



اتاق بازرگانی، صنایع، معادن و کشاورزی تهران
TEHRAN CHAMBER OF COMMERCE,
INDUSTRIES, MINES AND AGRICULTURE

آشنایی با سرمایه گذاری در استارت آپ ها جلد (۱) (کلیات)

معاونت کسب و کار
مدیریت کسب و کار نوین و
توسعه خدمات عضویت



اتحادیه بازرگانی، صنایع، معادن و کشاورزی تهران

TEHRAN CHAMBER OF COMMERCE,
INDUSTRIES, MINES AND AGRICULTURE

آشنایی با

سرمایه گذاری در استارت آپها

جلد (۱)

(کلیات)

تیرماه ۱۳۹۸



بِسْمِ اللَّهِ
الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ





اتاق بازرگانی، صنایع، معادن و کشاورزی تهران
TEHRAN CHAMBER OF COMMERCE,
INDUSTRIES, MINES AND AGRICULTURE

- نام: آشنایی با سرمایه‌گذاری در استارت‌آپ‌ها (جلد ۱) (کلیات)
- گردآوری: مدیریت کسب و کار نوین و توسعه خدمات عضویت
- معاونت کسب و کار اتاق تهران
- طراحی و چاپ: روابط عمومی
- چاپ اول: تیرماه ۱۳۹۸
- شماره‌گان: ۱۰۰۰

• کلیه حقوق نشر این اثر برای اتاق بازرگانی، صنایع، معادن و کشاورزی تهران محفوظ است.

فهرست :

۱	پیشگفتار
۳	۱. مقدمه
۴	۲. استارت آپ‌ها
۴	۲.۱. استارت آپ چیست؟
۸	۲.۲. چرخه عمر یک استارت آپ :
۱۱	۲.۳. مراحل سرمایه‌گذاری :
۱۴	۲.۴. عوامل سازنده یک صنعت داغ استارت آپی
۱۵	۳. عمده منابع تأمین سرمایه برای استارت آپ‌ها
۱۶	۳.۱. صندوق سرمایه‌گذاری مخاطره پذیر
۱۶	۳.۲. صندوق سرمایه‌گذاری خصوصی
۱۹	۳.۳. شبکه‌های سرمایه‌گذاری فرشته
۲۰	۳.۴. سرمایه‌گذاری جمعی
۲۲	۳.۵. ساختارهای جایگزین سرمایه‌گذاری
۲۲	۴. بهینه‌کاوی (تحلیل تجربیات موفق جهت الگوبرداری)
۲۳	۴.۱. انتخاب صنعت
۲۴	۴.۲. تنوع
۲۴	۴.۳. ارزیابی صلاحیت
۲۵	۴.۴. همکاری پس از سرمایه‌گذاری
۲۶	۵. بازگشت سرمایه
۲۶	۵.۱. خرید و ادغام
۲۷	۵.۲. عرضه عمومی سهام
۲۷	۵.۳. توقف رشد

۲۸	۵.۴. پرداخت سود سهام
۲۸	۵.۵. انحلال
۲۹	۶. مفاهیم ارزشگذاری
۳۰	۶.۱. ارزشگذاری در مراحل اولیه
۳۳	۶.۲. ارزشگذاری در مراحل بعدی
۳۳	۷. شرایط معامله
۳۴	۷.۱. ترقیق
۳۵	۷.۲. حقوق ضد ترقیق
۳۵	۷.۳. حقوق همراه آوری
۳۵	۷.۴. میزان سهام تشویقی کارکنان
۳۷	۷.۵. حقوق حفظ سهام
۴۵	۷.۶. شرط مشارکت در فروش شرکت
۳۷	۷.۷. حقوق باز خرید
۳۷	۷.۸. انواع سهام ممتاز
۴۰	۷.۹. شروط کنترلی
۴۰	۷.۱۰. حقوق خرید سهام درون گروه سهامداران
۴۱	۷.۱۱. کرسی هیئت مدیره
۴۱	۷.۱۲. حقوق اطلاعات
۴۱	۷.۱۳. محدودیت های بنیانگذاران

پیشگفتار



انسان پیوسته در جستجوی خلق ارزش بوده و به همین واسطه در جستجوی کشف فرصت‌ها، حل مسائل، خلق ایده‌ها، توسعه اختراعات و ابداعات نوین می‌باشد، حال آنکه کلیه این تلاش‌ها در صورت عدم تجاری‌سازی

و طی مراحل رشد و توسعه هیچگونه اثربخشی و فایده‌ای نخواهند داشت. به عبارت دیگر خلق ایده یا توسعه اختراعات و ابداعات که از آنها می‌توان به عنوان اولین گامهای فعالیت استارت‌آپی یاد کرد، بدون طی مراحل رشد استارت‌آپی به مثابه عالم بی‌عمل، توان فرسای بی‌بهره‌ای بیش نیست. از سوی دیگر نوآوری و فناوری که حاصل تلاش‌های بی‌وقفه بنیان‌گذاران استارت‌آپی‌ها می‌باشد، نقش چشمگیری در توسعه بشری در تمامی جوانب خواهد داشت. استارت‌آپی‌ها از رهگذر نوآوری و فناوری بخش‌ها و مدل‌های سنتی زندگی و بطور خاص کسب و کار را تحت الشعاع قرار داده و سطح کیفی زندگی و بهره‌وری کسب و کارها را هدف خواهد گرفت. اگرچه بنیانگذاران کسب و کار استارت‌آپی، تلاش بی‌وقفه جهت تحقق اهداف را سرلوحه امور خویش قرار داده‌اند، لیکن این مهم تمامی ملزومات رشد و توسعه آنها نمی‌باشد. از لازمه‌های اصلی رشد و توسعه ایشان می‌توان به استراتژی، رقابت‌پذیری، دانش مدیریت کسب و کار، رشد و توسعه سهم‌بازار و از همه مهمتر جذب مستمر سرمایه‌های هوشمند^۱ اشاره نمود. کسب و کارهای سنتی نیز از رهگذر تعامل با استارت‌آپی‌ها می‌توانند ضمن تکمیل سبد محصولات و خدمات به ارتقاء بهره‌وری و کیفیت



