتی است؛ لذا کارآفرینان می‌بایست به دنبال راه‌هایی جدید برای تأمین نیازهای مالی خود باشند.^۱

شرکت‌های نوپا بایستی به دنبال سرمایه‌گذارانی باشند که ضمن پذیرش خطرات فوق‌الذکر با تخصص و مهارت خود آنها را مدیریت نموده و از این شرایط برای کسب سود بیشتر استفاده نمایند. ^۲ بر این اساس، اشخاصی اعم از حقیقی و حقوقی بر آن شدند تا در این نوع از کسب‌وکارها با سازوکارهایی پیچیده سرمایه‌گذاری کرده، به نیاز کارآفرینان و مؤسسان برای جذب سرمایه پاسخ دهند. با این توصیفات، سرمایه‌گذاری خطرپذیر یکی از راه‌های تأمین مالی است که به صورت خاص در کسب و کارهای نوپا به فعالیت می‌پردازد.

سرمایه‌گذاری خطرپذیر اصولاً محدود به تأمین سرمایه مادی نیست و همراه با کمک‌های مدیریتی در اختیار شرکت‌های نوپا و دارای آتیه اقتصادی قرار می‌گیرد. به این ترتیب، سرمایه‌گذار خطرپذیر افزون بر تأمین سرمایه، در مدیریت کسب‌وکار نیز فعالانه مشارکت و با تلاش در راستای افزایش ارزش کسب و کار در توسعه آن نیز نقش مهمی ایفا می‌کند. در واقع، از آنجا که محیط فعالیت شرکت‌های نوپا، به‌ویژه در ابتدای ورود به بازار آمیخته با چالش‌های بسیار است، نیاز به مدیرانی حرفه‌ای است که بتوانند شرکت را در شرایط دشوار هدایت کنند. بنابراین، سرمایه به همراه کمک‌های مدیریتی در اختیار کسب و کارهای نوپا و در حال رشد قرار می‌گیرد تا این امکانات به منظور تبلیغات، تحقیقات و تولید محصول به کار گرفته شوند.^۳

با در نظر گرفتن مطالب پیش‌گفته، سرمایه‌گذاری خطرپذیر عبارت است از تأمین مالی و مدیریتی جسورانه کسب و کارهای خصوصی نوپای دارای آتیه اقتصادی، برای یک دوره زمانی مشخص که هدف از آن به حداکثر رساندن سود ناشی از بازگشت سرمایه طی خروج از

1. Gompers, Paul, and Jash Lerner. *The Venture Capital Cycle*, US: MIT Press, 1999, pp.127-128.

2. Schwartz, D. *The Future Of Finance: How Private Equity and Venture Capital Will Shape the Global Economy*. US: Wiley, 2010, pp. 13-15.

۳. سلطانی، محمد، *مفهوم و ماهیت حقوقی صندوق‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر*، منتشره در کتاب حقوق بازار سرمایه در پرتو حقوق اقتصادی (مجموعه مقالات نخستین همایش ملی حقوق بازار سرمایه)، نشر میزان، ۱۳۹۷، ص ۲۸۷.

سرمایه‌گذاری به طرق مقتضی است.^۱ هدف اصلی این نوع از سرمایه‌گذاری به دست آوردن یک سود قابل توجه در نتیجه یک روش خروج مناسب است. لذا سرمایه‌گذاران با انجام برنامه‌ریزی دقیق در صدد خروج از سرمایه‌گذاری در بهترین زمان، به پربازده‌ترین شیوه ممکن می‌باشند. ماهیت طرح‌های خلاقانه و نوآوری‌هایی که موضوع کسب و کارهای نوپا هستند، متضمن خطرات زیادی است که می‌تواند موفقیت کسب‌وکار را به نحو مؤثری تحت تأثیر قرار دهد. بر این اساس، سرمایه‌گذاران توجه ویژه‌ای به موضوع کنترل خطرات موجود داشته و سعی بر آن دارند تا از طریق راهکارهای متفاوت در ایجاد فضای اعتماد میان سرمایه‌گذار و شرکت‌های نوپا توفیق یابند.

سرمایه‌گذاران خطرپذیر علی‌رغم رویارویی با این خطرات، انگیزه زیادی نسبت به افزایش ارزش شرکت و متعاقب آن افزایش سود ناشی از بازگشت سرمایه خود در زمان خروج و انعطاف قابل توجهی در طراحی قراردادهای سرمایه‌گذاری با شرکت‌های نوپا دارند.^۲

۱.۱.۲. انواع توافقات در قراردادهای سرمایه‌گذاری خطرپذیر

قراردادهای میان سرمایه‌گذاران خطرپذیر و کارآفرینان دارای توافقات پیچیده‌ای است که می‌توان آنها را پاسخی به خطرات موجود در این نوع از روابط مالی دانست؛^۳ چرا که قراردادها بایستی به نحوی طراحی شوند که منجر به کاهش مشکلات ناشی از خطرات موجود برای طرفین قرارداد گردند.^۴ در واقع خطر اصلی در این است که سرمایه‌کسب‌وکار نوپا توسط سرمایه‌گذاران تأمین می‌شود، اما درصد سهام سرمایه‌گذاران در این کسب‌وکار به نحوی نیست که کنترل آن را در اختیار داشته باشند. بنابراین سرمایه‌گذار برای کنترل نحوه استفاده از سرمایه تأمین شده توسط خود و رشد و توسعه شرکت و سرانجام خروج از این سرمایه‌گذاری، نیازمند

1. Metrick, Andrew, and Ayako Yasuda. *Venture Capital and New Innovation off Finance*, 2nd Edition, US: Wiley, 2011, p.3.

2. Sensoy, Berk, and Ola Bengtsson. "Investor Abilities and Financial Contracting: Evidence from Venture Capital", *Journal of Finance Intermediation* 20,2011:P 478.

3. Mccahery, Joseph, and Luc Renneboo. *Venture Capital Contracting and the Valuation of High Technology Firms*, UK: Oxford University Press, 2003, p. 134.

4. Haugen, Robert, and Lemma Senbet. "The Role of options in the resolution of agency problem," *journal of Finance* 36 (3), 1981:640- 643.

توافقاتی با کارآفرین است. هدف آن است که سرمایه‌گذار و کارآفرین تلاش لازم را در راستای تأمین منافع یکدیگر انجام دهد.^۱

ذیل مطالعاتی که در عرصه جهانی در خصوص قراردادهای سرمایه‌گذاری خطرپذیر صورت گرفته است، انواع توافقات موجود در این قراردادها بر شمرده شده‌اند. در این نوشته، اهم این توافقات را به سه دسته کلی توافقات مالی، توافقات کنترل و توافقات خروج تقسیم نموده‌ایم که این توافقات اصولاً در قراردادی به نام توافق‌نامه سهام‌داران منعکس می‌شود.^۲

توافقات مالی شامل توافقاتی است که غالباً در بردارنده آثار اقتصادی در قرارداد و جریان‌های مالی در شرکت نوپا می‌باشند. با تنظیم صحیح این توافقات، سرمایه‌گذاران به دنبال تضمین بازگشت سرمایه^۳ و کسب بالاترین سود ممکن هستند. اهم توافقاتی که در این بخش قرار می‌گیرند، عبارت‌اند از: ارزش‌گذاری شرکت و تعیین بهای معامله، اولویت در زمان تصفیه^۴ شرط جلوگیری از رقیق شدن سهام، تقسیم سود سهام، تخصیص تدریجی سهام، نوع سهام مورد استفاده در سرمایه‌گذاری و ارزش تعیین شده برای هر سهم.

