

## آشنایی با ارکان معاملات سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر

محمد رستمی<sup>۱</sup> مسعود صفاری<sup>۲</sup>

واژه‌های کلیدی: سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر، شرایط و ملاحظات سرمایه‌گذاری، قراردادها و موافقت‌نامه‌های سرمایه‌گذاری

### مقدمه:

قبل از جنگ جهانی دوم، منبع اصلی سرمایه برای کارآفرینان در دنیا، دولت‌ها و مؤسسات وابسته به آن‌ها بوده‌اند که در فرصت‌های پرمخاطره سرمایه‌گذاری می‌کردند، و یا سرمایه‌گذاران غیررسمی که معمولاً ارتباط و آشنایی قبلی با کارآفرین داشته‌اند.

سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر به عنوان یک فعالیت رسمی بلافاصله پس از جنگ جهانی دوم در سواحل شرقی ایالات متحده آمریکا پا گرفت و در طی شش دهه بعد از آن، فعالیت‌ها و تجربیات زیادی حاصل گردید که منجر به توسعه و گسترش این نوع سرمایه‌گذاری و تبدیل آن به یک فعالیت تخصصی، پیش‌رو و فزاینده گردید؛ به طوری که امروزه می‌توان از آن به عنوان یک "صنعت" نام برد.

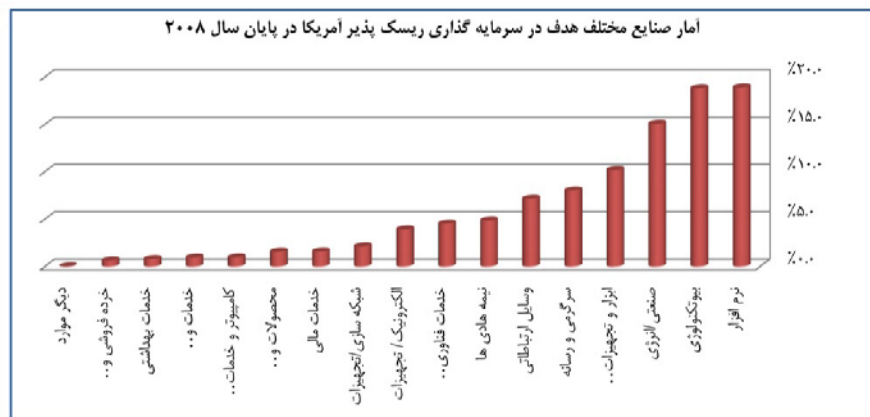
در سال ۱۹۸۰ تمرکز این صنعت از نیویورک و بوستون در شرق آمریکا به دره سیلیکون<sup>۳</sup> در غرب آمریکا منتقل گردید. این صنعت به تدریج توسعه یافت و علی‌رغم این‌که هنوز هم ایالات متحده به مرکزیت بودن و محوریت داشتن در صنعت سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر ادامه می‌دهد؛ در بیست و چند سال اخیر این نوع سرمایه‌گذاری در سطح دنیا پراکنده شده و نقاط فعالی در برخی از کشورهای توسعه‌یافته و در حال توسعه به وجود آمده است.

۱. کارشناس سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر صندوق حمایت از تحقیقات و توسعه صنایع الکترونیک

۲. مشاور سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر، فناوری اطلاعات و ارتباطات صندوق حمایت از تحقیقات و توسعه صنایع الکترونیک

3. Silicon Valley

در آغاز قرن ۲۱، اهمیت سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر برای ایجاد شرکت‌های جدید با پتانسیل رشد بالا، در سطح جهان کاملاً شناخته شده‌است. در بیان اهمیت و جایگاه ویژه این صنعت در عرصه اقتصاد، این شاهد بس که بسیاری از شرکت‌های بنام سه دهه اخیر آمریکا<sup>۱</sup> در ابتدا توسط سرمایه‌گذاران ریسک‌پذیر تأسیس گردیده‌اند. به‌طور خلاصه صنایع اصلی که مورد اقبال سرمایه‌گذاران ریسک‌پذیر هستند به شرح زیر می‌باشند:



منبع: [www.pwcmoneytree.com](http://www.pwcmoneytree.com)

در ایران نیز مدتی است که سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر مورد توجه قرار گرفته و اقداماتی چند در این بخش صورت پذیرفته‌است. در چند سال اخیر، چندین صندوق که عموماً دولتی، نیمه‌دولتی و یا وابسته به نهادهای عمومی هستند، به‌وجود آمده‌اند که فعالیت‌هایی نیز در این زمینه انجام داده‌اند. از آنجایی که این نوع فعالیت در ایران بسیار جدید بوده، تاکنون در کشور به‌طور سازماندهی شده و گسترده مورد توجه قرار نگرفته‌است. فقدان نظام جامع نوآوری در کشور، ضعف در زیرساخت قانونی و حقوقی مورد نیاز، عدم وجود سازمان تنظیم مقررات، و کمبود آگاهی حرفه‌ای در مورد فرآیند و مکانیسم‌های چنین سرمایه‌گذاری نیز از جمله دلایل عدم گسترش این نوع سرمایه‌گذاری در کشور بوده است.

1. 3com, AMD, Amgen, Compaq, Cisco, Federal Express, Genentech, Intel, Oracle, Sun Microsystem

اگرچه عقود مورد استفاده در سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر مبتنی بر عقود مشارکت و تسهیم عوامل ریسک میان طرفین قرارداد و از عقود لازم و مورد قبول در فقه مذاهب مختلف اسلامی بوده و در بازارهای مالی اسلامی کاملاً شناخته شده است. با این حال مهد ظهور، شکل‌گیری، و توسعه صنعت سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر در بازارهای کشورهای غربی و خصوصاً آمریکا بوده است. در مقاله حاضر عمدتاً به تشریح و تبیین ملاحظات و جوانبی از باب این عقود خواهیم پرداخت که لازم است به‌منظور انجام یک سرمایه‌گذاری موفق در صنعت سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر بدانیم. بدین جهت به‌مباحثی که حول تاریخچه سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر در کشورهای مختلف است در این مجال نمی‌پردازیم؛ چه این‌که این موضوعات در سال‌های قبل و طی همایش‌ها و کنفرانس‌های گذشته بیشتر به‌بحث گذاشته شده و کمتر به ابزار و شیوه‌های اجرایی سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر و جوانب عملیاتی، قانونی و ملاحظات قراردادی آن پرداخته شده است.

در یک منظر کلی ساختار معاملات سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر را در دسته‌بندی‌های زیر می‌گنجانیم:

۱. طرفین معامله و قرارداد در سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر شامل نوع سرمایه‌گذاران
۲. اندازه و شرایط انجام سرمایه‌گذاری از منظر سرمایه‌گذاران و ملاحظات مالی، اقتصادی در فرصت‌های سرمایه‌گذاری
۳. ارکان قراردادها و موافقت‌نامه‌های مورد استفاده در سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر
۴. آشنایی با روش‌های مدیریت حرفه‌ای و چرخه تأمین مالی و گردش نقدینگی و خروج از فرصت‌های سرمایه‌گذاری

مورد آخر به‌جهت محدودیت در حجم مطالب در این مقاله بررسی نمی‌گردد. اگر به‌شکل و ساختار معاملات سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر توجه کنیم، خواهیم یافت که این نوع از سرمایه‌گذاری، با مدیریت حرفه‌ای و هوشمندانه در صندوق‌های سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر و بهره‌گیری از فرصت‌های سرمایه‌گذاری، دارای تمایزاتی با دیگر انواع سرمایه‌گذاری است. لذا هم‌جهت با دسته‌بندی چهارگانه فوق، محتوی این مقاله شامل مطالب

و برخی جزئیات همراه با برخی تمایزات است که در بخش‌های زیر به بیان آن‌ها خواهیم پرداخت:

بخش اول: معرفی انواع سرمایه‌گذاران در این صنعت؛ شامل سرمایه‌گذاران حقیقی، مراکز و موسسات سرمایه‌گذاری، موسسات مالی، شرکت‌ها و صندوق‌های سرمایه‌گذاری تخصصی و شرکای راهبردی است.

بخش دوم: نیازمندی‌های حقوقی، شروط سرمایه‌گذاری و مفاد کلی مطرح در قراردادهای اندازه و نوع سرمایه‌گذاری و التزام و تعهدات طرفین قراردادهای سرمایه‌گذاری، ارزش‌گذاری سهام شرکت‌ها در مراحل آغازین سرمایه‌گذاری<sup>۱</sup> و ارزش‌گذاری شرکت پس از سرمایه‌گذاری<sup>۲</sup>، استفاده از انواع اوراق سرمایه‌گذاری، ترجیحات نقدینگی، تقسیم سود و حقوق و آرای ویژه سرمایه‌گذاران ریسک‌پذیر

بخش سوم: انواع قراردادهای مورد استفاده در سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر شامل انتشار خصوصی فراخوان سرمایه‌گذاری (پذیره نویسی)، قرارداد مدیریت، قراردادهای مشارکت و سایر توافق‌نامه‌های اصولی

سعی ما برآن خواهد بود تا نگاهی اجمالی اما فراگیر بر ملاحظات مورد نیاز در سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر داشته باشیم و ضمن آشنایی با ساختارهای متعارف در سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر، زمینه‌ای جهت مطالعات آتی برای تحقق فعالیت‌های سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر در ایران ایجاد کنیم.