بپردازند. لذا تعامل کسب و کارهای سنتی با استارت آپ ها (که در حد اعلاى خود در قامت سرمایه گذاری تبلور خواهد یافت) ضمن پوشش نواقص طرفین، نقش بسزایی در رشد و توسعه همزمان ایشان خواهد داشت، اما عدم آشنایی طرفین در مورد این تعاملات و بطور خاص در خصوص سرمایه گذاری نه تنها نقشی در رشد و توسعه ایشان نداشته بلکه زیرساخت های لازم برای گسترش این قبیل تعاملات را نیز تخریب خواهد کرد، بنابراین از طریق این مجموعه بدنبال ایجاد آشنایی اولیه در حوزه سرمایه گذاری استارت آپی می باشیم. ضمن تأکید هدف ایجاد آشنایی اولیه، امیدواریم خوانندگان این کتابچه علاوه بر عدم اکتفاء به محتوای منتشره، انگیزه کافی جهت یادگیری تا مبدل شدن به یک سرمایه گذار حرفه ای در حوزه کسب و کار نوین را کسب نموده و نهایتاً بتوانند منشأ اثری بزرگ در توسعه کسب و کار نوآور و خلاق گردند.

هومن حاجی پور

معاون کسب و کار

اتاق بازرگانی، صنایع، معادن و کشاورزی تهران

۱. مقدمه

نوآوری و خلاقیت بر جامعه کنونی چیره شده است. ذهن های خلاق و عطش بی پایان انسان به توسعه اقتصاد دانش بنیان را به پیش می رانند و نیاز به پژوهش را پررنگ تر می کنند. تصمیمات امروز مدیران چیزی نیست غیر از تلاش مداوم آنها برای بقا در مرز فناوری. راهکارهای خلاقانه که در مرز فناوری برای مسائل روزمره بشری فراهم می شوند، اصلی ترین داشته های مدیران هستند. تمامی ایده هایی که در دنیای استارت آپی شکل می گیرند از مراحل شکل دهی خود گذر نکرده اند، برخی از آنها موفق شده اند و برخی نیز شکست خورده اند. خبر خوب برای سرمایه گذاران این است که استارت آپ هایی هستند که فرصت های بزرگی را برای آنها فراهم می کنند، اما آندسته از سرمایه گذارانی که نگران نرخ بازگشت سرمایه خود هستند، می بایست راهکاری خلاقانه برای مقابله با ریسک قابل توجه نوآوری داشته باشند. هر کدام از استارت آپ های موفق، داستان موفقیت منحصر بفرد و نه لزوماً تکرار پذیر خودشان را دارند که در آن طی تبدیل از یک استارت آپ نوپا به یک شرکت بالغ و بزرگ از موانع بزرگی گذر کرده اند. ممکن است برخی از سرمایه گذاران با ذکر عبارت «لزوماً تمامی استارت آپ ها فرآیند رشد و توسعه تا ثروت را بطور موفقیت آمیز سپری نمی کنند»، احتیاط کردن را سرلوحه کار خود قرار دهند، اما برخی از تجارب موفق از قبیل بازگشت ۱۲,۰۰۰ درصدی سرمایه گذاری صندوق سرمایه گذاری سکویا^۱ در واتس آپ^۲، سرمایه گذاران را تشویق می کند که در پروژه های مشابه در مراحل اولیه رشد و توسعه، وارد سرمایه گذاری شوند، ولی به هر حال اصل نکته کل اکوسیستم استارت آپی در جهان این است که سرمایه گذاری در استارت آپ ها به شدت مخاطره آمیز می باشد. با این وجود اصل پذیرفته شده



دیگری نیز در جهان وجود دارد مبنی بر اینکه امروزه سرمایه گذاری و فعالیت در اقتصاد نوآور چه به عنوان بنیانگذار و چه به عنوان سرمایه گذار بیشترین سود را عاید ذینفعان می نماید. این کتابچه سعی دارد تا به عنوان یک راهنما برای اشخاص مایل به ورود به حوزه سرمایه گذاری در استارت آپ ها باشد. این مجموعه بطوری ویژه تلاش خواهد نمود تا نگرش سنتی سرمایه گذاران را به یک ذهنیت منسجم و مطابق با روندهای جهانی تغییر دهد و از نگرانی آنان در جهت ریسک سرمایه گذاری که کماکان عامل بسیار مهمی می باشد، بکاهد. روند ورود به دنیای استارت آپ ها جذاب اما پراز چالش می باشد. آشنایی با ادبیات جدید استارت آپ ها، شناخت فرهنگ استارت آپی، مفاهیم اولیه ارزیابی و برخی از مسائل حقوقی سرشار از ابهام و اما چگونگی انتخاب بهترین پروژه از جمله مواردی هستند که با مطالعه این کتابچه با آنها آشنا خواهید شد. همچنین جهت آشنایی بیشتر با واژگان و ادبیات رایج این حوزه پیشنهاد می گردد کتابچه واژگان نوآفرین را نیز مطالعه فرمایید.

۲. استارت آپ ها

۲.۱. استارت آپ چیست؟

پیش از بحث در خصوص استراتژی های سرمایه گذاری، اندکی به تشریح و بررسی دنیای استارت آپی می پردازیم. دانشنامه های متعدد تعاریف متفاوتی از این اصطلاح ارائه کرده اند اما تعریفی که تمام جنبه های صحیح واژه استارت آپ را پوشش می دهد عبارتست از:

گروهی که در اولین مرحله فعالیت خود قرار دارد. این مجموعه ها غالباً در ابتدا توسط بنیانگذارانشان تأمین مالی می شوند. این مجموعه ها که به دنبال رفع یک نیاز از یک بخش جامعه یا فضای کسب و کار هستند، سعی دارند یک مدل نوآورانه مقیاس پذیر را معمولاً با

تکیه بر فناوری ارائه کنند که رشد بالایی داشته باشد.
بدلیل درآمد محدود یا هزینه های بالا، اغلب این
فعالیت های نوپا بدون سرمایه گذاری از سوی سرمایه
گذاران مخاطره پذیر، در طولانی مدت پایدار نخواهد بود.