در خصوص توافقات خروج باید توجه داشت سرمایه‌گذاران خطرپذیر با این هدف که شرکت نوپا را نگهداری یا به‌صورت دائمی مدیریت نمایند، سهام آنها را خریداری نمی‌کنند، بلکه هدف اصلی از خریداری سهام این شرکت‌ها به دست آوردن یک سود قابل توجه در نتیجه یک روش خروج مناسب است.^۵ در این مرحله، سرمایه‌گذار به دنبال تعیین چگونگی برداشت سرمایه خود، نقد نمودن آن و پایان دادن به نقش مدیریتی در شرکت نوپا خواهد بود.^۶ در این قسمت توافقاتی درج می‌شود که به طریقی در خصوص نحوه خروج سرمایه‌گذاران تأثیرگذار بوده یا زمینه خروج

1. Reid, Gavin, and Julia A. Smith. *Risk Appraisal and Venture Capital in High Technology New Ventures*, London & New York: Routledge (Taylor & Francis Group), 2008, pp. 21-23.

2. Shareholder Agreement

3. Wilmerding, A. *Termsheet and Valuation*, US: Aspatore Book, 2003, p.32.

4. Liquidation preference

5. Cendrowski, Harry, and James P. Martin, Louis W. Petro, Adam A. *Wadecki, Private equity History, Governance, and Operations*. New Jersey: Wiley, 2008, p.357.

6. Klonowski, D, op. cit., p235.

آنها را در شرایط خاص به انحای مختلف پیش‌بینی می‌نماید. توافقاتی همچون نحوه خروج از شرکت که اعم است از عرضه اولیه سهام، ادغام یا تملیک در این دسته قرار می‌گیرند. توافقات کنترل اصولاً شامل تعیین هیئت مدیره و شروط حمایتی هستند که در گفتار دوم این نوشته به تفصیل مورد بحث قرار خواهد گرفت؛ لذا از تشریح آن در این قسمت گذر نموده‌ایم.

۱.۲. مفهوم و ابزار اعمال توافقات کنترل

در این گفتار ذیل دو بند جداگانه ابتدا مفهوم توافقات کنترل و علت و نقش چنین توافقاتی را در سرمایه‌گذاری خطرپذیر بحث می‌کنیم و در پی آن ابزار اعمال کنترل در قراردادهای سرمایه‌گذاری خطرپذیر را بررسی خواهیم نمود.

۱.۲.۱. مفهوم توافقات کنترل

در سرمایه‌گذاری خطرپذیر میان میزان مالکیت و کنترل بر تصمیمات متخذه رابطه همسویی وجود ندارد؛ به این معنی که لزوماً مالکین اکثریت سهام شرکت تصمیمات کلیدی را مطابق امیال خود اتخاذ نمی‌نمایند و کنترل بر تصمیم‌گیری‌ها با استفاده از توافقات کنترل تا حدود زیادی به سرمایه‌گذاران سپرده می‌شود، هرچند اکثریت مالکیت شرکت در اختیار کارآفرینان است. این راهکار به سرمایه‌گذاران ابزار لازم به منظور هدایت سرمایه و کنترل شرکت نوپا و متقابلاً به کارآفرینان میزان کافی از مالکیت شرکت را خواهد داد که منجر به ایجاد انگیزه در آنها به صورت توأمان برای افزایش ارزش سهامشان خواهد بود،^۱ لذا سرمایه‌گذاران علی‌رغم مالکیت درصد کمی از کل شرکت، از ابزارها و فنون متنوعی برای کنترل و نظارت بر شرکت کارآفرین در دوره سرمایه‌گذاری بهره می‌جویند^۲ و این حقیقت که سرمایه‌گذاران خطرپذیر معمولاً مالکیت کمتر از ۵۰ درصد سهام یک شرکت نوپا را در اختیار دارند، لزوماً به این معنی نیست که شرکت را کنترل نمی‌نمایند،^۳ لذا منظور از توافقات کنترل در حقیقت مجموعه توافقاتی است که منجر به ایجاد حق نظارت و کنترل بر تصمیمات و فعالیت‌های شرکت کارآفرین برای سرمایه‌گذاران می‌گردد.

1. Kleinschmidt, M., op. cit., 2007, p. 99.

2. Ibid.

3. Brian, E. Hill, and Dee Power. *Inside Secrets to Venture Capital, US: Wiley*, 2001, p. 242.

اصولاً در هر نوع سرمایه‌گذاری، سرمایه‌گذاران به دنبال میزان مشخصی از کنترل و حق رای برای محافظت از سرمایه آورده شده یا هدایت آن در مسیر درست و مؤثر هستند. این موضوع در زمینه سرمایه‌گذاری خطرپذیر و شرکت‌های کارآفرین بارزتر است.^۱ از جمله دلایل تأکید سرمایه‌گذاران بر حق کنترل و موافقت کارآفرینان با این موضوع را می‌توان وجود خطرات بالا در سرمایه‌گذاری خطرپذیر، حمایت از اقلیت در برابر اکثریت و افزایش انگیزه سرمایه‌گذاران و کارآفرینان برای افزایش ارزش شرکت دانست.

چالش به وجود آمده میان سرمایه‌گذار و کارآفرینان در رابطه با کنترل شرکت نقشی اساسی در مذاکرات سرمایه‌گذاری خطرپذیر بازی می‌نماید. یکی از اهداف اصلی کارآفرینان در زمان جذب سرمایه و در طول حیات شرکت حفظ توأمان کنترل و مالکیت بر شرکت است.^۲ این خواسته در یک رابطه سرمایه‌گذاری ایدئال با سطح بالایی از اعتماد متقابل و به دور از هرگونه عدم تقارن اطلاعات محتمل است، لیکن در مواردی که عدم تقارن اطلاعات محرز و شناخت طرفین قرارداد سرمایه‌گذاری از یکدیگر بسیار پایین بوده، توافقات کنترل با تفویض حق کنترل شرکت به سرمایه‌گذاران، مهم‌ترین وسیله برای تقلیل خطر هر یک از طرفین در طول همکاری خواهد بود که هدف از آن افزودن منابع و رسیدن به اهداف راهبردی و بلندمدت است.^۳

مهم تسهیل همکاری میان سرمایه‌گذار و کارآفرینان است و همکاری زمانی تسهیل می‌گردد که ترکیبی متناسب از کنترل و اطمینان در روابط کارآفرین و سرمایه‌گذار به وجود آید.^۴ هر نوع از حق کنترل ممکن است مقدار هم‌راستایی و همسو بودن طرفین را تا حدی کاهش دهد، لیکن میزان مشخصی از کنترل که از نظر طرف مقابل به‌عنوان یک خطر شناخته نشود، می‌تواند روابط همکاری را تسهیل نماید.^۵ میزان مناسب کنترل آن است که خطرهای پیش روی طرفین را به

1. Romans, A. *The Entrepreneurial Bible to Venture Capital. Inside Secrets from the Leaders in the Start-up game*, US: Mc Graw-Hill Education, 2013, p. 138.

2. Gordon, Jason, and David Orozco, op. cit., p. 201.

3. Xueming, Luo, and Rebecca J. Slotegraaf, Pan Xing. "Cross-Functional Coopetition: The Simultaneous Role of Cooperation and Competition within Firms," *Journal of Marketing* 70(2), 2006:P 70.

4. Shepherd, Dean, and Andrew Zacharakis. "The Venture Capitalist-Entrepreneur Relationship: Control, Trust and Confidence in Co-operative Behavior," *Journal of Venture Capital an International Journal of Entrepreneurial Finance* 3(2), 2001:PP 58-60.

5. Gordon, Jason, and David Orozco, op. cit., p. 209.

مقدار کفایت پوشش دهد، همکاری میان طرفین را بهبود بخشد و انجام تجارت خطرپذیر را آسان نماید.