بخش اول:

در دسته‌بندی صورت‌گرفته توسط بیشتر مجامع، انجمن‌ها و مراکز تحقیقاتی سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر، سرمایه‌گذاران ریسک‌پذیر را در چهار دسته کلی زیر قرار می‌دهند:

۱. سرمایه‌گذاران ریسک‌پذیر نهادی<sup>۳</sup>
۲. سرمایه‌گذاران ریسک‌پذیر رسمی<sup>۴</sup>
۳. سرمایه‌گذاران ریسک‌پذیر شرکتی<sup>۱</sup>

---

1. Pre-Money Valuation  
2. Post-Money valuation  
3. Institutional VCs (IVC)  
4. Formal VCs (FVC)

۴. سرمایه‌گذاران ریسک‌پذیر اجتماعی<sup>۲</sup>

## سرمایه‌گذاران ریسک‌پذیر نهادی:

این نوع از شرکت‌های سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر، با حمایت سرمایه‌گذاران مختلفی از جمله نهادهای بزرگ مالی و شرکت‌های عظیم سرمایه‌گذار مانند صندوق‌های بازنشستگی، شرکت‌های بیمه، بانک‌ها، شرکت‌ها و موسسات سرمایه‌گذاری تشکیل می‌گردند. دامنه فعالیت سرمایه‌گذاری این دسته از سرمایه‌گذاران در بازارهای سهام خصوصی<sup>۳</sup> شامل تمام مراحل چرخه حیات فناوری و مراحل متناظر سرمایه‌گذاری اعم از مراحل ابتدایی رشد شرکت<sup>۴</sup>، مرحله رشد و توسعه شرکت‌ها<sup>۵</sup> و ادغام و اکتساب<sup>۶</sup> و انتشار اولیه و عمومی سهام<sup>۷</sup> است. سرمایه‌گذاران ریسک‌پذیر نهادی و رسمی، شامل دو نوع مستقل<sup>۸</sup> و وابسته<sup>۹</sup> هستند.

- شرکت‌های سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر نهادی مستقل، که با سرمایه ابتدایی و حمایت آن‌ها صندوق‌های سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر راه‌اندازی شده و اقدام به گردآوری وجوه<sup>۱۰</sup> می‌کنند. آن‌ها در نقش مدیران اجرایی صندوق<sup>۱۱</sup> تصمیمات سرمایه‌گذاری و هدایت و مدیریت آن را برعهده دارند. در این مرحله سرمایه‌گذاران بامسئولیت محدود<sup>۱۲</sup> دیگری نیز در فرآیند تأمین سرمایه و گردآوری وجوه شرکت می‌کنند.
- شرکت‌های سرمایه‌گذاری نهادی وابسته که بیشتر به صورت مدت نامحدود تشکیل می‌شوند<sup>۱۳</sup>؛ عموماً شعب، نمایندگی و یا شرکت‌های زیرمجموعه‌ای از یک موسسه مالی و سرمایه‌گذاری، بانک، شرکت بیمه و یا صندوق بازنشستگی هستند که فعالیت‌های هدایت و مدیریت سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر را انجام می‌دهند. این

---

1. Corporate VCs (CVC)  
 2. Social VCs (SVC)  
 3. Private Equity  
 4. Early Stage  
 5. Growth Stage  
 6. Merge and Acquisition  
 7. Initial Public Offering (IPO)  
 8. Independent  
 9. Captive  
 10. Fund Raising  
 11. General Partners  
 12. Limited Investors/Partners  
 13. Open End

شرکت‌ها عمده سرمایه‌خویش را از طریق شرکت مادر<sup>۱</sup> تأمین می‌کنند. در حال حاضر بسیاری از بانک‌ها و شرکت‌های سرمایه‌گذاری با راه‌اندازی شرکت‌های وابسته نهادی، مدیریت سبد سهام ریسکی خویش در پروژه‌های فناور برتر را در اختیار مدیران حرفه‌ای قرار می‌دهند.

### سرمایه‌گذاران ریسک‌پذیر رسمی:

شرکت‌های سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر رسمی بیشتر در مراحل اولیه ایده و طرح‌های سرمایه‌گذاری وارد فعالیت می‌شوند و همانند سرمایه‌گذاران نهادی دارای دو دسته مستقل و وابسته هستند. این سرمایه‌گذاران با مدیریت حرفه‌ای در شرکت‌هایی که در مراحل اولیه رشد شرکت هستند و پشتوانه مالی، سند، وثیقه، و یا پول کافی در اختیار ندارند، سرمایه‌گذاری می‌کنند تا بتوانند این شرکت‌ها را به مرحله‌ای از رشد برسانند که بتوانند از بانک وام بگیرند و شکاف تأمین مالی را از بین ببرند. این مدیران در این شرکت‌ها ارزش افزوده ایجاد می‌کنند و سپس این فرصت را برای سرمایه‌گذاری وسیع‌تر و ورود به بازارهای بین‌المللی و تولید و ارائه خدمات در طی سال‌های آتی در اختیار سایر سرمایه‌گذاران ریسک‌پذیر قرار می‌دهند. سرمایه‌گذاران شخصی ثروتمند که با نام فرشتگان کسب و کار شناخته می‌شوند اغلب با تأمین سرمایه برای این شرکت‌ها و یا با حضور در ترکیب مدیریت شرکت‌ها در کنار سرمایه‌گذاران رسمی قرار می‌گیرند.

### سرمایه‌گذاران ریسک‌پذیر شرکتی

این نوع سرمایه‌گذاران که بیشتر شرکت‌های بزرگ تولیدی، خدماتی شناخته شده هستند، به جهت حفظ رقابت‌پذیری استراتژیک در بازار، دسترسی به فناوری‌های جدید تولیدی، کمک به توسعه محصول، تأمین مواد اولیه و منابع آن، و توسعه بازار در طرح‌های با فناوری برتر سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر می‌کنند. این اهداف به ظاهر غیرمالی تأثیر به‌سزایی در سودآوری شرکت خواهد گذاشت. شاید اولین سرمایه‌گذاران ریسک‌پذیر شرکتی (CVC)، شرکت Du

1. Holding

Pont است که ۳۸٪ از سهام جنرال موتورز از مشتریان اصلی خویش را در سال ۱۹۱۹ در اختیار گرفت.

### سرمایه‌گذاران ریسک‌پذیر اجتماعی

صندوق‌هایی هستند که هدف اصلی آن‌ها خیرخواهانه و مبتنی بر اثرات اجتماعی است و کسب بازده بالای اقتصادی عامل اصلی در تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاری آن‌ها نیست. شاید به جرأت بتوان گفت ۴۰٪ از صندوق‌های سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر و یا شبه صندوق‌ها در آمریکا را تشکیل می‌دهند و بیش از نیمی از شرکت‌های در مراحل ابتدایی رشد توسط آن‌ها اداره می‌شوند.

دولت‌ها در اروپا و آمریکا و آسیا از نمودهای این نوع حمایت‌ها هستند؛ که برخی به شکل غیرانتفاعی و برخی هم به‌واسطه گسترش حمایت‌های اجتماعی از طبقات قومی مدنظر و یا جلوگیری از مهاجرت نخبگان و اشتغال‌زایی و ... تشکیل می‌شوند.

### بخش دوم:

در بخش دوم از این مقاله به ملاحظات اساسی می‌پردازیم که در معاملات سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر دارای جای‌گاه ویژه است. اغلب سرمایه‌گذاران ریسک‌پذیر در جریان فعالیت‌های ریسک‌پذیر خویش هم‌چون موسسین یک شرکت معمولی عمل نمی‌نمایند. آن‌ها جهت حفظ و نگهداری از سرمایه‌های نقدی و غیرنقدی خویش در شرکت‌های سرمایه‌پذیر که در فضای کاملاً نامطمئن سرمایه‌گذاری قرار می‌گیرند محتاط بوده و حاضر به پذیرش تمام ریسک‌های مدیریتی و راهبردی و عملیاتی در شرایط مساوی با کارآفرینان و موسسین شرکت‌های سرمایه‌پذیر نیستند. از این‌رو به دنبال کسب سهامی متفاوت با شرایط ممتاز و ویژه هستند که با حداقل ساختن ریسک بر مشکلات فراروی سرمایه‌گذاری غلبه کنند.

برای این منظور در توافق‌نامه‌ای اولیه با نام "توافق‌نامه شرایط سرمایه‌گذاری"<sup>۱</sup>، که شرایط سرمایه‌گذاری و حقوق ویژه و امتیازات نقدینگی به‌خصوصی در آن گنجانیده می‌شود نظر سهام‌داران شرکت و سایر سرمایه‌گذاران و صاحبان شرکت برای سرمایه‌گذاری جلب می‌گردد. توافق‌نامه شرایط سرمایه‌گذاری، سندی است که به بیان شرایط مالی، حقوقی و دیگر شرایط مربوط به سرمایه‌گذاری موردنظر می‌پردازد که لازم است طرفین توافق‌نامه پیش از سرمایه‌گذاری بدانند.

سرمایه‌گذاران از این مدرک به عنوان پایه و اساس تهیه پیش‌نویس دیگر اسناد و مدارک حقوقی استفاده می‌کنند. باید اضافه کرد که این مدرک جهت تشریح موضوع مذاکرات آتی طرفین در اسناد حقوقی است که معمولاً شامل شرایط خاصی است که به عنوان پیش‌شرط مذاکرات و اقدامات حقوقی آتی معتبر است.

به جز برخی از شروط و بندهای ویژه که در قرارداد معاملاتی سهام و سایر قراردادها به کار گرفته خواهند شد، مواردی هم‌چون مخارج و موارد انحصاری و پاره‌ای از این قبیل نمونه‌ها صرفاً جهت اطلاع طرفین از توافقات اولیه است و معمولاً در این مرحله از نظر حقوقی لازم‌الاجراء و تعهدآور نیستند؛ اگرچه ممکن است با تشخیص طرفین، موارد فوق در این توافق‌نامه در زمره تعهدات لازم‌الاجراء قرار گیرند. هم‌چنین این‌گونه توافقات و مذاکرات را در چارچوب مذاکرات بین‌الطرفین به عنوان سندی مبتنی بر اعتماد و اطمینان غیررسمی می‌توان تلقی کرد.