این تعریف یک مفهوم اولیه از استارت آپ ها فراهم خواهد نمود اما با بررسی های بیشتر، مشخص می گردد این تعریف محدودیت هایی برای تبیین استاندارد تمایز بین استارت آپ و سایر انواع کسب و کارها و سایر مراحل چرخه عمر کسب و کار دارد. اولین مرحله مذکور چه زمانی می باشد؟ منظور از مقیاس پذیری درآمد محدود و هزینه بالا چیست؟ استارت آپ ها بواسطه ماهیت شان بسیار متنوع می باشند. از یک جرعه در ذهن یک انسان شروع شده و ایده های ایجاد شده به طرق مختلفی (بنابر اشخاص درگیر و صنعت مربوطه) آشکار می شوند. بنابراین تفاوت های بزرگ در درآمد، سود و نرخ اشتغالزایی، یک استارت آپ را از موارد دیگر تفکیک خواهند نمود. با فرض این تفاوت ها، زمان نمی تواند به تنهایی بعنوان معرف شرکت های استارت آپی باشد. اما به هر حال زمان فعالیت یک استارت آپ معیار همگن و مناسبی جهت تمایز استارت آپ ها می باشد. در مجله فوربس^۴، ناتالی روبمید^۵ اظهار داشت که پس از ۳ سال اغلب کسب و کارها از حالت استارت آپ خارج خواهند شد و چنانچه از دره مرگ عبور کنند، یکی از رخدادهای خصوصیات ذیل در آنها بروز خواهد نمود:

- ادغام در یک شرکت بزرگتر،
- افزایش درآمد به بیش از ۲۰ میلیون دلار (در کشور ایران حدود ۲ میلیارد تومان)،
- گسترش فعالیت به بیش از یک دفتر کار، بکارگیری بیش از ۸۰ نفر نیروی کار (در کشور ایران ۲۵ نفر)،

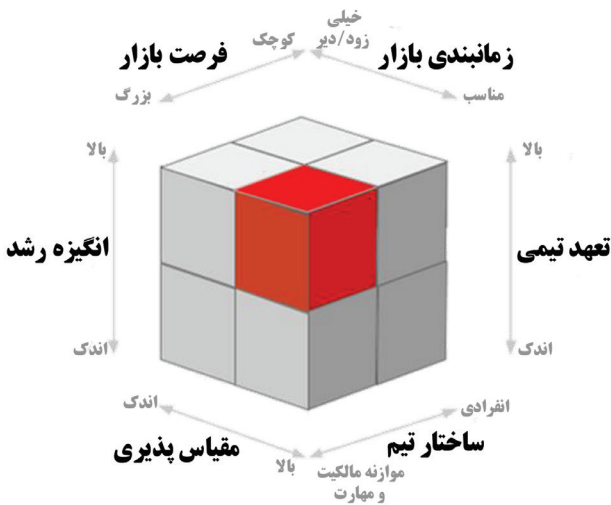
۴. Forbes magazine

۵. Natalie Robehmed



- عرضه عمومی یا تمامی سهام استارت آپ توسط بنیان گذاران اولیه، شکست!

در نهایت سود و اندازه یک شرکت حدودا به زمان، مرتبط می باشد، که به ما در تشخیص صحیح شرکت های استارت آپی کمک می کند.



سوء تعبیر در ارتباط بین فناوری و استارت آپ

درجه تمرکز شرکتها بر فناوری به هیچ عنوان یک استاندارد جهت ارزیابی استارت آپ ها نمی باشد. یک سوء تفاهم رایج وجود دارد که استارت آپ ها و شرکت های فناوری را یکسان قلمداد می کند. اگرچه استارت آپ های زیادی به اتکاء فناوری رشد و نوآوری می کنند، لغت استارت آپ مترادف شرکت های فناوری نمی باشد. به طور مثال یک شرکت که یک نرم افزار کاربردی نوین را توسعه داده، میلیاردها

دلار ارزشگذاری شده و در چندین کشور دنیا دفتر دارد، مشخصاً استارت آپ نبوده و یک شرکت چندملیتی میلیارد دلاری است.

◀ اتمسفر استارت آپی: از تی شرت تا کت و شلوار

اغلب فعالان حوزه استارت آپ ها در خصوص اینکه ویژگی های یک کسب و کار استارت آپی دارای یک چارچوب پایه ای محکم است و یا مبتنی بر مقتضیات و نظرات افراد می باشد، اختلاف نظر دارند. از آنجاییکه اغلب استارت آپ ها جهت حل مسائل خاصی ایجاد شده اند، به محض کمک به حل مسئله و خلق ارزش برای مشتریان و خاتمه مأموریت، نمی توان آنها را به عنوان استارت آپ تلقی نمود. لذا برخی از صاحب نظران به منظور تشخیص استارت آپ، سعی می کنند در کنار تکیه بر معیارهای سرد و بی روح فنی توجهی به فضای کاری با جنبه های احساسی و روحیات چالشی بنیانگذاران استارت آپ کنند. از این منظر به محض اینکه آزادی یک استارت آپ از بین برود، آن شرکت از دسته استارت آپ ها خارج خواهد شد.





از آنجاییکه سبک پوشش کارکنان مبین فرهنگ کاری آزاد، فعال و چالشی است، تأثیر بسزایی در نرخ نوآوری سازمانی ایفاء خواهد نمود، لذا تغییر این سبک از حالت غیر رسمی به رسمی مبین ورود استارت آپ به مرحله جدیدی از چرخه عمر می باشد.

شرکت IBM در اواخر دهه ۱۹۸۰ بواسطه رشد بالا و با هدف منظم تر نمودن فضای سازمانی، پوشش کت و شلوار سورمه ای را برای کارکنان خویش الزامی نمود، که بطور غیر قابل باوری موجب کاهش نرخ مشارکت کارمندان در فرآیند نوآوری پایین به بالاشد.