هر یک از ساختارهای کنترل پاسخی به خطرهای شناخته‌شده از سوی طرفین و فرصت‌هایی برای جلب اعتماد طرف مقابل است^۱ و میزان کنترلی که از سوی هر یک از طرفین مطالبه می‌شود، تابعی از خطرهای شناخته‌شده در آن کسب‌وکار است.^۲

کنترل باید منجر به تقلیل خطرات مرتبط، کاهش رفتارهای فرصت‌طلبانه‌ای که از عدم اطمینان حاضر در تأمین مالی شرکت‌های نوپای دارای فناوری بالا ناشی می‌شود،^۳ متعهد نمودن شرکت، نظارت بر توسعه و تصمیمات مدیران و در نتیجه افزایش احتمال موفقیت و افزوده شدن ارزش سرمایه‌گذاری گردد.^۴

در مجموع می‌توان چنین گفت که این توافقات، خطرات را کاهش داده، سرمایه‌گذار را در برابر هر نوع شکستی محافظت کرده، به آنها اجازه می‌دهند تا به طریق مثبتی کنترل و نظارت خود را بر شرکت اعمال نموده، در نهایت منجر به توزیع بهتر ثروت و افزایش کارایی اقتصادی قرارداد خواهند بود.^۵

1. Ning Yixi, and Wei Wang, Yu Bo. "The Driving Forces of Venture Capital Investments," *Small Business Economics* 44(2), 2014:P 343.

2. Kollman, Tobias, and Andreas Kuckertz, Nill Middelberg. "Trust and Controllability in Venture Capital Fundraising," *Journal of business research* 67(11), 2014:PP 2413-2414.

Sapienza, Harry, and Sophie Manigart, Wim Vermeir. "Venture Capitalist Governance And Value Added In Four Countries," *Journal of Business Venturing* 11(6), 1996:P 445.

3. Schertler, Andrea, Venture Capital Contracts: A Survey Of the Recent Literature, *Kiel Institute of World Economics*, work paper No. 1017, 2000, p.2. available at <https://www.econstor.eu/bitstream/10419/17714/1/kap1017.pdf> (last visited on 07/12/2018)

4. Higashide, Hironori, and Sue Birley. "The Consequences of Conflict Between the Venture Capitalist And The Entrepreneurial Team In The United Kingdom From The Perspective Of The Venture Capitalist," *Journal of Business Venturing* 17(1), 2002:PP 60-63.

5. Fled, Brad, and Jason Mendelson. *Venture Deals: Be Smarter than Your Lawyer and Venture Capitalist*, US: Wiley, 2011, p.33.

۱.۲.۲. ابزار اعمال کنترل

کنترل در شرکت‌ها و در سرمایه‌گذاری‌ها به وسیلهٔ ابزارها و تکنیک‌های متفاوتی اعمال می‌شود. در یک تقسیم‌بندی می‌توان آنها را به دو نوع کنترل بر مبنای سهام و کنترل بر مبنای قرارداد تقسیم نمود؛ به این معنی که نظارت و کنترل مورد نظر را از طریق ترتیبات مربوط به انواع سهام اختصاص یافته به سرمایه‌گذاران اعمال نمود و یا از طریق شروط ذیل توافق نامه سهام‌داران اختیارات کنترلی و نظارتی را برای سرمایه‌گذار در نظر گرفت.

۱.۲.۲.۱. کنترل بر مبنای سهام

سرمایه‌گذاری در شرکت‌های نوپا ممکن است اشکال متفاوتی را به خود بگیرد که از جمله شامل اوراق قرضه قابل تبدیل، سهام ممتاز، سهام ممتاز قابل تبدیل، سهام عادی یا ترکیبی از این ابزارها خواهد بود.

از جمله کارآمدترین تکنیک‌ها و ابزارهای توزیع قدرت و کنترل در شرکت، ایجاد دو یا چند نوع سهام و تخصیص انواع سهام به شرکاست. هریک از این انواع سهام از نظر حق رأی، تقسیم سود و سایر شرایط می‌توانند با یکدیگر متفاوت باشند. با ایجاد تفاوت در امتیازات متعلق به انواع متفاوت سهام و تخصیص آنها به صورت نامتوازن بین شرکا به راحتی می‌توان به قدرت کنترل مورد نظر دست یافت.^۱

در ادبیات سرمایه‌گذاری خطرپذیر سهام ممتاز قابل تبدیل^۲ شکل مناسب سرمایه‌گذاری برای سرمایه‌گذاران خطرپذیر است.^۳ از مزیت‌های سهام ممتاز آن است که منجر به ایجاد انگیزه مناسب برای طرفین به‌ویژه اقلیت دارندهٔ این نوع سهام به منظور تلاش در راستای افزایش ارزش کسب‌وکار گردیده و متضمن انواع امتیازات مالی و غیر مالی برای دارندگان این نوع سهام

1. Hodge, O. "Control distribution Devices", *university of Illinois law forum* 1, 1969:P 48.

۲. لازم به توضیح است که در این نوع از سرمایه‌گذاری‌ها سود سهام ممتاز عموماً ثابت بوده و عددی مابین سود تسهیلات بانکی و سود پیش‌بینی شده برای سهام عادی شرکت نوپاست و قابل تبدیل بودن سهام ممتاز این اختیار را به سرمایه‌گذار می‌دهد تا در صورت سوددهی شرکت سهام ممتاز خود را به سهام عادی تبدیل نماید.

3. Berglof, E. "a control theory of venture capital finance", *Journal of Law, Economic and Organization* 10(2), 1994:PP 249-250.

است و از آن مهم‌تر نظارت و کنترلی است که می‌توان بر مبنای آن به کارآفرینان تحمیل نمود و خطرات این نوع سرمایه‌گذاری را تقلیل داد.

در قوانین مربوط به شرکت‌های تجاری ایران سهام عادی و ممتاز شناخته شده‌اند، لیکن نظام حقوقی حاکم بر آن چندان روشن نیست و تقسیم‌بندی از انواع سهام ممتاز وجود ندارد.^۱ به منظور جلوگیری از نامعلوم بودن رژیم حقوقی حاکم بر سهام ممتاز و کاهش موارد عدم اطمینان، انواع مختلف سهام ممتاز، شرایط آنها و حقوق دارندگان این‌گونه سهام به وضوح باید مورد توافق واقع شده و در اساسنامه ذکر گردد.

پرسشی که در روند تصمیم‌گیری و اداره شرکت بسیار اثرگذار است، آن است که آیا می‌توان برای سهام ممتاز یا طبقه خاصی از سهام‌داران در مجامع عمومی یا هیئت مدیره حق رأیی مضاعف یا رأیی با ویژگی خاص قائل شد؟ علی‌رغم اختلافات و نظرات متفاوت حقوق‌دانان در این عرصه^۲ آنچه در سرمایه‌گذاری‌های خطرپذیر باید مورد توجه واقع شود، آن است که شناسایی چنین امتیازاتی به توسعه سرمایه‌گذاری خطرپذیر کمک می‌کند و در هیچ یک از مواد قانونی مربوط به شرکت‌های تجاری محدودیتی نسبت به برقراری امتیازات خاص برای سهام ممتاز یا نوع مخصوصی از سهام جز نظم عمومی و قوانین آمره نظام حقوقی حاکم در نظر گرفته نشده است.^۳ علاوه بر تقسیم سهام به انواع عادی و ممتاز، از دیگر تکنیک‌های کنترل بر مبنای سهام می‌توان به تقسیم‌بندی سهام به گروه‌های جداگانه و رأی‌گیری بر مبنای گروه‌بندی انواع سهام نیز اشاره نمود. در برخی موارد این امکان وجود دارد که در چرخه حیات یک شرکت سرمایه‌گذاری‌های جدیدی صورت گرفته و سرمایه‌گذاران جدیدی وارد شرکت گردند. لذا به

۱. جنیدی، لعیا، رحمت دشتی، بررسی نظام حقوقی حاکم بر سهام ممتاز در حقوق ایران و انگلستان، فصلنامه بورس اوراق بهادار، پاییز ۱۳۸۸، شماره ۷، ص ۸۶.

۲. اسکینی، ربیعا، حقوق تجارت (شرکت‌های تجاری)، جلد ۲، ویراست ۲، تهران: سازمان مطالعه و تدوین کتب علوم انسانی دانشگاهی (سمت)، ۱۳۸۹، ص ۷۷؛ عرفانی، محمود، حقوق تجارت، جلد ۲، تهران: جهاد دانشگاهی، ۱۳۸۵، ص ۲۸۵.