مفاد این سند، مرجع و مکملی برای قراردادهای خرید سهام شرکت (قرارداد مشارکت، قرارداد شرکا)<sup>۲</sup> خواهد بود. هراندازه این سند دقیق‌تر و کامل‌تر باشد، تدوین سند مشارکت‌نامه و سایر اسناد لازم‌الاجراء دیگر سریع‌تر و دقیق‌تر خواهد بود. بررسی کلیه شرایط و موارد مندرج در این سند توسط وکلا و حقوق‌دانان آشنا به سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر ممکن است وقت‌گیر باشد؛ لذا به منظور تسریع در حصول توافقات اولیه، معمولاً تهیه این سند با حداقل هزینه ممکن صورت می‌پذیرد. سرفصل‌های یک قرارداد مشارکت در ادامه این مقاله آورده شده‌است.

1. Term Sheet

2. Shareholders Agreement



مهم‌ترین سرفصل‌هایی که در تهیه یک "توافق‌نامه شرایط سرمایه‌گذاری" مورد استفاده است عبارتند از:

#### ۱. نوع سهام:

یک سرمایه‌گذار ریسک‌پذیر معمولاً به‌جای مالکیت سهام عادی شرکت سرمایه‌پذیر، از سهام ممتاز استفاده می‌کند که دارای حق رأی ویژه و ممتازی در مقایسه با سهام عادی است. دلیل آن، این است که سرمایه‌گذاران ریسک‌پذیر، ضمن آن‌که سرمایه خود را در معرض خطر قرار می‌دهند، در واقع نیز باتوجه به ارزش آورده‌ها، سرمایه‌گذاری بیشتری نسبت به موسسین شرکت سرمایه‌پذیر- که عمده سرمایه ایشان ایده، زمان مطالعات و مبلغ اندکی سرمایه اولیه است- انجام می‌دهند، اما کنترل اندکی بر رویه‌های مدیریتی روزمره شرکت و نتایج کار آن خواهند داشت. این حقوق ویژه سهام‌داران ممتاز، تا زمانی که دور بعدی افزایش سرمایه در شرکت رخ نداده است معمولاً پابرجا می‌ماند؛ اما در صورت امکان در هر دور جدید از گردآوری وجوه و افزایش سرمایه در شرکت سرمایه‌پذیر، اختیارات این اوراق ممتاز مورد بازبینی قرار می‌گیرد. زیرا در هر مرحله از جلب وجوه و سرمایه‌گذاری، ارزش و شرایط اقتصادی متفاوت و ریسک‌های مختلف وجود خواهد داشت و لذا در حقوق ویژه سهام‌داران تغییراتی خواهد شد.

#### ۲. ارزش‌گذاری و اهداف مرحله‌ای<sup>۱</sup>

ارزش‌گذاری آغازین شرکت، پیش از سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران ریسک‌پذیر صورت می‌گیرد. ارزش آغازین شرکت، قیمت هرسهم موجود شرکت سرمایه‌پذیر پیش از سرمایه‌گذاری جدید و افزایش سرمایه را نشان می‌دهد. با انتشار سهام جدید برای شرکت، مبلغ این سهام جدید باید از سوی سرمایه‌گذار ریسک‌پذیر - معمولاً طی چند مرحله- پرداخت گردد. ارزش هرسهم آغازین از تقسیم ارزش آغازین پیش از سرمایه‌گذاری بر تعداد سهام موجود شرکت که در ساختار سرمایه شرکت جای دارند- مانند سهام عادی، سهام ممتاز با اختیار خرید برای کارکنان شرکت، هرنوع سهمی که در صورت اجرای اختیارات منتشر

1. Valuation and Milestones

می‌گردد، وارانته‌ها<sup>۱</sup> که یک نوع اختیار خرید تضمین شده از سوی شرکت برای دوره چند ساله است که برعکس اوراق مشتقه اختیار خرید که برای دوره چند ماهه هستند و قابل معامله و واگذاری‌اند معمولاً قابل معامله نیستند، و اوراق بدهی قابل تبدیل، و سایر تعهدات در قبال اشخاص - به دست می‌آید.

مثلاً اگر ارزش آغازین پیش از سرمایه‌گذاری ۴۰۰ هزار باشد و تعداد سهام عادی موجود ۱۰۰ سهم باشد قیمت هر سهم ۴ هزار است. میان ارزش آغازین پیش از سرمایه‌گذاری و ارزش شرکت پس از سرمایه‌گذاری باید تفاوت قائل باشیم. اگر میزان سرمایه‌گذاری جدید ۲۰۰ هزار باشد در این صورت ارزش شرکت پس از سرمایه‌گذاری مطابق مثال فوق ۶۰۰ هزار خواهد بود. در صورتی نیز که تاپیش از انجام ارزش‌گذاری شرکت، تعدادی سهام جهت اختیار خرید برای کارکنان شرکت در نظر گرفته شده باشد که قابل اجراء باشد این مقدار به تعداد سهام موجود شرکت اضافه می‌گردد.

$$\text{Post-money valuation} = \text{Pre-money valuation} + \text{Investment}$$

گاهی مشاهده می‌شود که سرمایه‌گذار ریسک‌پذیر تمام تعهدات خویش برای سرمایه‌گذاری را به یکبار و در ابتدای ورود خود انجام نمی‌دهد؛ بلکه هربخش از تعهد پرداخت سرمایه<sup>۲</sup> را منوط به تحقق اهداف مرحله‌ای<sup>۳</sup> می‌نماید که در قرارداد اشتراک سهام/مشارکت‌نامه مورد اشاره قرار می‌گیرد. این اهداف مرحله‌ای مطابق با برنامه‌های فنی، مالی و حقوقی ویژه، در هر مرحله قابل دستیابی خواهند بود. عدم تحقق اهداف در هر مرحله تعریف شده به معنی عدم الزام سرمایه‌گذار به انجام باقی سرمایه‌گذاری‌ها نیست؛ بلکه به این معنی که با مذاکره و تعریف مجدد اهداف مرحله‌ای می‌توان برنامه پرداخت تعهدات سرمایه‌گذاری را براساس شرایط جدید مورد بازنگری قرار داد.

### ۳. حق تقسیم سود

سرمایه‌گذاران ریسک‌پذیر معمولاً در مراحل ابتدایی شرکت سرمایه‌پذیر که پتانسیل زیادی برای رشد دارند سرمایه‌گذاری می‌کنند. هدف این سرمایه‌گذاران، رشد این شرکت‌ها و ایجاد

1. Warrants  
2. Milestones  
3. Tranches

ارزش در آن‌ها تا رسیدن به زمان خروج است که با شاخص‌هایی متناسب با بازدهی بر روی سرمایه‌گذاری صورت گرفته، سنجیده می‌شوند. در اغلب موارد، در این مراحل سود میان سهام‌داران تقسیم نمی‌شود، بلکه برای تداوم رشد شرکت سودهای دوره‌ای حاصل مجدداً وارد چرخه سرمایه‌گذاری می‌شود و حتی گاهی تقسیم سود و برداشت آن را برای مدت محدود معینی ممنوع می‌کنند.

چنانچه سرمایه‌گذاران مجاز به برداشت و استفاده از سودهای شرکت باشند، روش مرسوم که طی آن شرکت در حال رشد ملزم به پرداخت سود به این سرمایه‌گذاران عادی نباشد این است که برای بخشی از سرمایه‌گذاران، انواع سهام ممتاز یا سهام با سود تجمعی/ انباشته که درصد ثابتی از قیمت سهام ممتاز خریداری شده توسط سرمایه‌گذاران است صادر می‌شود. در این حالت تا پیش از پرداخت سود و تقسیم آن میان دارندگان سهام ممتاز، شرکت اجازه پرداخت هیچ سودی میان سایر سهام‌داران را نخواهد داشت. سودهای انباشته شرکت معمولاً تا زمان خروج شرکت تقسیم نمی‌شوند؛ مضافاً این‌که سرمایه‌گذاران گاهی با استفاده از حق ویژه/ ممتاز خویش تقسیم سود را وتو می‌کنند.

تا زمانی که شرکت در وضعیت مناسب نقدینگی نباشد و یا احتمال وجود مصارف ضروری برای شرکت متصور باشد، سود دوره‌ای شرکت که در مقاطع فصلی یا سالانه محاسبه می‌شود در شرکت انباشته می‌گردد و تا پیش از پرداخت به سهام‌داران ممتاز میان سایر سهام‌داران تقسیم نخواهد شد. چنانچه سهام ممتاز به سهام عادی تبدیل شود؛ در این صورت سرمایه‌گذاران انتظار خواهند داشت تا سودهای انباشته، میان سهام‌داران تقسیم و یا سرمایه شرکت هم‌زمان با تبدیل سود به سهام افزایش داده شود.

در باب ملاحظات تقسیم سود باید اشاره کرد که سرمایه‌گذاران ریسک‌پذیر معمولاً مایلند تا دارندگان سهام ممتاز که بیشتر خود سرمایه‌گذاران ریسک‌پذیر هستند بتوانند در مرحله حتی پس از پرداخت سود به سهام‌داران ممتاز، با سایر سهام‌داران شرکت در سهم ایشان به صورت مساوی از سود به نسبت سهام خویش<sup>۱</sup> نیز بهره‌مند باشند. این کار برای این است که سهام‌داران

---

1. Pro Rata Share

ممتاز ممکن است از سود هنگفتی از شرکت که میان سهام‌داران عادی تقسیم می‌شود بی‌نصیب بمانند و سود اندکی برداشت کنند.

در برخی از ملاحظات قراردادی، مفاد و تمهیداتی در ارتباط با سیاست تقسیم سود اندیشیده می‌شود که شرکت را تشویق می‌کند تا پیش از خروج بتواند عملکرد مالی موفقیت‌آمیزی بدست آورد و در صورتی نیز که دچار مشکل و شکست شد به آن کمک کند تا بتواند سرمایه خویش را احیاء کند و از دست ندهد. متقابلاً اگر شرکت عملکرد موفق‌تری نداشت و به شکست در کسب و کار اذعان کرده و خروج موفق و به‌موقعی نداشت؛ در این صورت در دوره‌های معین پس از خروج به سهام‌داران ممتاز، سودهای انباشته را با نرخ‌ی که در هر سال افزایش می‌یابد پرداخت کند.