با رشد شرکت و بکارگیری کارکنان بیشتر، نگهداری یک فرهنگ پویا دشوارتر می شود. تعداد و ذهنیت ها به شدت با هم در ارتباط می باشند. بنابراین یک نگرش ترکیبی مبتنی بر استانداردهای کمی و محیط های سازمانی جهت تعریف واژه استارت آپ ضروری می باشد.

۸

۲.۲. چرخه عمر یک استارت آپ :

چرخه عمر هر استارت آپ به فرآیند توسعه سازمانی اتلاق می گردد که طی آن یک شرکت در گام های مختلف تا تبدیل شدن به یک کسب و کار پر رونق، به رشد و فعالیت می پردازد. فارغ از چرخه عمر مطروحه در ادبیات موضوعی این حوزه، بنیانگذاران در شروع فرآیند توسعه یک استارت آپ، درگیر چالش های متعددی می باشند (بطور قراردادی این مرحله را فاز صفر توسعه استارت آپی نامگذاری می کنیم). ایشان بواسطه مشاهده داستان های موفقیت موجود در اطرافشان، انگیزه مالی، رؤیای موفقیت و احساس مسئولیت، انگیزه کافی برای راه اندازی کسب و کار را خواهند داشت. لذا در جستجوی فرصت به بررسی و



مطالعه داستان های موفقیت، بازدید از رویدادهای کارآفرینانه، مطالعه فضای کسب و کار، بررسی اجتماعی و فرهنگی محیط پرداخته و مرتباً در حال کشف مسئله و ارائه راهکار می باشند.

۹

اولین گام: اکتشاف

در این مرحله استارت آپ ها بر اعتبارسنجی اهمیت مسئله مدنظر و میزان علاقه مشتریان به راهکار پیشنهادی متمرکز می باشند. در این مرحله مصاحبه های متعددی با مشتریان صورت گرفته، ارزش پیشنهادی استخراج شده، MVP ساخته شده، گروه تشکیل شده به یک شتابدهنده یا مرکز رشد ملحق می گردد.

دومین گام: ارزیابی

در این گام استارت آپ ها در تلاش برای ارزیابی اولیه علاقه مشتریان به محصول می باشند. این ارزیابی بواسطه میزان هزینه کرد و توجه مشتریان قابل اندازه گیری می باشد. طی این گام خصوصیات اساسی محصول توسعه یافته، رشد اولیه تعداد کاربران به وقوع خواهد پیوست، معیارها و تحلیل ها مورد استفاده قرار خواهند گرفت، اولین جذب نیرو صورت گرفته، اولین مشتریان



حاضر به پرداخت، ظهور خواهند کرد، انطباق محصول-بازار واقع خواهد شد و در صورت نیاز تغییر حوزه کاری انجام خواهد شد.

◀ سومین گام: ساخت و توسعه

در این فاز استارت‌آپ‌ها مدل کسب و کارشان را توسعه داده و کارایی فرآیند جذب مشتریان شان را بهبود می‌دهند. به منظور تضمین رشد و توسعه پایدار، استارت‌آپ‌ها باید اطمینان حاصل کنند که مشتریان بصورت کاملاً بهره‌ور جذب و نگهداری می‌شوند. لذا ارزش پیشنهادی توسعه داده شده، تجربه کاربری بازبینی شده، رشد و ویروسی آغاز گردیده، فرآیند تکرار خرید و یا کانال‌های جذب مشتریان قابل توسعه استخراج می‌شوند.

◀ چهارمین گام: معرفی

در این مرحله بر تداوم فعالیت، نتایج و فرصت‌ها و به عبارت ساده تر بقای سازمانی تمرکز خواهد شد و مهمترین هدف سازمانی درآمدزایی جهت بقا در محیط کسب و کار است. بدین منظور اولین اولویت هر کسب و کار در این مرحله تبدیل مدل مفهومی و نمونه‌های تولیدی پیشین به یک محصول/خدمت واقعی و تولید و توزیع انبوه آن می‌باشد. با توجه به اینکه در این فاز، شرکت در مراحل اولیه رشد می‌باشد، بروز مشکلات در فرآیند تولید و عرضه محصول/خدمت و استراتژی بازاریابی، گردش مالی منفی، اطلاع فرآیند درون سازمانی حل مسائل و معضلاتی از این دست قابل انتظار می‌باشد.

◀ پنجمین گام: رشد

در این گام موضوعات حائز اهمیت بهره‌وری و فرصت‌های رشد بوده و شرط بقا از کانون توجهات کنار رفته است، هرچند حفظ و ارتقاء سطح بهره‌وری سازمانی در کنار سایر معیارهای

استراتژیک، متضمن بقای سازمانی نیز می باشد. دو معضل اساسی در این مرحله گریبانگیر سازمان‌ها خواهند بود: بواسطه موفقیت‌های چشمگیر محقق شده، بوجود آمدن اعتماد به نفس در کادر مدیریتی و اجرایی سازمان امری قطعی می باشد. طبق مباحث مدیریت منابع انسانی وجود مقداری کافی از این حس در سازمان، پیشران رشد و تعالی سازمانی خواهد بود ولیکن چنانچه این حس بیش از حد کافی در سازمان تزیق شود، مسلماً موجبات افول سازمانی را فراهم خواهد آورد.

با توجه به موفقیت حاصله، تیم مدیریتی در اغلب موارد تصمیم به ورود به حوزه‌های جدید می گیرند. این موضوع ماهیتاً امری سودمند در راستای توسعه سازمانی می باشد اما باید توجه شود که تعدد حوزه‌های درگیری تمرکز سازمانی را مختل نسازد.