پاسبان، محمد رضا، حقوق شرکت‌های تجاری، تهران: انتشارات سمت، ۱۳۸۵، ص ۲۸۲.

۳. رک: سلطانی، محمد و نسیم گوهرسود فرد، سرمایه‌گذاری خطرپذیر و سهام ممتاز، فصلنامه بورس اوراق بهادار، بهار ۹۶، شماره ۳۷.

منظور پرهیز از تداخل، بهتر آن است این گونه سهام را به گروه‌ها و طبقات خاصی تقسیم نمود.^۱ در این حالت گروه‌های متفاوت میان سهامداران برای مثال دارندگان سهام گروه (الف) و دارندگان سهام گروه (ب) به صورت جداگانه در خصوص موضوعات اساسی و بنیادی شرکت رأی داده و در خصوص حقوق و مزایای آن گروه تصمیم‌گیری می‌نمایند؛ برای مثال می‌توان به انتخاب اعضای هیئت مدیره شرکت اشاره نمود که هر یک از گروه‌های سهامی حق انتخاب تعداد خاصی از هیئت مدیره دارا می‌باشند.

امکان گروه‌بندی سهام در حقوق تجارت ایران به صراحت پیش‌بینی نگردیده است، اما با استفاده از ماده ۹۳ لایحه اصلاحی و اشاره آن به نوع مخصوصی از سهام که متفاوت از سهام ممتاز مذکور در ماده ۴۲ لایحه اصلاحی است، می‌توان قائل به امکان گروه‌بندی سهام و پذیرش ضمنی آن در قانون تجارت ایران گردید. این گروه‌بندی‌های سهام را در قراردادهای سرمایه‌گذاری خارجی و در قراردادهای مشارکت مدنی موسوم به جوینت ونچر می‌توان مشاهده نمود که منجر به تشکیل شخصیت حقوقی و انعقاد مفاد قرارداد خصوصی در اساسنامه شرکت می‌گردد.^۲ از دیگر مواردی که می‌توان موضوع استفاده از این نوع سهام واقع گردد، قراردادهای سرمایه‌گذاری خطرپذیر است.

۱.۲.۲.۲. کنترل بر مبنای قرارداد

از دیگر ابزار تأثیرگذار کنترل، توافقات و قراردادهایی است که در آن حقوق، تعهدات و مسئولیت‌های طرفین قراردادهای سرمایه‌گذاری گنجانده می‌شود. از جمله مهم‌ترین این توافقات توافق‌نامه سهامداران است. در این توافق حقوق و وظایفی مورد تصریح قرار می‌گیرند که در قوانین پیش‌بینی نگردیده است و یا پیش‌بینی‌های قانونی موجود از نظر سهامداران مناسب نمی‌باشد.^۳ آنچه مفاد این توافق‌نامه‌ها را تشکیل می‌دهد، عموماً حقوق و وظایفی را دربر می‌گیرد که آنها را نمی‌توان تنها به اتکای امتیازات ناشی از سهام ممتاز و حقوق و وظایف سهامداران

1. Common Stock vs. Preferred Stock, and Stock Classes

<http://www.investorguide.com/article/11166/stock-classes-the-difference-between-common-stock-and-preferred-stock-igu/> (last visited on 07/12/2018).

۲. یاسبان، محمدرضا، پیشین، ص ۲۸۴.

3. Chemla, Gills, and Alexander Ljungvist, Michel Habib. "An Analysis of Shareholder Agreements," *Journal of European Economic Association* 5(1), 2007:P 94.

ناشی از قوانین حاکم بر شرکت‌های تجاری به دست آورد. لذا سرمایه‌گذاران علاوه بر کنترل‌هایی که از این طریق به دست می‌آورند، به دنبال تسهیل شرایط سرمایه‌گذاری و دستیابی به کنترل بیشتر از طریق توافق‌نامه سهام‌داران خواهند بود. تا آنجا که در تعریفی که از این توافق ارائه شده و اهدافی که برای آن برشمرده‌اند، آن را توافقی برای به دست آوردن، حفظ و سازمان‌دهی کنترل مؤثر بر شرکت دانسته‌اند.^۱

در تنظیم این توافق‌نامه‌ها باید دقت کافی صورت گیرد و با در نظر گرفتن قانون حاکم بر قرارداد همواره کوشید که حداقل‌های قانونی رعایت گردیده، این توافقات در تعارض با قوانین آمره قانون حاکم نباشد؛ به نحوی که موجب بی‌اعتباری آنها گردد.^۲

انعقاد چنین قراردادهایی در نظام حقوقی ایران نیز تا حدودی که خلاف قوانین آمره حاکم بر شرکت‌های تجاری و مختل‌کننده نظم عمومی یا اخلاق حسنه نگردد با استناد به اصل آزادی اراده طرفین در انعقاد قرارداد بلامانع تلقی می‌گردد. این موضوع با تاکید بر قوانین حاکم بر شرکت‌های سهامی خاص در قسمت دوم بررسی می‌شود.

۲. انواع توافقات کنترل در سرمایه‌گذاری خطرپذیر

در خصوص میزان تأثیرگذاری سرمایه‌گذاران خطرپذیر بر شرکت‌های کارآفرین، کنترل بر تصمیمات شرکت در مقایسه با میزان مالکیت از اهمیت بیشتری برخوردار است. از همین روی، سرمایه‌گذاران خطرپذیر بیش از آنکه دغدغه میزان مالکیت خود بر شرکت نوپا را داشته باشند، به دنبال در اختیار داشتن حق کنترل بر تصمیمات شرکت می‌باشند.^۳ سرمایه‌گذاران خطرپذیر عموماً در تصمیم‌گیری‌های مهم، از جمله انتخاب کارکنان کلیدی،^۴ تصویب بودجه و توسعه برنامه راهبردی دخالت مؤثری خواهند نمود.^۱

1. Belot, Francois. "Do Target Shareholder Agreements Induce Bidders to pay Higher Premiums," PHD diss., Université Paris-Dauphine, 2009, p. 3.

2. Hodge, O. "Arrangements Which Protect Minority Shareholders against Squeeze-out," Minnesota Law Review 45, 1961:PP 548-549.

3. Kleinschmidt, Maik, op. cit., p. 99.

۴. منظور از اشخاص کلیدی افرادی متخصص و با تجربه می‌باشند که به حل مشکلات و نیازهای تجاری شرکت کمک شایانی کرده و از ارکان ضروری موفقیت سرمایه‌گذاران خطرپذیر می‌باشند. این کارکنان ضرورتاً از میان کارآفرینان و مؤسسين نمی‌باشند. ←

اختیارات کنترلی را که سرمایه‌گذاران در قراردادهای خود به دست می‌آورند، می‌توان به دو دسته اختیارات کنترلی مثبت و اختیارات کنترلی منفی تقسیم‌بندی نمود. در گروه اول سرمایه‌گذاران با استفاده از اختیاراتی که دارند، به تصمیم‌سازی در خصوص آتیه شرکت می‌پردازند؛ به نحوی که متضمن حقوق و منافع خود آنها و شرکت باشد، اما در گروه دوم آنها با استفاده از اختیاراتی که دارند، از اتخاذ برخی از تصمیم‌ها در سطح کلان یا میانی که در تضاد با منافع خود می‌پندارند، جلوگیری می‌نمایند. مصداق بارز کنترل مثبت، تأثیرگذاری بر هیئت مدیره و کنترل منفی، شروط حمایتی است که در ادامه، ذیل دو گفتار جداگانه به آنها می‌پردازیم.

۲.۱. هیئت مدیره^۲

در این گفتار، طی دو بند ابتدا مفهوم توافق هیئت مدیره و در پی آن چگونگی اعمال آن را بررسی می‌نماییم.