۴. ترجیحات و حق تقدم نقدینگی (تبدیل به نقدکردن سرمایه‌ها) و تقدم در برداشت

#### نقدینگی‌های زمان خروج<sup>۱</sup>

حق تقدم مربوط به نقدکردن سرمایه، حقوقی است که سرمایه‌گذار ریسک‌پذیر در مواجهه با عوامل ریسک سرمایه‌گذاری برای خود در نظر می‌گیرد. در مواقعی که فراز و نشیب‌هایی در شرکت به لحاظ عملکرد آن ایجاد می‌شود، سهام‌داران می‌توانند از ترجیحات نقدینگی خویش برای خروج و برداشت سود، پیش از سایر سهام‌داران استفاده نمایند. ساختار و مقدار ترجیحات و حق تقدم نقدینگی میان سهام‌داران که انعکاس‌دهنده ریسک ذاتی هر مرحله از سرمایه‌گذاری است مورد بحث و مذاکره قرار می‌گیرد. هرچقدر مقدار ریسک بالاتر باشد؛ سود موردانتظار بیشتر است. عوامل زیادی در بررسی ریسک‌ها به‌کارگرفته می‌شوند که یکی از نتایج آن را می‌توان در ارزش‌گذاری شرکت‌ها دید.

شاخص تعیین استفاده از این ملاحظات و ترجیحات، می‌تواند برابر با مبلغ سرمایه‌گذاری سهام‌داران ممتاز و یا ضربی از آن باشد. پول نقد باقی‌مانده پس از پرداخت سود سهام ممتاز را می‌توان میان سهام‌داران ممتاز و عادی به مقدار معینی تسهیم نمود. روش‌های مختلفی برای این کار وجود دارند؛ لیکن معمول‌ترین روش‌ها عبارتند از:

روش ۱:

1. Liquidation Preference and Deemed Liquidation

پول‌های (نقدینگی‌های) باقی‌مانده به‌صورت مساوی به نسبت درصد مشارکت تمام سهام‌داران، میان سهام‌داران عادی و سهام‌داران ممتاز تقسیم می‌شود. در این حالت اصطلاحاً گفته می‌شود سهام‌داران ممتاز به‌صورت کامل<sup>۱</sup> در باقیمانده سود پس از پرداخت سود سهام ممتاز با سهام‌داران عادی سهیم هستند.

روش ۲:

نقدینگی‌های باقی‌مانده، پس از پرداخت سود سهام ممتاز، ابتدا به نسبت درصد مشارکت سهام‌داران عادی میان فقط سهام‌داران عادی تقسیم می‌شود و در مرحله بعد نقدینگی‌های باقی‌مانده به نسبت درصد مشارکت سهام‌داران، میان تمام سهام‌داران اعم از عادی و ممتاز تقسیم خواهد شد. در این حالت سهام‌داران ممتاز به‌صورت ساده و جزیی<sup>۲</sup> در نقدینگی‌های باقی‌مانده سهیم هستند.

سرمایه‌گذاران ریسک‌پذیر معمولاً از ترجیحات و حق تقدم‌های مورد اشاره صرفاً برای تقسیم سود و زمانی که شرکت با ورشکستگی دست و پنجه نرم می‌کند استفاده نمی‌کنند؛ بلکه برای خروج از شرکت و واگذاری سهام و فروش آن و یا ادغام و اکتساب و یا انتشار عمومی سهام نیز از این امتیازات استفاده می‌کنند و آن را در برابر شرکت به اجراء می‌گذارند تا ریسک سرمایه‌گذاری خویش را به حداقل رسانیده و بازدهی قابل توجهی بدست آورند.

##### ۵. حق بازخرید سهام از سرمایه‌گذاران توسط شرکت<sup>۳</sup>

حق بازخرید سهام عبارت است از حق بازخرید سهام شرکت از سرمایه‌گذاران به‌قیمت ثابت و مشخص. ممکن است از این حق زمانی استفاده شود که سرمایه‌گذار شرکت طی دوره از پیش تعیین شده نتواند خارج شود. عدم تحقق بازخرید سهام سرمایه‌گذار از سوی شرکت، ممکن است موجب گردد حقوق سرمایه‌گذار در مواردی هم‌چون حق رأی، افزایش یابد. حق بازخرید سهام همچنین به‌این دلیل به‌کار می‌رود که مانع شرکت از نقض تعهدات آن شود و روشی است که سرمایه‌گذار می‌تواند از جمع سهام‌داران شرکت خارج شود. در

1. Fully Participating  
2. Simple Participating  
3. Redemption

کشورهایی که بازخرید سهام به عنوان یک الزام مورد قبول نیست؛ می‌توان با حق مشروطی برای سرمایه‌گذار، این حق را به سرمایه‌گذار داد که بتواند در قیمت معینی سهام خویش را به موسسین و صاحبان اولیه شرکت بفروشد.

#### ۶. حق تبدیل سهام<sup>۱</sup>

زمانی که سرمایه‌گذاران ریسک‌پذیر، دارای یک نوع سهام ممتاز قابل تبدیل به سهام عادی باشند؛ عموماً مجاز خواهند بود تا در هر زمان و با نسبت تبدیل ۱ به ۱ از این حق استفاده کنند. سرمایه‌گذار ریسک‌پذیر معمولاً این تبدیل را تا تاریخ خروج به تأخیر می‌اندازد تا بتواند بدون از دست دادن این حقوق از تمام مزایا و اختیارات خویش استفاده کنند.

این نسبت تبدیل، در مواقعی که شرکت در ساختار سرمایه‌خویش تجدیدنظر می‌کند، تعدیل می‌شود. در برخی اوقات این نسبت به منظور حمایت از کاهش درصد سهام‌داران شرکت<sup>۲</sup> تنظیم و طراحی می‌گردد. در مواردی که رخدادی موجب کاهش درصد سهام‌داران شود و این نسبت به ضرر سهام‌دار ممتاز افزایش یابد، ممکن است سرمایه‌گذار ریسک‌پذیر مجبور شود پیش از رخداد نقدینگی (انتشار عمومی سهام و یا فروش به سایر خریداران) از حق خویش برای تبدیل سهام ممتاز به سهام عادی استفاده کند.

#### ۷. تبدیل خودکار سایر سهام‌ها به سهام عادی در زمان واگذاری / انتشار سهام<sup>۳</sup>

بسیاری از مواقع، مانند انتشار عمومی سهام و قرار گرفتن نام شرکت در میان لیست شرکت‌های بورسی، سرمایه‌گذاران ریسک‌پذیر ناچارند سهام ممتاز خویش را به سهام عادی تبدیل کنند. در واقع مکانیسم خودکار تبدیل سهام پیش از واگذاری سهام شرکت در بورس، موجب می‌شود تا سرمایه‌گذاران ریسک‌پذیر هم از فرصت مناسب پیش‌آمده برای نقدی‌سازی سهام خویش پس از یک دوره خواب سرمایه بهره ببرند.

1. Conversion Rights  
2. Anti-Dilution Protection  
3. Automatic Conversion of Share Class/Series

۸. حفاظت از درصد سهام سهام‌داران قبلی هنگام ورود سرمایه‌گذار جدید در برابر کاهش ارزش سهام<sup>۱</sup> سرمایه‌گذاران ریسک‌پذیر غالباً به منظور حفظ درصد سهم خویش در شرکت نیازمند بهره‌مندی از حقوق خاصی هستند. به طور مثال ممکن است سرمایه‌گذاری ۵۰٪ مالکیت شرکتی را داشته باشد در دور جدید افزایش سرمایه و ورود سرمایه‌گذار جدید دیگر، درصد مالکیت وی کاهش یابد. این وضعیت زمانی به وجود می‌آید که ارزش سهام شرکت در زمان ورود سرمایه‌گذار جدید، نسبت به مرحله‌ای که سهام‌داران قبلی اقدام به سرمایه‌گذاری کرده بودند کاهش یافته باشد.<sup>۲</sup>

حمایت و حفاظت از سرمایه‌گذار قبلی در چنین شرایطی مستلزم استفاده از فرمول‌های ریاضی و انجام محاسباتی برای تعیین تعداد سهام جدید انتشار یافته برای سرمایه‌گذاران و کاهش هزینه‌های انتشار و تعدیل اثر کاهش ارزش سهام بر درصد سهام سرمایه‌گذاران پیشین است.

انواع روش‌ها برای حفظ حقوق سهام‌داران قبلی شرکت استفاده می‌شود. سطح و مقدار حمایت از حقوق سهام‌دار معلول پاره‌ای از عوامل مانند ارزش شرکت در زمان سرمایه‌گذاری و درک و شناخت سرمایه‌گذاران از نیازهای آتی سرمایه‌ای و نقدینگی شرکت است. مثلاً در انگلیس از نسبت معینی برای تبدیل سهام ممتاز به سهام عادی برای جبران این کاهش استفاده می‌کنند. در کنار آن هم چنین از سهام جایزه و یا انتشار سهام عادی با قیمت اسمی و یا از طریق واگذاری واران و اختیارات ویژه که در زمان مقتضی قابل استفاده خواهند بود استفاده می‌کنند. چندین روش مختلف برای این منظور به کار گرفته می‌شود که هر یک به مقداری از حقوق سهام‌دار قبلی حمایت می‌کنند. در روش موسوم به Full Ratchet درصد سهام سهام‌دار قبلی یا ارزش گذشته سهام وی را در مرحله کاهش ارزش، ثابت و با همان وضعیت گذشته حفظ می‌کند. نرخ تبدیل سهام<sup>۳</sup>، آخرین قیمتی است که سهام معامله می‌شود. در سایر روش‌ها، فاکتورهایی جهت جبران کاهش ارزش سهام و یا درصد سهام در نظر می‌گیرند لیکن درصد سهام ثابت نخواهد بود و کاهش می‌یابد. نمونه آن روش متوسط وزنی<sup>۴</sup> است.