◀ ششمین گام: بلوغ

در این فاز سازمان به یک سازمان قدرتمند مبدل شده، اما تمرکز تیم مدیریتی بر حفظ و ارتقاء سرعت رشد و توسعه سازمانی می باشد. با توجه به گذشت زمان، جمعیت کارکنان سازمانی به دو دسته تازه واردین و قدیمی‌ها قابل تفکیک است و همین امر می تواند بستر ساز تنش‌ها و اختلافات درون سازمانی باشد. در کل توجه سازمانی به سمت ارتقاء کیفیت و سودآوری سوق خواهد یافت. با عنایت به گسترش حجم و تنوع کاری سازمانی، تفویض اختیار یکی از لازمه‌های بقای سازمانی در این دوره از چرخه عمر می باشد که امری خطیر و بسیار دشوار است.

۲.۳. مراحل سرمایه گذاری:

◀ **مرحله اول: سرمایه‌گذاری پیش‌بذری:** این مرحله سرمایه‌گذاری استارت‌آپی به ایده این امکان را می‌دهد که به یک



محصول یا راهکار ملموس تبدیل شود. عموماً این سرمایه از محل سرمایه شخصی نوآوران و در موارد معدودی (اگر نوآوران خیلی خوش شانس باشند) از محل حمایت های دولتی و سازمانی تأمین می شود.

مرحله پیش بذری: در این مرحله سرمایه گذاری، مقدار اندکی منبع مالی جهت تحقق ملزومات جذب سرمایه بذری (از تشکیل تیم تا تولید نمونه اولیه) تأمین می شود.

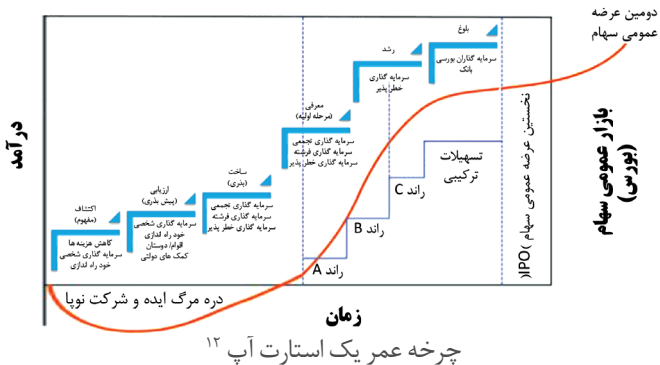
خود راه اندازی^۷: بهره برداری از نقدینگی شخصی یا در برخی موارد دوستان و اقوام در راستای پیشبرد اهداف. در ادبیات کسب و کار این عبارت به معنی ایجاد یک کسب و کار با استفاده از مقداری اندک یا هیچ از منابع مالی می باشد. در این روش فعال اقتصادی بر درآمد و پس انداز شخصی، کمینه سازی هزینه های عملیاتی، گردش سریع جریانات انبار و فروش صرفاً نقدی، متکی است.

◀ **مرحله دوم: سرمایه گذاری بذری^۸**: در این مرحله شرکت وارد مرحله بذری می شود که در آن گستره منابع سرمایه گذاری، دوستان و اعضاء خانواده و حتی فراتر را نیز شامل می شود. نهایتاً محصول / خدمت استارت آپ شکل خواهد گرفت. سرمایه گذاران، که غالباً تا پیش از این مرحله با بنیانگذاران کاملاً بیگانه بوده اند، در این فاز به برقراری ارتباط خواهند پرداخت. انتظار می رود که سرمایه گذاری در این مرحله سود قابل توجهی داشته باشد ولی بطور واقع ریسک سرمایه گذاری در این مرحله نیز بسیار زیاد است. سرمایه گذاران این مرحله در ۳ دسته کلی سازمان های سرمایه گذاری مخاطره پذیر بذری، بسترهای سرمایه گذاری جمعی و شبکه های سرمایه گذاران فرشته شخصی قابل دسترسی می باشند.

سرمایه‌گذاران فرشته معمولاً کارآفرینانی هستند که بواسطه پیشرفت استارت آپ (یا کسب و کار سنتی) خویش خلق ثروت نموده و موفق شده‌اند و با عنایت به اشراف مناسب و تجربه موفقیت آمیز سرمایه‌گذاری در حوزه استارت آپی، مجدداً اقدام به سرمایه‌گذاری در این حیطه می‌نمایند. لذا با توجه به نوپا بودن ادبیات و فعالیت استارت آپی، سرمایه‌گذاران فرشته^۹ زیادی در دسترس نمی‌باشد و همین تعداد اندک نیز غالباً فاقد تجربه استارت آپی می‌باشند.

◀ **مرحله سوم: راندهای سرمایه‌گذاری:** پس از خاتمه این مرحله بذرها شکوفا شده و به مرحله سری A^{۱۰} سرمایه‌گذاری راه خواهند یافت. با تداوم رشد استارت آپ و آغاز ارائه محصولات، شرکت با هزینه‌های اولیه ورود به بازار مواجه خواهد شد؛ در این مرحله استارت آپ می‌تواند وارد سری B و C^{۱۱} سرمایه‌گذاری شود. از آنجاییکه سرمایه‌مخاطره‌پذیر بخش عمده‌ای از سرمایه‌گذاری در این فاز را شامل می‌شود، به این نوع از سرمایه‌گذاری، سرمایه‌رشد نیز اطلاق می‌گردد. با فرض گذر موفقیت آمیز از این مرحله از رشد و سوددهی، استارت آپ نهایتاً به مرحله بلوغ می‌رسند، که در آن احتمالاً سود قابل توجهی تولید خواهند کرد و توسط یک شرکت بزرگتر خریداری شده یا در یک بازار سهام عرضه می‌گردد.