۲.۱.۱. مفهوم توافق هیئت مدیره

به منظور رفع مشکلات ناشی از نمایندگی و عدم تقارن اطلاعات و همسو نمودن منافع مدیران، مؤسسان و سرمایه‌گذاران، سرمایه‌گذاران خطرپذیر از ابزارها و راهکارهای رسمی و غیررسمی زیادی بهره می‌برند تا بتوانند به رویکرد برد-برد دست یابند. از جمله این راهکارها حضور در جلسات هیئت مدیره و مشارکت در تصمیم‌گیری‌هاست.^۳ حضور در هیئت مدیره نقشی اساسی در نظارت سرمایه‌گذاران خطرپذیر دارد و آنها بدین ترتیب این توانایی را خواهند داشت تا به صورت صریح و مستقیم فعالیت‌های شرکت را تحت تأثیر قرار دهند.^۴ هیئت مدیره از یک سو ابزاری کلیدی است که با استفاده از آن می‌توان رفتارهای فرصت‌طلبانه کارآفرینان را کنترل نمود^۵ و از سوی دیگر مدیریت شرکت را بهبود بخشید.

←Klonowski, Darek, op. cit., p.71.

1. Klonowski, Darek, op. cit., p. 214.

2. Board of Directors or Board Composition.

3. Klonowski, Darek, op. cit., p. 210.

4. Ibid.

5. Gordon, S. "Venture Capital Contracting in the Information Age," *Journal of Small & Emerging buiseness*2, 1998:PP 138-140.

سرمایه‌گذاران به دنبال آن‌اند تا بتوانند ترکیب و وظایف هیئت مدیره را تحت تاثیر قرار دهند.^۱ هدف از این توافق و در نظر گرفتن جایگاهی برای سرمایه‌گذاران خطرپذیر در هیئت مدیره، کاهش خطرات موجود و افزایش میزان سود مورد انتظار است.^۲ فرایند انتخاب هیئت‌مدیره یکی از مهم‌ترین ساز و کارهای کنترل است. شرکت‌های نوپا باید توجه نمایند تا تعادلی مناسب میان سرمایه‌گذاران و کارآفرینان در هیئت‌مدیره به وجود آید. بدیهی است که توافق موردعلاقه سرمایه‌گذاران آن است که منجر به ایجاد هیئت‌مدیره‌ای شود که به صورت مستقیم یا غیرمستقیم حداکثر کنترل را برای آنها فراهم نماید.^۳ یک موضوع مهم در خصوص ترکیب هیئت مدیره استقلال آن است که موجب افزایش کارآمدی هیات مدیره خواهد بود.^۴ هر چه استقلال هیئت مدیره بالاتر باشد، مطابق با تئوری نمایندگی توانایی هیئت مدیره به منظور اعمال کنترل بر کارآفرینان افزایش یافته، بدین وسیله به صورت بارزی بر فعالیت شرکت تأثیرگذار است،^۵ منافع سرمایه‌گذاران را بیشتر محافظت خواهد نمود و اهداف بلند مدت پیش‌بینی شده را بهتر تأمین خواهد کرد. استقلال هیئت مدیره از طریق اضافه نمودن نمایندگان سرمایه‌گذار به هیئت مدیره و یا انتخاب مدیران خارجی و مستقل^۶ تأمین خواهد شد...^۷

1. Humphry, H. "A typology of the Theories of the Roles of Governing Boards," *Corporate Governance: An International Review* 6(2), 1998: P104.
- Dalton, Dan, and Catherine M. Daily, Alan E. Ellstrand, Jonathan L. Johnson. "Meta-analytic Reviews of Board Composition, Leadership Structure, and Financial Performance," *Strategic Management Journal* 19, 1998: PP 269-270.
2. Sahlman W. "The Structure and Governance Of Venture Capital Organizations," *Journal of Finance Economic* 27, 1990:P 508.
3. Feld, Brad, and Jason Mendelson, op. cit., p.33.
4. Shaker, Zahra, and John Pearce. "Boards of Directors and Corporate Financial Performance," *Journal of Management* 15(2), 1989: P306.
5. Baysinger, Barry, and Robert Hoskisson. "The Composition of Boards of Directors and Strategic Control: Effects on Corporate Strategy," *Academy of Management Review* 15, 1990:PP 75-80.
6. Gabriellson, Jonas, and Morten Huse. "Context, Behavior, And Evolution: Challenges in Research on Boards and governance," *International Studies of Management and Organization*.34 (3), 2004:P 34.
7. Yermack, david, and market hier, "valuation of companies with a small board directors," *journal of finance Economic* 40, 1996:PP 189- 191.

۲.۱.۲. اعمال توافق هیئت مدیره

انتخاب مدیران حسب ماده ۱۰۸ لایحه اصلاحی قانون تجارت با مجمع عمومی مؤسس یا عادی است و اکثریت لازم برای انتخاب مدیران و بازرسان حسب شق دوم ماده ۸۸ اکثریت نسبی تعیین گردیده، نحوه رأی‌گیری در این خصوص نیز در همین ماده پیش‌بینی شده است که امکان توافق بر خلاف آن در اساسنامه وجود ندارد.

برای نایل آمدن سرمایه‌گذار به اهداف خود در انتخاب هیئت مدیره باید به دنبال راهکاری بود که ضمن رعایت ترتیبات پیش‌بینی شده به منظور انتخاب هیئت مدیره در قانون تجارت بتواند سرمایه‌گذاران را به اهدافشان برساند. از جمله این راهکارها می‌توان به استفاده از سهام ممتاز و اختصاص حق رأی مضاعف به این نوع از سهام اشاره نمود. به موجب این راهکار، دارندگان سهام ممتاز اگرچه در اقلیت‌اند، با استفاده از حق رأی مضاعفی که در قیاس با سایر سهام‌داران دارند، می‌توانند در انتخاب هیئت مدیره مطابق میل خودشان تأثیرگذار باشند.^۱

دیگر راهکار مورد استفاده، گروه‌بندی سهام شرکا و قراردادن سرمایه‌گذاران در یکی از این گروه‌های مستقل است. در این راهکار، امتیاز انتخاب تعداد خاصی از اعضای هیئت مدیره به آن گروه خاص داده خواهد شد. برای نمونه، چنین مقرر می‌گردد که سه نفر از اعضای هیئت مدیره بایستی از میان دارندگان سهام گروه (الف) انتخاب گردد.^۲ با استفاده از این تکنیک الزامات قانونی انتخاب اعضای هیئت مدیره براساس ماده مذکور رعایت گردیده و توافقی خلاف آن صورت نگرفته است که بی‌اعتبار باشد و در مقابل اهداف سرمایه‌گذاران نیز محقق گردیده است.

۲.۲. شروط حمایتی^۳

توافقاتی که در قراردادهای سرمایه‌گذاری خطرپذیر انجام می‌گیرد، سرمایه‌گذاران را در زمینه مشارکت مؤثر در تصمیم‌گیری‌ها صاحب حق و توانمند می‌نمایند. از جمله این توافقات شروط حمایتی است که مستقیماً در تصمیماتی که در سطوح متفاوت اتخاذ می‌گردد، تأثیرگذار خواهد بود. در این گفتار طی دو بند جداگانه ابتدا مفهوم شروط حمایتی را بیان نموده، در پی آن

۱. سلطانی، محمد و نسیم گوهر سود فرد، پیشین، ص ۱۳۹-۱۴۱.

2. Hodge, O, op. cit., P.50.

3. Protective Provisions.

تصمیمات موضوع این توافق را ذیل دو بخش تصمیمات در صلاحیت مجامع و تصمیمات در صلاحیت هیئت مدیره تقسیم‌بندی و بررسی می‌نماییم.

۲.۲.۱. مفهوم شروط حمایتی

از جمله راهکارهای سرمایه‌گذاران خطرپذیر برای حفظ کنترل خود بر شرکت کارآفرین آن است که اتخاذ تصمیم در برخی امور اساسی را منوط به موافقت خود می‌نمایند. بر این اساس، ذیل توافق شروط حمایتی موافقت اکثریت خاصی از سرمایه‌گذاران برای اتخاذ تصمیم‌هایی که موضوع این توافق است، ضروری می‌گردد.