1. Anti-Dilution (or Price Protection)  
2. Down Round  
3. Conversion  
4. Weighted Average

مثال: انواع روش‌های حمایتی برای حفاظت از کاهش ارزش سهام		
<p><b>مفروضات:</b></p> <p>۱- دور اول سرمایه‌گذاری و ورود سرمایه‌گذار ریسک‌پذیر:  <u>سرمایه‌گذار ریسک‌پذیر:</u>                      برای ۳۰٪ از سهام شرکت ۳۰۰,۰۰۰ دلار سرمایه‌گذاری می‌کند و ۳۰۰,۰۰۰ سهم به ارزش هر سهم ۱ دلار دریافت می‌کند.  <u>کارآفرین:</u>                      ۷۰۰,۰۰۰ سهم معادل ۷۰٪ سهام شرکت را دارد.                      به این ترتیب پس از ورود سرمایه‌گذار ریسک‌پذیر ۱، شرکت دارای ۱,۰۰۰,۰۰۰ سهم به ارزش هر سهم ۱ دلار می‌باشد.</p> <p>۲- دور دوم سرمایه‌گذاری و ورود سرمایه‌گذار ریسک‌پذیر:                      یک سال بعد، ارزش هر سهم شرکت به ۰/۴ دلار کاهش یافته است. در این مرحله شرکت با انتشار ۱,۰۰۰,۰۰۰ سهم دیگر اقدام به جلب سرمایه‌گذار ریسک‌پذیر ۲ با آورده ۴۰۰,۰۰۰ دلار می‌کند.  <u>سرمایه‌گذار ریسک‌پذیر:</u>                      یک سال بعد، برای ۵۰٪ از سهام شرکت ۴۰۰,۰۰۰ دلار سرمایه‌گذاری می‌کند.                      قیمت سهام = <math>\frac{400,000}{1,000,000}</math> سهم = ۰/۴ دلار</p>		
<p><b>Full-Ratchet Dilution</b></p> <p><u>تعداد سهام سرمایه‌گذار ریسک‌پذیر:</u></p> $\text{تعداد سهام} = \frac{300,000}{0.4} = 750,000$ <p>در این حالت ۴۵۰,۰۰۰ سهم اضافی برای سرمایه‌گذار ریسک‌پذیر صادر می‌شود.</p> <p><u>کل سهام شرکت:</u></p> <p>۲,۴۵۰,۰۰۰ سهم</p> <p><u>درصد سهام سرمایه‌گذار ریسک‌پذیر:</u></p> $30\% = \frac{750,000}{2,450,000}$ <p><u>درصد سهام سرمایه‌گذار ریسک‌پذیر:</u></p> $41\% = \frac{1,000,000}{2,450,000}$ <p><u>کارآفرین:</u></p> $29\% = \frac{700,000}{2,450,000}$	<p><b>Weighted Anti-Dilution</b></p> $CP_2 = 1 \bullet \frac{1,000,000 \bullet 400,000}{1,000,000 + 1,000,000} = 0.7$ <p><u>تعداد سهام سرمایه‌گذار ریسک‌پذیر:</u></p> $\text{تعداد سهام} = \frac{300,000}{0.7} = 428,751$ <p>در این حالت ۱۲۸,۷۵۱ سهم اضافی برای سرمایه‌گذار ریسک‌پذیر صادر می‌شود.</p> <p><u>کل سهام شرکت:</u></p> <p>۲,۱۲۸,۷۵۱ سهم</p> <p><u>درصد سهام سرمایه‌گذار ریسک‌پذیر:</u></p> $20\% = \frac{428,751}{2,128,751}$ <p><u>درصد سهام سرمایه‌گذار ریسک‌پذیر:</u></p> $47\% = \frac{1,000,000}{2,128,751}$ <p><u>کارآفرین:</u></p> $33\% = \frac{700,000}{2,128,751}$	<p><b>بدون حفاظت از کاهش ارزش سهام</b></p> <p><u>تعداد سهام سرمایه‌گذار ریسک‌پذیر:</u></p> <p>به همان میزان ۳۰۰,۰۰۰ سهم سابق باقی می‌ماند.</p> <p><u>کل سهام شرکت:</u></p> <p>۲,۰۰۰,۰۰۰ سهم</p> <p><u>درصد سهام سرمایه‌گذار ریسک‌پذیر:</u></p> $15\% = \frac{300,000}{2,000,000}$ <p><u>درصد سهام سرمایه‌گذار ریسک‌پذیر:</u></p> $50\% = \frac{1,000,000}{2,000,000}$ <p><u>کارآفرین:</u></p> $35\% = \frac{700,000}{2,000,000}$



$$CP_2 = CP_1 \cdot \frac{A+C}{A+D}$$

where  $CP_1$  = old conversion price

A = number of shares before the transaction

C = shares to be issued if the old conversion price held

$CP_2$  = new conversion price

D = number of shares issued

۹. وضعیت سهام موسسین شرکت و مدیران ارشد / کارکنان و شیوه واگذاری سهام ایشان به سایر سرمایه‌گذاران<sup>۱</sup>

مدیران ارشد و بنیان‌گذاران شرکت محور تصمیم‌های سرمایه‌گذاران ریسک‌پذیر در سرمایه‌گذاری در شرکت هستند. این سرمایه‌گذاران از صاحبان شرکت درخواست ارائه و معرفی طرح کسب‌وکار خواهند نمود. معمولاً مدیران اصلی و موسسین شرکت به دلیل نقش حیاتی که در مدیریت شرکت در طی سال‌های ابتدایی دارند طی یک برنامه مدون با قراردادهای کارمندی، مدیریتی و یا مشاوره برای حداقل دوره ۲ تا ۳ سال در شرکت مشغول کار خواهند شد. در طی این مدت برای حفظ انگیزه کار و فعالیت درصدی از سهام شرکت به ایشان واگذار<sup>۲</sup> می‌گردد.

درخواست سرمایه‌گذاران ریسک‌پذیر از مدیران، کارکنان و مشاورین و سایر سهام‌داران ممکن است این باشد که سهام خویش را در آینده به قیمت مشخصی (قیمت بازار و یا وضعیت مورد توافق دیگر) به این سرمایه‌گذاران واگذار کنند. قیمت این سهام ممکن است حسب اقتضات و شرایط آینده، زمان خروج و غیره تعیین گردد. (قیمت منصفانه بازار به عنوان یک پیشنهاد مناسب و خوب برای خرید سهام از مدیر/ بنیانگذار و یا خرید سهام به قیمت پائین از بنیانگذار در صورتی که نقض قرارداد همکاری و یا کوتاهی در انجام وظایف و غیره داشته باشد و یا همکاری خویش با شرکت را ترک کرده و یا استعفاء دهد<sup>۳</sup>). هیئت مدیره شرکت در این شرایط، این حق را جهت ابقاء و یا تمدید قرارداد و یا استخدام کارکنان، مدیران و مشاوران و کارشناسان برای خویش محفوظ می‌دارد.

1. Founder Shares  
2. Vesting  
3. Bad Leaver

شرکت برای حفظ کارکنان و مشاورین و مدیران و بنیانگذاران و ایجاد انگیزه جهت بهبود عملکرد طی یک برنامه معین<sup>۱</sup> به تدریج و ظرف چند ماه درصد سهام و مالکیت این افراد در شرکت را افزایش می‌دهد. در واقع شرکت سعی خواهد کرد تا در عین سهام‌دار بودن، این افراد در شرکت طی قراردادی به‌کار گرفته شوند و در مدت کوتاهی از شرکت جدا نشوند. این موضوع به این شکل به‌عمل درخواهد آمد که این افراد پس از طی دوره معینی به تدریج تمام مالکیت و سهام خویش را کسب خواهند نمود؛ نه‌اینکه از ابتدا تمام سهام به نام ایشان ثبت شود. در طی این دوره مشخص طبق برنامه مدون و یا از پیش مذاکره شده این واگذاری سهام صورت می‌گیرد. ممکن است میان برخی از موسسین و مدیران، حسب نوع و شرایط همکاری، این برنامه متفاوت باشد.

به مثال زیر توجه کنید:

تعداد سهام	ماه ۰	ماه ۱۲	ماه ۲۴	ماه ۳۶
	ماه ۱۲	ماه ۲۴	ماه ۳۶	ماه ۴۸
درصد واگذاری سالانه سهام	%۱۲/۵	%۱۲/۵	%۱۲/۵	%۱۲/۵
درصد واگذاری سالانه سهام-تجمعی	%۱۲/۵	%۲۵	%۳۷/۵	%۵۰

اگر این افراد طی هریک از دوره‌های فوق اقدام به خروج از شرکت کنند به همان مقداری که در جدول اشاره شد مالک سهام خواهند بود. مثلاً اگر در بین ماه ۱۲ تا ۲۴ از شرکت خارج شود و اقدام به فروش سهام خویش کند %۲۵ سهام به جای %۵۰ به وی تعلق خواهد گرفت. باقی سهام به‌قیمت اسمی به سایر سهام‌داران تعلق خواهد گرفت و یا به سهام دیگری تبدیل می‌شود و هیچ‌گونه حق و امتیازی برای آن نخواهد بود. در زمان فوت و یا پایان مدت قرارداد و عدم تمدید آن و یا شرایط ویژه حقوقی که این افراد دارای اختیار و قدرتی نباشند می‌توان طبق مذاکرات و توافقات، کل این سهام را به نام این افراد ثبت کرد. تصمیم‌گیری راجع به این موضوع را می‌توان به هیئت مدیره واگذار کرد.

#### 1. Vesting Schedule

۱۰. حق شفعه (نوعی حق تقدم است) در خرید سهام قابل فروش از طرف دیگر سهام‌داران<sup>۱</sup> در صورتی که هریک از سهام‌داران بخواهد تمام و یا بخشی از سهام خویش را به شخص ثالثی به جز سهام‌داران موجود شرکت بفروشد، سهام‌داران این حق را دارند تا برای حفظ درصد سهام خویش بتوانند سهام مزبور را به قیمت فروش به جای شخص ثالث خریداری نمایند. اگر هم فروشی بدین شکل انجام گرفته باشد و سهام‌داران موجود پیش از آن از فروش سهام مطلع نبوده باشند می‌توانند براساس این حق، سهام را با همان قیمت خریداری کنند.