۱۳



۹. Angel Investors. ۱۱. Series A. ۱۲. Series B. ۱۳. سرمایه‌گذاری شخصی: Self-funding، سرمایه‌گذاری جمعی: Crowd Funding، کمک های دولتی: Governmental Grants، سرمایه‌گذاری مخاطره‌پذیر: Venture (Capital) (VC)، سرمایه‌گذاران بورسی: IPO Investors



نوآوران باید هزینه‌های بالا و غالباً ثابتی را جهت ایجاد یا ورود به بازار تقبل نمایند. به محض اینکه یک استارت‌آپ شروع به تولید محصولات/ارائه خدمات می‌کند، مشمول پرداخت هزینه‌های متغیر متناسب با مقدار تولید نیز می‌شود. در مراحل بعدی درآمد شرکت، هزینه‌های صورت گرفته را جبران خواهد نمود. نهایتاً چنانچه تمامی پیش‌فرضها و برنامه اجرایی محقق گردد، شرکت وارد مرحله سوددهی خواهد شد. پس از مدت زمانی نسبتاً طولانی، نرخ سود شدت خواهد گرفت و سرمایه‌گذاران بازگشت سرمایه را لمس خواهند نمود.

فرآیند رشد و توسعه استارت‌آپ، طولانی و دشوار می‌باشد، از سوی دیگر باید توجه داشت که تعابیر رشد و سوددهی استارت‌آپ معادل یکدیگر نمی‌باشند و رشد استارت‌آپ به منزله سودآور شدن آن نمی‌باشد. بنابراین باید توجه نمود که صبر و بردباری رمز کلیدی موفقیت سرمایه‌گذاری استارت‌آپی می‌باشد.

۲.۴. عوامل سازنده یک صنعت داغ استارت‌آپی

ایده‌های استارت‌آپی معمولاً در مواجهه با مسائل یک صنعت یا بازار خاص، مدل کسب و کار، جامعه یا مکان جغرافیایی شکل می‌گیرند و معمولاً در یک فضای با عدم قطعیت بالا وارد می‌شوند، که نیازهای آن ناشناخته و سریعاً در حال تغییر است. برای مثال، بسیاری از استارت‌آپ‌ها در حال فعالیت جهت حل مسائل یا ایجاد فرصت‌ها در حوزه فناوری اطلاعات می‌باشند، چرا که امروزه در عصر اطلاعات، نرخ مصرف و حتی وابستگی به داده و اطلاعات غیرقابل باور است. مردم بطور پیوسته و مشتاقانه به موبایل‌های خود که ابزاری آسان جهت دسترسی به اطلاعات می‌باشد،

مراجعه می کنند. لذا بسیاری از استارت آپ‌ها، نوآوری هایی در ارتباط با رشد فزاینده فضای اطلاعات و ارتباطات توسعه می دهند. یک مثال دیگر از یک بازار داغ برای استارت آپها در حوزه فناوری پزشکی می باشد. از فرهنگ کار و نوآوری استارت آپی به منظور طراحی و توسعه فناوری های پیشگام در حوزه پزشکی نیز بهره برداری شده است. نیاز برای این مسئله کاملاً واضح است بطوریکه عمل های جراحی به طرز فزاینده ای پیچیده تر و متنوع تر می شوند. توانایی های پزشکی بشر بطور چشمگیری نسبت به دهه های پیشین رشد داشته و با افزایش امید به زندگی (طول عمر انسان ها)، بازار مراقبت های پزشکی گسترش یافته است. نوآوری های امروز تمایلات فرداها را تداعی نموده ولی در حال حاضر در حال توسعه می باشند. سیستم های هشدار دهنده پزشکی و تجهیزات تصویربرداری زیست پزشکی برخی از روندهای داغ اقتصادی امروز فناوری هستند. با توسعه مراقبت های پزشکی بواسطه این فناوری ها، بشر زندگی سالم تر و طولانی تری را تجربه خواهد نمود و بازار مراقبت های پزشکی گسترش خواهد یافت.

۳. عمده منابع تأمین سرمایه برای استارت آپها

امروزه نظام های متفاوتی جهت سرمایه گذاری در شرکت های استارت آپی خصوصی وجود دارد، که از ساختارهای مقرراتی و متدهای متفاوتی بهره می گیرند و عموماً با چارچوب های زمانی مختلفی فعالیت می کنند. برخی بر پایه صندوق های تأمین مالی فعالیت نموده و برخی دیگر به سرمایه گذاران این اختیار را می دهند که از سرمایه گذاری در شرکت های مجزا سبد سرمایه گذاری خویش را تکمیل کنند. صندوق های سرمایه گذاری مخاطره پذیر و سرمایه گذاری خصوصی دو مدل رایج بر پایه صندوق های تأمین مالی جهت سرمایه گذاری در



شرکت‌های خصوصی می باشد. سرمایه گذاری فرشته و سرمایه گذاری جمعی^{۱۳} مثال های رایج صندوق های تأمین مالی می باشند که به سرمایه گذاران اختیار تشکیل سبد سرمایه گذاری را می دهند.

۳.۱. صندوق سرمایه گذاری مخاطره پذیر^{۱۴}

این دسته از نظام‌های سرمایه گذاری قدیمی ترین و رایج ترین متدها برای شرکت های در مراحل اولیه عمر سازمانی می باشد. مشابه سایر ساختارهای سرمایه گذاری استارت آپی، سرمایه گذاری مخاطره پذیر ریسک قابل ملاحظه و نرخ بازگشت سرمایه بالقوه بالاتر از میانگین را شامل می شود. صندوق های سرمایه گذاری از قبیل سکویا (سرمایه گذار واتس اپ)، اکسل پارتنرز^{۱۵} (سرمایه گذار فیس بوک^{۱۶}) بازگشت سرمایه چشمگیری از سرمایه گذاری های ریسکی مراحل اولیه خویش کسب نموده اند. بنگاه های سرمایه گذاری مخاطره پذیر عموماً در مراحل بعدی رشد سازمانی و غالباً پس از سری B، که شرکت وارد مرحله درآمدزایی نه لزوماً درآمد پایدار می شود، سرمایه گذاری می کنند. صندوق های سرمایه گذاری مخاطره پذیر یک سبد سرمایه گذاری از گزینه ها/ استارت آپ های مختلف، بواسطه تأمین مالی از موسسات بزرگ تشکیل می دهند. در خصوص سرمایه گذاری این صندوق ها در شرکت های خیلی نوپا قطعاً باید یک استراتژی سرمایه گذاری توانمندساز اتخاذ شود.