با توجه به آنکه اراده جمعی شرکا به منزله اراده فرضی شرکت تلقی می‌گردد و برای کشف اراده جمعی، اراده اکثریت مبنا قرار گرفته است، لذا اراده اکثریت شرکا به مثابه اراده شخص حقوقی تلقی خواهد شد.^۱ این موضوع در بسیاری اوقات ممکن است منجر به نادیده گرفتن اراده اقلیت گردد. سرمایه‌گذاران خطرپذیر نیز عموماً دارندگان اقلیت سرمایه شرکت‌اند؛ درحالی‌که تأمین شرکت توسط ایشان صورت گرفته است. لذا اکتفا نمودن به قاعده کلی در اداره شرکت‌ها و اعتبار بخشیدن به اراده اکثریت ممکن است منجر به تضییع حقوق و نادیده گرفته شدن آنها شود. برای جلوگیری از موضوع فوق، سرمایه‌گذاران به این توافق متوسل شده، استثنائاً اتخاذ برخی از تصمیمات را منوط به موافقت خود می‌کنند. عموماً مهم‌ترین و تأثیرگذارترین تصمیمات در این بند گنجانده خواهند شد؛ چرا که توسعه موضوعات مشمول این توافق احتمال به بن بست رسیدن شرکت و ایجاد وقفه در فعالیت‌های آن را می‌افزاید.^۲

موضوعات این توافق از مباحث چالش‌برانگیز در مذاکرات قراردادی است و در طول مذاکرات دشوار به نقطه تعادلی می‌رسد که تأمین‌کننده منافع طرفین باشد.^۳ سرمایه‌پذیران به دنبال آن‌اند که موضوعات کمتری مشمول این توافق قرار گرفته یا اینکه هیچ شروط حمایتی در قرارداد

۱. کاویانی، کورش، *حقوق شرکت‌های تجاری*، چاپ اول، تهران: میزان، ۱۳۸۶، ص. ۱۳۱.

2. Hodge, O. "Giving Shareholders Power to Veto Corporate Decisions: Use of Special Charter and By-laws Provisions," *Law and Contemporary Problems* 18, 1953:P466.

3. Andrew, R. *the Entrepreneurial Bible to Venture Capital (Inside Secrets from the Leaders of the Startup Game)*. US: McGraw-Hill, 2013, p.196.

نباشد، اما در عوض سرمایه‌گذاران به دنبال آن‌اند که کنترل‌هایی در آن دسته از اعمالی داشته باشند که موقعیت اقتصادی سرمایه‌گذاران را تحت تأثیر قرار می‌دهد.^۱

هدف حفاظت از سرمایه‌گذاران در برابر تصمیماتی از شرکت است که آشکارا بر ارزش سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران تأثیر می‌گذارد. این شرط موجب آن می‌گردد که ارکان تصمیم‌گیرنده یک شرکت در تصمیمات خود سرمایه‌گذاران خطرپذیر را نادیده نگیرند.

همواره باید به این نکته توجه شود که اختیاراتی که ذیل این توافق به سرمایه‌گذاران داده می‌شود، باید متناسب با میزان سرمایه‌گذاری آنها باشد. کارآفرینان باید توجه داشته باشند که شروط حمایتی نامناسبی را به سرمایه‌گذاران کوچک اختصاص ندهند؛ چرا که به آنها این توانایی را می‌دهد که کنترل مؤثری بر اعمال شرکت با رأی خود داشته باشند که متناسب با میزان سرمایه‌گذاری آنها نیست.

لازم به ذکر است، مفاد این توافق تنها به نفع سرمایه‌گذاران نبوده و در مواردی ممکن است به نفع کارآفرینان نیز باشد. برای نمونه در جایی که بحث ادغام و تملیک^۲ پیش می‌آید، قیمت و امتیازات و منافع پیشنهاد شده باید به میزانی باشد که موافقت سرمایه‌گذاران را نیز جلب نماید و این افزایش ارزش موجب تأمین منافع شرکت کارآفرین نیز خواهد بود.^۳

۲.۲.۲. ثمرات شروط حمایتی

چنانچه گفته شد، آنچه عموماً موضوع این بند از قراردادهای سرمایه‌گذاری خطرپذیر خواهد بود، مهم‌ترین و تعیین‌کننده‌ترین تصمیمات مربوط به اداره یک شرکت است. تصمیم‌گیری در خصوص این موضوعات در صلاحیت مجامع عمومی یا هیئت مدیره است. این تصمیمات تنوع زیادی دارند، اما اهم تصمیمات موضوع این توافق که مطابق با قوانین موضوعه ایران در صلاحیت مجامع عمومی است، عبارت‌اند از: ۱- تقسیم سود سهام و اندوخته‌ها میان سهام‌داران

1. Mahendar, Ramshinghani. *The Business of Venture Capital*. 2nd Ed. US: Wiley, 2014, pp. 257-258.

2. Merger and Acquisition.

3. Brad, Feld, and Jason Mendelson, op. cit., pp.66-67.

که از اختیارات مجمع عمومی عادی است؛^۱ ۲- تغییر در اساسنامه شرکت؛ ۳- تصمیم به صدور سهام ممتاز یا تغییر در امتیازات آنها؛ ۴- تغییر در سرمایه شرکت و انتشار سهام جدید چرا که موجب رقیق شدن سهام و کاهش ارزش سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران می‌گردد؛ ۵- تبدیل شرکت؛ ۶- انحلال و هر اقدام دیگری که موجب ایجاد وضعیت تصفیه^۲ می‌گردد؛^۳ ۷- تغییر تعداد اعضای هیئت‌مدیره که همگی در صلاحیت مجمع عمومی فوق‌العاده‌اند.^۴

مطابق با ماده ۷۲ لایحه اصلاحی قانون تجارت ایران در مجامع عمومی اعم از عادی یا فوق‌العاده، مقررات مربوط به حضور عده لازم برای تشکیل مجمع و آرای لازم برای اتخاذ تصمیمات در اساسنامه معین خواهد شد؛ مگر در مواردی که به موجب قانون تکلیف خاصی برای آن مقرر شده باشد. گفته شد که سرمایه‌گذار می‌تواند کنترل خود بر مجامع عمومی را از طریق سهام ممتاز اعمال کند. در عین حال و در فرض فقدان چنین کنترلی باید توجه داشت در قانون تجارت حداقل‌های ممکن در خصوص موضوع فوق پیش‌بینی شده است. لیکن توافق بر اکثریت‌هایی بالاتر از آن در صورتی که میزان افزایش حد نصاب‌ها با توجه به تعداد شرکا عملاً نظام تصمیم‌گیری شرکت را فلج ننماید، منع نگردیده است؛^۵ لذا می‌توان این اکثریت‌ها را در اساسنامه به نحوی تعیین نمود که تحقق آن اکثریت منجر به تحقق شرط موافقت سرمایه‌گذاران گردد. به‌طور مثال اگر سرمایه‌گذاران ۳۰ درصد سهام شرکت را در اختیار دارند، می‌توان انحلال شرکت را به موافقت دارندگان بیش از ۷۰ درصد سهام شرکت منوط نمود.

از دیگر راهکارهای ممکن آن است که با اختصاص سهام ممتاز به سرمایه‌گذاران یا گروه‌بندی سهام و قراردادن سرمایه‌گذاران در گروهی مستقل این امتیاز را برای آنها در نظر

۱. شرکت کارآفرین از لحاظ سرمایه نقدی در مضیقه است و این تعهد نیاز آنها را به پول نقد بیشتر می‌کند، برای رفع این نقص گاهی اوقات موانعی برای تقسیم سود بین سهام‌داران حداقل برای دوره زمانی مشخص وجود خواهد داشت و سرمایه‌گذاران این حق را دارند که هر نوع پرداخت سود سهام را با استفاده از این توافق منع نمایند.