این موضوع در اغلب کشورها و در قوانین تجارت مورد تأکید قرار گرفته است. البته بر اساس توافق، سهام‌داران می‌توانند این حق را از خود یا دیگر سهام‌داران سلب و یا فسخ کنند. اگر قیمت و یا ارزش سهام قابل فروش کمتر از ارزش سهم در زمان سرمایه‌گذاری باشد سهام‌داران موجود می‌توانند از حقوق حمایت و حفظ کاهش ارزش سهم که در بند ۸ به آن اشاره کردیم نیز استفاده کند.

#### ۱۱. حق نکول و برابری درصد فروش سهام میان سایر سرمایه‌گذاران<sup>۲</sup>

در بند ۱۰ دانستیم که اگر سهام‌داری قصد فروش و یا واگذاری سهام خویش به شخص ثالثی را داشته باشد باید پیش از این، این سهام را به سهام‌داران موجود شرکت عرضه کند و ایشان قبل از سایر سرمایه‌گذاران علاقمند، از این اختیار بهره‌مندند که تصمیم بگیرند با چه قیمتی سهام را خریداری کنند و یا از این حق استنکاف کنند (ROFR). حال مطرح می‌کنیم که استثنائاتی نیز در این زمینه می‌تواند وجود داشته باشد؛ به‌طور مثال عموماً افراد می‌توانند سهام را به سایر اقوام و بستگان نزدیک خویش منتقل ساخته و یا بفروشند. سرمایه‌گذاران نیز می‌توانند طی موافقت مندرج در قرارداد، این سهام را به اشخاص ثالث، به یکدیگر و یا گروه سرمایه‌گذاری دیگری واگذار کرده و یا بفروشند. به این جهت گاه ممکن است اجرای مفاد حقوقی و قراردادی این شرط، چندین هفته به طول بیانجامد. این موارد در قراردادهای مشارکت میان سهام‌داران و شرایط و موارد حقوقی که در اساسنامه هم به آن اشاره می‌شود مورد موافقت قرار می‌گیرد.

1. Pre-emption Rights on new share issues

2. Right of First Refusal, co-sale and tag along rights

### ۱۲. شرط فروش سهام با کسب آرای معین<sup>۱</sup>

این مورد، این اختیار را برای سهام‌داران شرکت ایجاد می‌کند که اگر درصد مشخصی از سهام‌داران با فروش سهام به خریدار بالقوه ثالثی موافقت کنند بتوان سهام را به وی فروخت یا واگذار نمود. این درصد معمولاً در مراحل ابتدایی عمر شرکت یا مراحل اولیه سرمایه‌گذاری برابر با اکثریت آرای سهام‌داران است. این حق بیشتر زمانی استفاده می‌شود که خریدار بالقوه درصدد باشد پس از اکتساب شرکت، ۱۰۰٪ سهام شرکت را بدون وجود احساس مسولیت در برابر سهام‌داران جزء خریداری کند.

ممکن است سرمایه‌گذاران ریسک‌پذیر برای حفظ درصد سهام خویش در برابر این حق، استثنائاتی را نیز در نظر بگیرند که متعهد به فروش سهام خویش نباشند.

### ۱۳. اظهاریه‌ها و ضمانت‌ها<sup>۲</sup>

سرمایه‌گذاران ریسک‌پذیر مایلند تا به منظور به حداقل رساندن ریسک سرمایه‌گذاری خویش، از موسسین و مدیران شرکت خواهان تضمین صحت اطلاعات و ارائه درست و کامل اطلاعات گذشته و حاضر شرکت مانند موارد زیر شوند: مسایل حقوقی (بالاخص مسایل حقوق مالکیت معنوی)، صورتهای مالی شرکت و وضعیت دارائی‌ها و بدهی‌ها و جزئیات آن‌ها، صحت ارائه طرح کسب و کار، قراردادهای کارکنان، خرید مواد و غیره. مواردی که مشمول ضمانت و تعهد این ضامنین است طی یک اظهاریه<sup>۳</sup> که به امضای ضامنین رسیده است، برای سرمایه‌گذار ریسک‌پذیر افشاء و تسلیم وی می‌شود. در این حالت سرمایه‌گذار ریسک‌پذیر فقط به مواردی که در این اظهاریه و ضمانت‌نامه افشاء شده باشد می‌تواند استناد داشته باشد و نمی‌تواند تعبیر و یا برداشتی جدا از این موارد به عمل آورد. در صورتی که این اطلاعات کامل و صحیح نباشند؛ سرمایه‌گذار ریسک‌پذیر می‌تواند اموال و سرمایه خویش را مسترد نماید. به همین دلیل لازم است مسایل محرمانه و ناگفته‌ای نزد موسسین و مدیران باقی نمانده باشد که برای سرمایه‌گذار ریسک‌پذیر تشریح نشده باشد.

1. Drag Along or Bring Along  
2. Representations And Warranties  
3. Disclosure Letter

۱۴. حق رأی<sup>۱</sup>

سرمایه‌گذاران ریسک‌پذیر معمولاً دارای حقوق ویژه‌ای هستند که در رابطه با نوع سهام آنهاست. سهام‌داران ممتاز در مقایسه با سایر سهام‌داران ممتاز دارای حقوق برابر و نسبت به سهام‌داران عادی معمولاً بیش از یک حق رأی برای هر سهم دارند. پس از هر رخداد مرتبط با سهام شرکت، به‌طور خودکار نسبت حق رأی سهام نیز تعدیل می‌شود.

۱۵. شروط مربوط به جلب موافقت و رضایت دیگر سهام‌داران و دیگر شروط حمایتی<sup>۲</sup>

معمولاً در مراحل مختلف سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر، جلب موافقت و رضایت سهام‌داران خصوصاً سهام‌دار اکثریت از سوی دیگر سهام‌داران و مدیران و موسسین حایز اهمیت است. جلب این موافقت‌ها ممکن است منوط به رضایت اکثریت خود سرمایه‌گذاران و یا نمایندگان سرمایه‌گذاران و یا مدیران باشد.

اصولاً موافقت سرمایه‌گذاران و نمایندگان ایشان محدود به مواردی است که در زیر آورده شده‌است، و در سایر موارد عملیاتی که انجام آن به هیات مدیره واگذار گردیده‌است نیازی به تأیید و موافقت این سرمایه‌گذاران نیست. هرچند که در این میان ممکن است برای سرمایه‌گذار اکثریت حساب جداگانه‌ای با اختیارات بیشتر فراهم گردد. هدف از محدود نمودن و تفکیک مواردی که موکول به کسب رضایت مدیران و سرمایه‌گذار اکثریت است؛ این می‌باشد که از سایر سرمایه‌گذاران به سبب اختیارات و شروط جلب رضایت بیش از اندازه، که ممکن است بالعکس موجب ایجاد خلل در روند ایجاد ارزش برای سرمایه‌گذاری‌ها شود، حمایت گردد.

از نمونه مواردی که نیازمند جلب رضایت و موافقت سرمایه‌گذاران هستیم می‌توان به موارد زیر اشاره نمود:

- تغییر در نوع سهام و حقوق آن
- تغییر در ساختار سرمایه شرکت
- انتشار سهام جدید

1. Voting Rights

2. Protective Provisions and Consent Rights

- ادغام و اکتساب
- فروش دارایی‌های اصلی شرکت
- اعلام انحلال و ورشکستگی و یا فروش و خروج از شرکت
- اعلام میزان تقسیم سود
- اخذ وام و اعتبار بانکی بیش از سقف تعیین گردیده
- تعیین اعضای اصلی تیم مدیریت
- تغییر ساختاری در برنامه کسب و کار شرکت

#### ۱۶. مدیران اجرایی شرکت و هیئت مدیره<sup>۱</sup>

سرمایه‌گذاران ریسک‌پذیر نیازمند ترکیب مدیریت مناسبی برای شرکت هستند. در برخی از کشورهای اروپایی هم‌چون آلمان که باید به تبعیت از قوانین و مقررات تجاری خویش، از دو ترکیب مدیریتی هم‌زمان - مدیریت دویخشی - استفاده کنند، هیأت مدیره در قالب تیم مدیریت خواهد بود و ترکیب دیگری به عنوان مدیریت ناظر تشکیل خواهد شد که متشکل از سهام‌داران و یا نمایندگان آن‌هاست. در برخی دیگر از کشورهای اروپایی مانند فرانسه نیز که درانتخاب ساختار واحد یا دویخشی مدیریتی مخیر هستند، بیشتر ترجیح می‌دهند با یک ترکیب مدیریتی واحد کار کنند. در انگلستان تجربه موفقی که حاصل شده است این است که اکثریت اعضای هیأت مدیره به صورت غیر موظف هستند که در استخدام شرکت نخواهند بود. اگرچه امکان دارد در برخی از شرکت‌های کوچک استفاده از مدیریت غیرموظف خیلی عملی نباشد؛ با این حال مرسوم است که در چنین شرکت‌هایی حداقل ۱ یا ۲ عضو غیرموظف هیئت مدیره دارند.

یک یا چند مدیر غیرموظف توسط سرمایه‌گذاران با حقوق و اختیاراتی که به ایشان واگذار می‌شود جهت کنترل اسناد و نظارت بر سرمایه‌گذاری‌ها منصوب می‌شوند. گروهی از سرمایه‌گذاران نیز به دلیل تعارض بالقوه‌ای که ممکن است به سبب تضاد منافع و مسوولیت‌ها در امر مدیریت و راهبری شرکت ایجاد شود، هیچ‌گاه در شرکت مدیری منصوب

1. Board of Directors/Board Observer

نمی‌کنند در عوض خود را محق می‌دانند تا به‌عنوان ناظر در هیات مدیره نماینده‌ای داشته باشند که در تمام جلسات هیات مدیره شرکت نماید ولیکن نقش تصمیم‌گیر نداشته باشد.