۱۶

۳.۲. صندوق سرمایه گذاری خصوصی^{۱۷}

با وجود تشابهات بسیار زیاد مابین این صندوق ها و صندوق های سرمایه گذاری مخاطره پذیر ولی مشخصه های نسبتاً متفاوتی مخصوصاً در نگرش و رویکرد سرمایه گذاری قابل ذکر می باشند. بجای رویکرد توانمندسازی، این صندوق ها رویکرد بازساختاردهی

۱۳. Crowdfunding ۱۵. Venture Capital Fund ۱۶. Accel Partners ۱۷. Facebook

۱۸. Private Equity Fund

کلی را دنبال می‌کنند. صندوق‌های سرمایه‌گذاری مخاطره‌پذیر با سرمایه‌گذاری در ایده‌های کارآفرینانه فعالیت خویش را آغاز می‌کنند درحالی‌که صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی معمولاً از شرکت‌های در حال بهینه‌سازی شروع می‌کنند. معمولاً تعداد سهامداران و سرمایه‌گذاران در این نوع شرکت‌های سرمایه‌گذاری، کمتر از ۱۰۰ شخص (حقیقی یا حقوقی) می‌باشند و از رعایت چارچوب و ضوابط بورسی معاف هستند. از نمونه‌های موفق جهانی که پیشنهاد می‌شود روندهای مدیریتی و موفقیت آنان مورد مطالعه قرار گیرند، می‌توان به AAC Capital Partners و Equistore Partners Europe اشاره کرد.

به عبارت دیگر سرمایه‌گذاری خصوصی عبارتست از در اختیار گرفتن یک شرکت فعال، سپس بازساختاردهی جهت بهینه‌سازی عملکرد مالی. چنانچه ساختار سرمایه‌گذاری خصوصی به خوبی عمل نماید، قادر خواهد بود شرکت‌های ضعیف اما فعال را از خطر ورشکستگی رهانیده و به بنگاه‌های سودآور تبدیل نماید. بنابه گزارش دفتر تحقیقات اقتصادی ایالات متحده، هر واحد سرمایه‌گذاری در صندوق سرمایه‌گذاری خصوصی بطور میانگین ۲۰٪ بیش از سرمایه‌گذاری در S&P 500^{۱۸} بازگشت سرمایه خواهد داشت. سرمایه‌گذاری در مراحل بعدی چرخه عمر سازمانی، ممکن است هزینه ورود بالاتری داشته باشد ولیکن ریسک سرمایه‌گذاری در این مراحل بطور چشمگیری پایینتر است.

نکته: از آنجایی‌که صندوق سرمایه‌گذاری خصوصی و صندوق سرمایه‌گذاری مخاطره‌پذیر، هر دو در بنگاه‌های اقتصادی سرمایه‌گذاری نموده و بواسطه روشهای فروش سهام (مثلاً عرضه عمومی سهام) خروج می‌کنند، در اغلب موارد این دو صندوق یکسان تلقی می‌شوند درحالی‌که در واقع این دو نهاد ماهیتاً عملکردی متفاوت



از یکدیگر دارند. در ادامه برخی از این تفاوت‌ها تشریح می‌گردند:

- صندوق‌های سرمایه‌گذاری شخصی عموماً تمرکز فعالیت‌شان را بر اساس حوزه کسب و کار (زمین و ساختمان، حمل و نقل، صنایع معدنی، سیمان، صنعت انرژی و نفت و گاز، پزشکی و داروسازی و غیره) مشخص نموده اما صندوق‌های سرمایه‌گذاری مخاطره‌پذیر این امر را بر اساس حوزه فناوری (فناوری‌های زیست‌محیطی، فناوری نانو، فناوری اطلاعات و فناوری انرژی‌های نو) مشخص می‌کنند.
- صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی معمولاً در شرکت‌های بالغ با عملکرد مالی و اجرایی که دارای سوابق هستند سرمایه‌گذاری می‌کنند و نهایتاً ساختارهای آنان را بهره‌ور می‌کنند درحالی‌که صندوق‌های سرمایه‌گذاری مخاطره‌پذیر غالباً در شرکت‌های در مراحل اولیه رشد و شکل‌گیری، پیش از کسب درآمد و فروش عملیاتی (بطور خاص استارت‌آپ‌های با ظرفیت رشد بالا) سرمایه‌گذاری می‌کنند. به عبارتی دیگر سرمایه‌گذاری عمدتاً در مراحل اولیه شکل‌گیری شرکت‌ها توسط سرمایه‌گذاران ریسک‌پذیر و در مراحل توسعه شرکت‌های با اندازه بزرگ توسط سرمایه‌گذاران خصوصی انجام می‌شود. صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی معمولاً تمامی (یا حداقل بخش عمده) سهام شرکت‌ها را خریداری نموده و کنترل مجموعه تحت سرمایه‌گذاری را در اختیار می‌گیرند، حال آنکه صندوق سرمایه‌گذاری مخاطره‌پذیر کمتر از ۵۰٪ سهام شرکت‌ها را خریداری می‌کنند.
- میزان سرمایه‌گذاری صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی در یک مورد سرمایه‌گذاری بطور چشمگیری بیشتر از مقدار سرمایه‌گذاری صندوق‌های سرمایه‌گذاری مخاطره‌پذیر در مورد سرمایه‌گذاری می‌باشد. صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی معمولاً حداقل ۱۰۰ میلیون دلار (در ایران حدوداً ۱۰۰ میلیارد تومان) در شرکت‌های بزرگ سرمایه‌گذاری می‌کنند اما حجم سرمایه‌گذاری صندوق‌های سرمایه‌گذاری مخاطره‌پذیر

بسیار کمتر و اغلب زیر ۱۰ میلیون دلار (در ایران حدوداً زیر ۱۰ میلیارد تومان) در شرکت‌های در حال تأسیس یا نوپا می‌باشد. ● صندوق‌های سرمایه‌گذاری مخاطره پذیر تنها از ابزار سهام به منظور سرمایه‌گذاری استفاده می‌کند در حالی که صندوق سرمایه‌گذاری خصوصی از ساختار ترکیبی (وام و سهام) بهره می‌گیرند. ● در مقایسه با سبد سرمایه‌گذاری صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی، سبد سرمایه‌گذاری صندوق‌های سرمایه‌گذاری مخاطره پذیر معمولاً تعداد بیشتری از موارد سرمایه‌گذاری را شامل می‌شود در حالیکه در هر مورد مقدار سرمایه‌گذاری بطور چشمگیری کمتر است.