2. Liquidity Event.

۳. در ادبیات سرمایه‌گذاری خطرپذیر هر یک از حالات ادغام، تملیک، فروش حق کنترل، یا اساساً فروش کلیه دارایی شرکت را به‌نحوی که در آن سهام‌داران شرکت دیگر مالک اکثریت سهام موجود شرکت نباشند، به‌عنوان تصفیه در نظر می‌گیریم. (Wilmerding, A, op.cit, p.59)

4. Brad, Feld, and Jason Mendelson, op. cit., p.64.

۵. کاویانی، کورش، پیشین، ص ۱۵۱.

گرفت که اتخاذ تصمیم در مجامع فوق منوط به موافقت اکثریتی خاص از دارندگان این نوع سهام باشد. مشابه این موضوع در مواد ۴۲ و ۹۳ لایحه اصلاحی قانون تجارت آمده است که تغییر در امتیازات سهام موضوع آن مواد را علی‌رغم تصمیم مجمع منوط به موافقت اکثریتی خاصی از دارندگان سهام ممتاز یا نوع مخصوصی از سهام نموده است. به‌طور مثال، اگر سرمایه‌گذاران ۳۰ درصد سهام شرکت را در اختیار دارند، می‌توان با پیش‌بینی این سهام به عنوان سهام ممتاز یا به عنوان نمونه سهام گروه (الف)، انحلال شرکت را به موافقت اکثریت دارندگان سهام ممتاز یا سهام گروه (الف) منوط نمود.

سایر مواردی که ممکن است موضوع توافق شروط حمایتی قرار گیرند، عبارت‌اند از: ۱- پرداخت تسهیلات؛ ۲- اعطای هرگونه ضمانت خارج از آنچه حسب موضوع شرکت متعارف تلقی می‌گردد؛ ۳- سرمایه‌گذاری شرکت در شرکت‌های دیگر؛ ۴- هزینه مازاد بر آنچه در بودجه سالیانه پیش‌بینی شده است؛ ۵- امور اجرایی همچون استخدام یا اخراج کارکنان؛ ۶- وثیقه گذاردن دارایی شرکت؛ ۷- استقراض پول؛ ۸- توافق بر بودجه سالیانه شرکت و مخارج خارج از برنامه از پیش تعیین‌شده.^۲ که همگی آنها اصولاً در صلاحیت هیئت مدیره است.

در خصوص تصمیمات هیئت مدیره به تصریح بخش آخر ماده ۱۲۱ لایحه اصلاحی قانون تجارت اکثریت آرای حاضرین باید حاصل شود، مگر آنکه در اساسنامه اکثریت بیشتری مقرر گردیده باشد. در صورتی که با اعمال توافق هیئت مدیره که از آن سخن گفته شد، کنترل هیئت مدیره در اختیار سرمایه‌گذار باشد، نامبرده کنترل خود را بر اعمال اشاره‌شده اعمال خواهد نمود. در صورتی که سرمایه‌گذار فاقد اکثریت هیئت مدیره در شرکت است، می‌توان در اساسنامه برخی تصمیمات، هیئت مدیره را به اتفاق کلیه حاضرین یا مثلاً سه چهارم آرای حاضر موکول نمود. لذا حد نصاب اتخاذ تصمیم در هیئت مدیره را با توجه به تعداد اعضای هیئت مدیره می‌توان به نحوی تعیین کرد که نظر مخالف عضو هیئت مدیره منصوب سرمایه‌گذاران مانع تصمیم‌گیری در موضوعات مشمول این توافق گردد. دیگر راهکار ممکن آن است که این امتیاز را برای نماینده یا نمایندگان سرمایه‌گذار در نظر گرفت و تصمیم‌گیری در برخی موضوعات خاص را موکول به

1. Brad, Feld, and Jason Mendelson, op. cit., p.66.

2. **NVCA Model Termsheet**, available at <https://nvca.org/resources/model-legal-documents/> (last visited on 07/12/2018).

موافقت ایشان نمود. باید توجه داشت این راهکار نمی‌تواند به گونه‌ای استفاده شود که تصمیم‌گیری در خصوص تمامی موضوعات شرکت را موکول به موافقت تمامی اعضای هیئت مدیره نماید؛ زیرا با مقتضای شرکت در قانون تجارت که مبتنی بر اراده اکثریت است، در تعارض خواهد بود و اداره شرکت را غیر ممکن خواهد ساخت.

نتیجه‌گیری

قاعدهٔ اولیه در شرکت‌های تجاری، حکومت اکثریت است و این قاعده در بسیاری اوقات سبب نادیده گرفتن حقوق اقلیت می‌شود. هنگامی که سهام‌داران اقلیت از قدرت چانه‌زنی لازم برخوردارند، با مذاکرات خود سعی در اخذ امتیازات لازم دارند. سرمایه‌گذاران خطرپذیر اصولاً در این گروه قرار می‌گیرند و برای خود امتیازاتی را در توافق‌نامهٔ سهام‌داران پیش‌بینی می‌کنند. این قدرت چانه‌زنی و تعارض منافع طرفین قرارداد منجر به انجام مذاکرات بلندمدت و در نهایت تعدیل خواسته‌های طرفین می‌شود؛ به نحوی که تأمین‌کنندهٔ منافع آنها باشد. بدین ترتیب، در قراردادهای میان سرمایه‌گذاران خطرپذیر و کارآفرینان نوپا، سرمایه‌گذاران در راستای تحقق اهداف پیش‌بینی شده، جلوگیری از رفتارهای فرصت‌طلبانه، کاهش خطرات پیش‌روی و در نهایت حصول منفعت مورد انتظار از سرمایه‌گذاری انجام شده، سعی بر آن دارند تا در فرایند انعقاد قرارداد، اختیارات لازم را برای به‌دست آوردن حق بر تصمیم‌گیری و کنترل شرکت کارآفرین به دست آورند. تأثیرگذارترین این توافقات تعیین هیئت مدیره و شروط حمایتی است که به ظاهر در راستای حفظ منافع سرمایه‌گذاران و در تعارض با منافع کارآفرینان است. لیکن با دقت در تنظیم این توافقات و حصول به یک نقطهٔ تعادل که پاسخگوی انتظارات طرفین معامله به صورت توأمان باشد، در بلند مدت ممکن است موجب افزایش ارزش شرکت کارآفرین و در نتیجه عاید آمدن منافع رضایت‌بخش برای سرمایه‌گذار گردد. هرچند حقوق تجارت ایران شفافیت لازم در خصوص امکان پذیرش توافقات فوق را ندارد، با ارائهٔ تفاسیر موسع از مواد قانون تجارت، تا حدودی که تعارضی با قوانین آمره موجود نداشته باشد، می‌توان با در نظر گرفتن امتیازات خاص برای دارندگان سهام ممتاز همچون حق رأی مضاعف یا پذیرفتن امکان گروه‌بندی سهام و تصمیم‌گیری بر مبنای حصول موافقت اکثریت خاصی از آن گروه‌ها و همچنین با استناد به اصل آزادی قراردادها و پذیرفتن امکان تنظیم توافق‌نامهٔ سهام‌داران، به نحوی که در تعارض با قوانین آمره و حقوق اشخاص ثالث مرتبط با شرکت‌ها تجاری نباشد، امکان استفادهٔ ابزار اعمال کنترل از جمله توافق هیئت مدیره و شروط حمایتی را فراهم نمود و حفظ حقوق اقلیت سهام‌داران را در برابر اکثریت آنها در نظام حقوقی حاکم بر شرکت‌های تجاری ایران میسر نمود.

فهرست منابع

الف) منابع فارسی

کتاب

۱. اسکینی، ربیعا، *حقوق تجارت (شرکت‌های تجاری)*، جلد ۲، ویراست ۲، تهران: سازمان مطالعه و تدوین کتب علوم انسانی دانشگاهی (سمت)، ۱۳۸۹.
۲. پاسبان، محمد رضا، *حقوق شرکت‌های تجاری*، تهران: انتشارات سمت، ۱۳۸۵.
۳. عرفانی، محمود، *حقوق تجارت*، جلد ۲، تهران: جهاد دانشگاهی، ۱۳۸۵.
۴. کاویانی، کورش، *حقوق شرکت‌های تجاری*، تهران: میزان، چاپ اول، ۱۳۸۶.
۵. سلطانی، محمد، *مفهوم و ماهیت حقوقی صندوق‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر*، منتشره در کتاب حقوق بازار سرمایه در پرتو حقوق اقتصادی (مجموعه مقالات نخستین همایش ملی حقوق بازار سرمایه)، میزان، ۱۳۹۷.