#### ۱۷. حقوق مربوط به دریافت اطلاعات و گزارشات<sup>۱</sup>

ارائه آخرین وضعیت مالی و بودجه از سوی شرکت برای سرمایه‌گذاران ریسک‌پذیر همانند سایر اختیارات و حقوق عمومی مانند بازدید از شرکت و مرور اطلاعات و ثبت اسناد، عموماً به‌منظور کنترل وضعیت سرمایه‌گذاری‌های صورت گرفته از اهمیت ویژه‌ای برخوردار است. این اختیارات حتی تاجایی ادامه می‌یابد که می‌توانند به حسابرسان و گزارشات حسابرسی ایشان دسترسی داشته باشند. حقوق و اختیارات دسترسی به این اسناد و گزارشات، مطابق قرارداد تعریف گردیده طی دوره‌های مشخص ماهانه یا سه ماهه معمولاً به این شکل خواهد بود که صورت‌های مالی حسابرسی شده سالانه و بوجه سالانه برای ایشان ارسال می‌گردد.

#### ۱۸. خروج<sup>۲</sup>

سرمایه‌گذاران ریسک‌پذیر به‌دنبال راهی برای خروج از سرمایه‌گذاری‌های خویش هستند. از راه‌های خروج، عرضه سهام در بازار اولیه بورس اوراق بهادار و یا فروش به‌دیگر سرمایه‌گذاران و یا مدیران شرکت است. گاهی اوقات خط‌مشی‌های ایجاد نقدینگی در درون شرکت و یا تبدیل اوراق ممتاز و یا سهام شرکت از دیگر راه‌های خروج به شمار می‌روند. با این‌حال فرصت‌های خروج می‌بایست بتوانند حداقل انتظارات بازدهی سرمایه‌گذاران را فراهم نمایند و ارزش ثروت خالص سهام‌داران را در بهترین شرایط شرکت و بادر نظر داشتن عوامل مختلف هم‌چون فرصت‌های سرمایه‌گذاری و کاهش ریسک‌های مختلف به حداکثر برسانند. روش‌های خروج، از گسترده‌ترین و حساس‌ترین موضوعات مدنظر سرمایه‌گذاران ریسک‌پذیر می‌باشد. پرداختن به این موضوع، همان‌طور که در مقدمه این مقاله نیز اشاره شد، فرصت دیگری را می‌طلبد.

1. Information Rights

2. Exit

### ۱۹. التزام به حفظ اطلاعات محرمانه و اسرار شرکت و واگذاری مالکیت معنوی و قراردادهای غیررقابتی مدیریت با شرکت<sup>۱</sup>

شرکت‌ها با کارکنان و افرادی که با شرکت همکاری دارند علاوه بر قراردادهای استخدام و یا مشاوره، قراردادهای جنبی مختلفی منعقد می‌کنند. از جمله می‌توان از قراردادهای حفظ اطلاعات محرمانه<sup>۲</sup> برای جلوگیری از ضرر و زیان شرکت در مسایل مربوط به اسرار تجاری کسب و کار، دانش فنی، نام و مشخصات مشتریان و دیگر اطلاعات بالقوه ارزشمند که شرکت علاقمند به عدم افشاء آنهاست؛ و قراردادهای واگذاری و اشتراک حقوق مالکیت فکری برای اطمینان از این‌که مالکیت معنوی به‌دست آمده ناشی از همکاری با موسسات پژوهشی-مطالعاتی و یا کارکنان این پژوهش‌کده‌ها به شرکت تعلق دارد نام برد. ممکن است تا زمانی‌که شرکت از این گروه‌های مطالعاتی خارج می‌شود و با مشارکت موسسین شرکت به ثبت رسیده و وارد فعالیت‌های تجاری می‌شود، موسسین کماکان مشاور این پژوهشکده‌ها باقی بمانند. لذا برای اطمینان از این‌که تمام مالکیت معنوی حاصل شده متعلق به شرکت خواهد بود، لازم است در هریک از این مراحل قراردادهای ویژه‌ای منعقد شود.

سرمایه‌گذاران معمولاً به‌دنبال مدیران و موسسین اصلی هستند که با شرکت قرارداد مدیریت بدون رقابت با شرکت به امضاء برسانند. بیشتر مواقع ارزش شرکت براساس ارزش فناوری آن و با مدیران حرفه‌ای و سوابق ارزشمند آنها سنجیده می‌شود و در صورتی‌که بخواهند از شرکت جدا شده و در یکی از شرکت‌های رقیب استخدام شوند این کار تأثیر به‌سزایی بر ارزش شرکت برجای خواهد گذارد. سرمایه‌گذاران ترجیح می‌دهند تا این بند که در قراردادهای مدیریت و قراردادهای استخدامی به‌کار می‌رود در قراردادهای سرمایه‌گذاری هم مورد استفاده قرار گیرد و بتوانند با نقض‌کنندگان این مفاد و شروط برخورد کنند.

### ۲۰. برنامه اختیار واگذاری سهام به کارکنان<sup>۳</sup>

طرح اختیار معامله سهام کارکنان (اختیار خرید یا فروش سهام در قیمت ویژه و تا زمان معین) طرحی است که درصدی از سهام شرکت را با تسهیلات مناسب برای کارکنان فعلی و

1. Confidentiality, Intellectual Property Assignment and Management Non-Compete Agreements  
2. Non-Disclosure Agreement (NDA)  
3. Employee Share Option Plan



آینده شرکت و یا افراد ویژه‌ای با نظر کمیته مدیریت اختصاص می‌دهد. دلیل این واگذاری، ایجاد انگیزه نزد کارکنان است تا خود را در نتایج و موفقیت‌های شرکت سهام‌داران بدانند. سرمایه‌گذاران معمولاً مایلند ۲۰٪-۱۰٪ از سهام شرکت را با این طرح به کارکنان شرکت اختصاص دهند و شرکت در این صورت می‌تواند بدون تأیید از سوی دیگر سرمایه‌گذاران طبق این برنامه سهام کارکنان را منتشر کند. این طرح معمولاً شامل موسسین و مدیران اصلی شرکت نمی‌شود.

#### ۲۱. هزینه‌های معاملاتی و نظارتی بر سهام<sup>۱</sup>

در برخی موارد شرکت لازم است تا هزینه‌های ارزیابی، نظارت و کنترل وضعیت شرکت از سوی سرمایه‌گذاران ریسک‌پذیر را بپردازد. البته بعضی از قوانین تجاری در کشورها ممکن است این نوع پرداخت‌ها را غیرقانونی بدانند.

#### ۲۲. انحصار سرمایه‌گذاران در سرمایه‌گذاری در شرکت<sup>۲</sup>

در مدتی که داوطلبین سرمایه‌گذاری مشغول ارزیابی‌های دقیق و موشکافانه<sup>۳</sup> از شرکت هستند (مسایل فنی، تجاری، حقوقی، و مالی) و در این مدت هزینه‌هایی برای سرمایه‌گذاران مذکور رقم می‌خورد، شرکت نباید با دیگر سرمایه‌گذاران وارد مشارکت شود. فرآیند ارزیابی تا چند هفته و یا چند ماه ممکن است به طول بیانجامد و از چندین مشاور و یا شخص ثالث برای ارزیابی استفاده شود (وکلا، حسابداران، و مشاورین). سرمایه‌گذاران در صورت تخطی و نقض این بخش توسط شرکت، جریمه‌های مالی در نظر می‌گیرند.

#### ۲۳. لازم الاجرا و متعهد ماندن به شرایط مندرج در سند توافق‌نامه<sup>۴</sup>

به جز شرایط التزام به حفظ اطلاعات محرمانه و پرداخت هزینه‌های ارزیابی و موارد مربوط به انحصار سرمایه‌گذاران در سرمایه‌گذاری در شرکت دیگر، مفاد توافق‌نامه شرایط سرمایه‌گذاری، تا پیش از امضای قرارداد مشارکت از نظر قانونی الزام‌آور نخواهد بود. نکته

1. Transaction And Monitoring Fees  
2. Exclusivity  
3. Due-Diligence  
4. Enforceability

قابل ذکر این است که در صورتی که بنابر هر دلیلی سرمایه‌گذاران از سرمایه‌گذاری در شرکت منصرف گردند طبق قانونی که در بیشتر کشورهای اروپایی پذیرفته شده است می‌بایست با حسن ظن و رعایت اخلاق حرفه‌ای کسب و کار به مفاد تنظیم شده این توافق‌نامه التزام داشته باشند. در صورت عدم پایبندی، مسئله از رهیافت حقوقی و قانونی قابل پیگیری خواهد بود.

#### بخش سوم:

همان‌گونه که پیشتر اشاره کردیم سرمایه‌گذاران ریسک‌پذیر از انواع قراردادهای حقوقی استفاده می‌کنند که مختصراً به اهم این قراردادها و محورهای هر یک اشاره می‌کنیم:

۲۴. انتشار فراخوان سرمایه‌گذاری

۲۵. قرارداد تیم مدیریت

۲۶. قرارداد مشارکت

بیشتر مواردی که در بخش دوم بدان پرداختیم در شکل حقوقی به شکل قراردادهای مورد تأیید طرفین به امضاء خواهد رسید. از آنجا که ذکر تمامی مفاد حقوقی قراردادها و متن آن فرصتی علاوه بر این مقاله می‌طلبد، صرفاً به فهرست اهم موضوعات مورد استفاده در این قراردادها اشاره می‌کنیم.

#### فراخوان پذیره‌نویسی خصوصی سرمایه‌گذاری<sup>۱</sup>:

سند اعلامیه‌ای است که در آن نکات برجسته‌ای را که یک سرمایه‌گذار حقیقی یا حقوقی نیاز است تا در مورد تصمیم‌گیری برای سرمایه‌گذاری بدانند بیان شده است. این سند شامل موارد زیر است: ساختار و موضوع شرکت، ساختار مشارکتی سرمایه‌گذاران شامل تعداد، نوع، قیمت و وضعیت سهام/اوراق بهادار منتشره، اعلام موضوع و حوزه فعالیت که برای آن تأمین مالی می‌گردد (ظرفیت‌های بازاریابی، فروش، توزیع، خرید/اجاره و ...)، افشاء نظر کمیته تخصصی بازار اولیه و سازمان بورس و اوراق بهادار و قوانین مرتبط در مورد سهام‌های پیشنهادی برای فروش، اطلاعات شرکت، اطلاعات عملیات اجرایی شرکت، ریسک‌های موجود در طرح

1. Private Placement Memorandum (PPM)

سرمایه‌گذاری، اطلاعات مدیریت شرکت، فرآیندها و رویه‌های سرمایه‌گذاری، اطلاعات مربوط به مبادلات سهام که بر ارزش سهام سرمایه‌گذار موثر است و سایر اطلاعاتی که دانستن آن‌ها برای سرمایه‌گذار مناسب و لازم است.

در فراخوان پذیره‌نویسی، فرم قرارداد اشتراک<sup>۱</sup> نیز ضمیمه است که معمولاً بدون هیچ تغییر و یا دخل و تصرفی به امضای داوطلب مشارکت در سرمایه‌گذاری خواهد رسید. از آن‌جا که موارد و شرایط اصلی مشارکت قبلاً در متن فراخوان پذیره‌نویسی آورده شده‌است، قراردادهای اشتراک معمولاً بسیار کوتاه و به صورت یک فرم چند صفحه‌ای هستند که خلاصه‌ای از شروط مهم مندرج در فراخوان پذیره‌نویسی را همراه با ارجاع مکرر به متن فراخوان پذیره‌نویسی دربر می‌گیرند. اما در مواردی که قرارداد مشارکت قابل مذاکره و چانه‌زنی و اصلاح باشد، می‌توان به جای قرارداد اشتراک، متن پیش‌نویس موافقت‌نامه یا قرارداد مشارکت را مبتنی بر "شرایط سرمایه‌گذاری"<sup>۲</sup> مورد نظر انتشار دهندگان فراخوان پذیره‌نویسی، گنجانید. این پیش‌نویس قرارداد مشارکت متعاقباً براساس تفاهماتی که طرفین قرارداد با تکیه بر "شرایط سرمایه‌گذاری" خود می‌کنند، نهایی و امضاء خواهد شد. هریک از قرارداد اشتراک و یا قرارداد مشارکت در واقع قرارداد فروش سهام و اوراق بهادار شرکت هستند. این سند حسب مورد توسط طرفین امضا شده و سرمایه‌گذاری بر اساس رویه معین ذکر شده در آن صورت خواهد گرفت.

فراخوان پذیره‌نویسی از این حیث که باید شامل کلیه اطلاعات لازم برای تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران باشد مهم است. این سند، سند واحدی است که اسناد پیوستی آن برای تصمیم‌گیری بهتر، شامل طرح تجاری و گزارش کامل و جامع ارزیابی دقیق و موشکافانه طرح است. این اسناد بدین دلیل به پیوست و به عنوان اسناد مکمل مورد استناد قرار می‌گیرند تا ابعاد موضوعی مطرح در فراخوان و قرارداد به درازا کشیده نشود و صرفاً جزئیات اطلاعات جامع و اطلاعات سرمایه‌گذاری مطابق با مفاد فراخوان پذیره‌نویسی، در پیوست این سند گنجانده شود. فهرست موضوعی در فراخوان پذیره‌نویسی خصوصی سرمایه‌گذاری عموماً مشتمل بر موارد زیر است:

1. Subscription Agreement  
2. Term Sheet

- تعاریف و اصطلاحات
- خلاصه فراخوان
- مشاوران و حامیان اصلی شرکت
- معرفی فرصت سرمایه‌گذاری مورد نظر (معرفی شرکت)
  - اهداف شرکت
  - سیاست‌های شرکت
  - راهبرد شرکت
- فراخوان سرمایه‌گذاری / مشارکت
  - دوره مشارکت و نوع سرمایه‌گذاری
  - مقدار لازم برای سرمایه‌گذاری و شرایط آن
  - شرایط پرداخت و حداقل مبلغ مشارکت
  - شیوه‌های پذیرش و پرداخت سرمایه
  - مخارج و کارمزدهای مربوط به فراخوان
- معرفی شرکت
  - نوع شرکت و مکان آن و ...
  - دوره فعالیت شرکت
  - اسامی سهام‌داران اصلی شرکت و مشخصات ایشان و تعهدات سرمایه‌ای هر یک و ...
  - اسامی هیأت مدیره شرکت و مشخصات ایشان
  - وظایف مدیریت شرکت
  - مشاورین اصلی شرکت
  - بانک امین<sup>۱</sup>
  - ملاک و معیارهای مربوط به موضوع فعالیت شرکت
  - محدودیت‌های مطرح در موضوع فعالیت شرکت

---

1. Custodian Bank

- تاریخچه و شرح خلاصه عملکرد شرکت
- ذکر نام ذی‌نفعان و مشتریان و رقبا و وضعیت بازار هدف و ...
- قوانین مربوط به ماهیت فعالیت شرکت
- امکانات موجود و وضعیت کارکنان و سایر توانمندی‌ها
- معرفی شرکت کارگزار در انتشار سهام
- معرفی منطقه فعالیت تجاری شرکت
- معرفی حامیان اصلی شرکت
- عوامل اصلی ریسک شرکت
- مالیات
- اطلاعات مهم و قابل توجه دیگر
  - حقوق سهام‌داران
  - روش‌های ارزش‌گذاری دارایی‌های شرکت
  - خروج از سهام شرکت و شرایط بازخرید
  - شرایط انتقال سهام
  - سال مالی
  - شیوه گزارش‌دهی شرکت
  - جلسات مجمع سهام‌داران
  - ذخایر
  - سیاست توزیع سود
  - سهم از سود
  - شیوه نگه‌داری سرمایه و وجوه مازاد شرکت
  - قوانین و مقررات منطقه و بین‌الملل
  - اسناد و مدارک اصلی شرکت
- نرخ بازده داخلی هدف (مورد انتظار)
- تیم مدیریت

- حق‌الزحمه و پاداش مدیریت
- سایر اطلاعات اضافی

#### قرارداد تیم مدیریت:

محورهای اصلی مطرح در این قرارداد که امور مدیریت صندوق سرمایه‌گذاری را به تیم مدیریت واگذار می‌کند به شرح زیر است:

- تعاریف و تفسیر اصطلاحات
- انتصاب مدیر صندوق
- خدمات
- قدرت و اختیارات مدیر صندوق
- تعهدات و الزامات پیروی از (پابندی به) قوانین و مقررات، تضاد منافع و انحصار در شرکت
- گزارش‌دهی توسط مدیر صندوق
- حق‌الزحمه (حقوق) / پاداش
- هزینه‌ها و مخارج
- مصونیت در قبال بدهی‌ها
- انجام معاملات توسط مدیر صندوق
- پایان دوره مدیریت صندوق
- ضمانت‌های متقابل
- مکاتبات (شیوه نگارش و نامه‌نگاری)
- توضیحات متفرقه
- حل اختلافات و دعاوی

## قرارداد مشارکت:

قرارداد مشارکت در سهام شرکت نیز در مجموع شامل محورهای حقوقی و قانونی تعریف شده‌ای است که به تأیید صاحبان سهام خواهد رسید. در این جا خلاصه‌ای از سرفصل‌های اصلی مطرح در این قرارداد عنوان می‌گردد:

- مقدمه و پیش‌گفتار
- تعریف و تفسیر اصطلاحات
- پذیره‌نویسی سهام
- شرایط
- ناتوانی در پرداخت وجوه سرمایه‌گذاری تا تاریخ تکمیل مشارکت
- تعهدات سهام‌داران شرکت . . .
- ضمانت‌ها و وکالت‌ها
- حدود مسئولیت ضمانت
- مدیریت شرکت تا پایان تاریخ تکمیل مشارکت
- اطلاعات محرمانه
- اطلاعیه‌ها و بیانیه‌ها
- خاتمه
- هزینه‌ها
- واگذاری
- اصلاحیه/ ماده الحاقی
- تضامین و غرامت‌ها و جبران خسارات
- تاریخ قرارداد
- تعهدات آتی
- اجزاء و نسخ قرارداد
- اطلاع‌رسانی
- قوانین و مقررات ملی

- نرخ مشاوره صندوق
- انتقال دارایی‌ها و کسب و کار به شرکت
- انتقال قراردادها
- ارائه ضمانت‌نامه (بانکی یا ...) به صندوق
- انتقال کارکنان
- انتقال کانال‌ها و روابط همراه با عرضه‌کنندگان شرکت
- انتشار عمومی سهام در آینده
- ضمایم: اسامی ضامنین، مشخصات شرکت، ضمانت‌ها و وکالت‌ها، قراردادها، کارکنان، مالکیت معنوی، فرم ضمانت‌نامه، قرارداد صاحبان سهام، روش ارزش‌گذاری

منابع:

- 1- A Guide to Venture Capital Term Sheets-BVCA
- 2- Subscription and shareholders Agreement-BVCA
- 3- Fund Management Agreement-Georgia regional development Fund LLC-December 4, 2006
- 4- National Bank of Abu Dhabi-Subordinated Convertible Notes
- 5- Note on Private Placement Memoranda- August 18, 2003
- 6- Placement Memorandum (Series A Round) (Model)-www.vcexperts.com
- 7- Anti-dilution Calculation –Excel File-http://naixiaobao.spaces.live.com/
- 8- Liquidation Preference Calculation- Excel File-http://naixiaobao.spaces.live.com/
- 9- www. MoneyTree.com
- 10- Structuring Venture Capital Deals- Shikhir Singh
- 11- The Venture Capital (VC) Process- ESA Training Course- Joerg Kreisel
- 12- VC Fund Cash Flow-Hurdle Rate- Excel File-http://naixiaobao.spaces.live.com/
- 13- www.Investopedia.com
- 14- Venture Capital – A Math Primer for Down Rounds- Mukul Pareek