مقاله

۶. جنیدی، لیا و رحمت دشتی، *بررسی نظام حقوقی حاکم بر سهام ممتاز در حقوق ایران و انگلستان*، فصلنامه بورس اوراق بهادار، پاییز ۱۳۸۸، شماره ۷.
۷. سلطانی، محمد و نسیم گوهرسود فرد، *سرمایه‌گذاری خطرپذیر و سهام ممتاز*، فصلنامه بورس اوراق بهادار، بهار ۱۳۹۶، شماره ۳۷.

ب) منابع انگلیسی

Books

8. Andrew, R. *the Entrepreneurial Bible to Venture Capital (Inside Secrets from the Leaders of the Startup Game)*. US: McGraw-Hill, 2013.
9. Brian, E. Hill, and Dee Power. *Inside Secrets to Venture Capital*, US: Wiley, 2001.
10. Cumming, Douglas, and Sofia A. Johan. *Venture capital and private equity contracting an International perspective*, 2nd edition. London: Elsevier, 2014.

11. Durrani, Mansoor, and Grahame Boocock. *Venture Capital, Islamic Finance and SMEs (Valuation, Structuring and Monitoring Practices in India)*. New York: Palgrave Macmillian, 2006.
12. Fled, Brad, and Jason Mendelson. *Venture Deals: Be Smarter than Your Lawyer and Venture Capitalist*, US: Wiley, 2011.
13. Gompers, Paul, and Jash Lerner. *The Venture Capital Cycle*, US: MIT Press, 1999.
14. Mahendar, Ramshinghani. *The Business of Venture Capital*. 2nd Ed. US: Wiley, 2014.
15. Mccahery, Joseph, and Luc Renneboo. *Venture Capital Contracting and the Valuation of High Technology Firms*, UK: Oxford University Press, 2003.
16. Metrick, Andrew, and Ayako Yasuda. *Venture Capital and New Innovation off Finance*, 2nd Edition, US: Wiley, 2011.
17. Nour, D. *The Entrepreneur's Guide to Raising Capital*. US: Preager Publisher, 2009.
18. Reid, Gavin, and Julia A. Smith. *Risk Appraisal and Venture Capital in High Technology New Ventures*, London & New York: Routlrdge (Taylor & Francis Group), 2008.
19. Romans, A. *The Entrepreneurial Bible to Venture Capital. Inside Secrets from the Leaders in the Start-up game*, US: Mc Graw-Hill Education, 2013.
20. Schwartz, D. *The Future Of Finance: How Private Equity and Venture Capital Will Shape the Global Economy*. US: Wiley, 2010.
21. Wilmerding, A. *Termsheet and Valuation*, US: Aspator Book, 2003.

Articles

22. Baysinger, Barry, and Robert Hoskisson. "The Composition of Boards of Directors and Strategic Control: Effects on Corporate Strategy," *Academy of Management Review* 15, 1990.
23. Belot, Francois. "Do Target Shareholder Agreements Induce Bidders to pay Higher Premiums," PHD diss., Université Paris-Dauphine, 2009.
24. Berglof, E. "a control theory of venture capital finance", *Journal of Law, Economic and Organization* 10(2), 1994.
25. Cendrowski, Harry, and James P. Martin, Louis W. Petro, Adam A. Wadecki, *Private equity History, Governance, and Operations*. New Jersey: Wiley, 2008.

26. Chemla, Gills, and Alexander Ljungvist, Michel Habib. "An Analysis of Shareholder Agreements," *Journal of European Economic Association* 5(1), 2007.
27. Dalton, Dan, and Catherine M. Daily, Alan E. Ellstrand, Jonathan L. Johnson. "Meta-analytic Reviews of Board Composition, Leadership Structure, and Financial Performance," *Strategic Management Journal* 19, 1998.
28. Dimov, Dimo, and Dean Shepherd. "Human Capital Theory and Venture Capital Firms: Exploring Home Runs and Strike Outs," *Journal of business Venturing* 20(1), 2005.
29. Gabriellson, Jonas, and Morten Huse. "Context, Behavior, And Evolution: Challenges in Research on Boards and governance," *International Studies of Management and Organization*. 34 (3), 2004.
30. Gordon, S. "Venture Capital Contracting in the Information Age," *Journal of Small & Emerging buiseness* 2, 1998.
31. Haugen, Robert, and Lemma Senbet. "The Role of options in the resolution of agency problem," *journal of Finance* 36 (3), 1981.
32. Higashide, Hironori, and Sue Birley. "The Consequences of Conflict Between the Venture Capitalist And The Entrepreneurial Team In The United Kingdom From The Perspective Of The Venture Capitalist," *Journal of Business Venturing* 17(1), 2002.
33. Hodge, O. "Arrangements Which Protect Minority Shareholders against Squeeze-out," *Minnesota Law Review* 45, 1961.
34. Hodge, O. "Giving Shareholders Power to Veto Corporate Decisions: Use of Special Charter and By-laws Provisions," *Law and Contemporary Problems* 18, 1953.
35. Hodge, O. "Control distribution Devices", *university of Illinois law forum* 1, 1969.
36. Humphry, H. "A typology of the Theories of the Roles of Governing Boards," *Corporate Governance: An International Review* 6(2), 1998.
37. Kollman, Tobias, and Andreas Kuckertz, Nill Middelberg. "Trust and Controllability in Venture Capital Fundraising," *Journal of business research* 67(11), 2014.
38. Ning Yixi, and Wei Wang, Yu Bo. "The Driving Forces of Venture Capital Investments," *Small Business Economics* 44(2), 2014.
39. Roberts, E. "Initial Capital for the New Technological Enterprise," *IEEE Transaction on Engineering Management*. 37(2), 1990.

40. Sahlman W. "The Structure and Governance of Venture Capital Organizations," *Journal of Finance Economic* 27, 1990.
41. Sapienza, Harry, and Sophie Manigart, Wim Vermeir. "Venture Capitalist Governance and Value Added In Four Countries," *Journal of Business Venturing* 11(6), 1996.
42. Sensoy, Berk, and Ola Bengtsson. "Investor Abilities and Financial Contracting: Evidence from Venture Capital", *Journal of Finance Intermediation* 20, 2011.
43. Shaker, Zahra, and John Pearce. "Boards of Directors and Corporate Financial Performance," *Journal of Management* 15(2), 1989.
44. Shepherd, Dean, and Andrew Zacharakis. "The Venture Capitalist-Entrepreneur Relationship: Control, Trust and Confidence in Cooperative Behavior," *Journal of Venture Capital an International Journal of Entrepreneurial Finance* 3(2), 2001.
45. Triantis, G. "Financial Contract Design in the World of Venture Capital", *the University of Chicago Law Review* 68, 2001.
46. Xueming, Luo, and Rebecca J. Slotegraaf, Pan Xing. "Cross-Functional Coopetition: The Simultaneous Role of Cooperation and Competition within Firms," *Journal of Marketing* 70(2), 2006.
47. Yermack, David, and Market Hier. "valuation of companies with a small board directors," *journal of finance Economic* 40, 1996.

Internet Sites

48. <http://www.investorguide.com/article/11166/stock-classes-the-difference-between-common-stock-and-preferred-stock-igu/>
49. <https://nvca.org/resources/model-legal-documents/>
50. <https://unu.edu/publications/articles/are-entrepreneurial-societies-also-happier.html>
51. <https://www.econstor.eu/bitstream/10419/17714/1/kap1017.pdf>
52. <https://www.startups.com/library/expert-advice/angel-investors-vs-venture-capitalists>