۳.۳. شبکه‌های سرمایه‌گذاری فرشته

این شبکه‌ها در راستای برقراری ارتباط و تعامل فی مابین سرمایه‌گذاران و استارت‌آپ‌ها با خصوصیات مشابه شبکه اجتماعی عمل می‌کنند؛ این نهادها اصولاً به عنوان میانجی بین سرمایه‌گذاران و استارت‌آپ‌ها فعالیت نمی‌نمایند. سرمایه‌گذاری در این مجموعه‌ها عموماً در مراحل اولیه و غالباً مرحله بذری اتفاق می‌افتد. در برخی از رویکردها، ساختار سرمایه‌گذاری در اینگونه مجامع کلاً متفاوت از نهادهای سرمایه‌گذاری مخاطره پذیر و سرمایه‌گذاری خصوصی می‌باشند. شبکه‌های سرمایه‌گذاری فرشته، به سرمایه‌گذاران بالقوه بجای خرید سهام از صندوق‌های از پیش سازماندهی شده، امکان بررسی لیست‌های بلند بالا و مشخصات شرکت‌های استارت‌آپی را می‌دهد. با ترکیب خصوصیات شبکه اجتماعی، این بسترها به سرمایه‌گذاران امکان شبکه‌سازی جهت سرمایه‌گذاری مشترک را فراهم می‌نماید. مراکز شتابدهی نیز به مثابه شبکه‌های سرمایه‌گذاری عمل می‌کنند. این مراکز فضای کار اشتراکی و نیازهای اولیه را در ازای بخشی از سهام شرکت در اختیار استارت‌آپ‌ها قرار



می دهند و مشابه یک انجمن، استارت آپ ها را به فرشتگان کسب و کار و صندوق های سرمایه گذاری مرتبط می سازند.

۳.۴. سرمایه گذاری جمعی^{۱۹}

این مدل، یک روش در حال ترقی برای سرمایه گذاری استارت آپی می باشد که در آن سرمایه گذاران بجای خرید سهام صندوق ها، سبدهای سرمایه گذاری شخصی خویش را ایجاد می کنند. سرمایه گذاری جمعی، فرآیند سرمایه گذاری استارت آپی را بصورت اشتراکی در می آورد که در آن افراد بسیاری جمعیت سرمایه گذاران را تشکیل می دهند و قادر خواهند بود در مقادیر اندک نیز سرمایه گذاری کنند. از این حیث که بسترهای سرمایه گذاری جمعی بجای بهره گیری از سرمایه گذاران فرشته اقدام به تشکیل جمعیت می کنند، این ساختار تأمین مالی نسبت به شبکه سرمایه گذاران فرشته متفاوت می باشد. در حالت کلی ۴ مدل سرمایه گذاری جمعی وجود دارد که عبارتند از کمک مالی، استقراض، پاداش و سهام.

۲۰

◀ **کمک مالی^{۲۰}**: این مدل ابزاری برای خیریه ها یا سایر اشخاص/ نهادهایی که برای پروژه های خیرخواهانه یا اجتماعی بدنبال تأمین مالی می باشند، جهت گردهم آوری آنلاین جامعه و ایجاد امکان کمک مالی ایشان برای پروژه می باشد که اغلب مؤسسات خیریه رسمی این امر را از طریق وب سایت شان انجام می دهند. تأمین مالی جمعی برای سازمان های کوچک و عموم مردم نیز جهت تأمین مالی برای اهداف شخصی و خیرخواهانه آنها رایج می باشد.

◀ **استقراض^{۲۱}**: در این روش پروژه ها یا کسب و کارهای متقاضی قرض، از طریق بستر ایجاد شده طرح موضوع نموده و اعضاء خرد، بخش های کوچک وام کلی را تقبل می فرمایند. برخی از این بسترهای سرمایه گذاری تسهیلات بدون بهره را مدنظر قرار داده و دقیقاً معنای استقراض را هدف گرفته اند (مانند کیوا^{۲۲})، ولیکن برخی دیگر نگاه سرمایه گذاری داشته و تسهیلات مدنظر را با نرخ سود توافقی

۱۹. Crowd Funding

۲۰. Donation Crowd Funding

۲۱. Debt-based Crowd Funding

۲۲. Kiva

یا از پیش تعیین شده ارائه می کنند (نظیر فاندینگ سرکل ۲۳).

◀ **پاداش ۲۴:** این مدل یک روش ارزان برای شرکتها جهت بازاریابی و ارزیابی تقاضای محصولات می باشد. به منظور پرهیز از صرف سهام و حفظ کنترل شرکت، کارآفرینان غالباً محصولاتشان را پیش فروش نموده یا پاداش های دیگری را جهت ترغیب مردم به تأمین مالی شرکت یا برنامه توسعه محصول پیشنهاد می کنند. چنانچه این پیشنهادات، یک جمعیت را جهت تأمین مالی ایجاد کند، این فرآیند در ساختار تأمین مالی جمعی پاداش محور دسته بندی خواهد شد. از دیدگاه سرمایه گذار، این دسته از بسترهای تأمین مالی جمعی هیچگونه خروجی جهت بازگشت سرمایه فراهم نمی آورد. در حقیقت این مدل تأمین مالی متکی بر حامیانی است که مبلغی را برای پروژه صرف نموده و در ازای آن پاداش های غیرمالی نظیر محصول/خدمت تولیدی، یک تیشرت، یک نامه تشکر یا حتی درج نام و عنوان در وب سایت را انتظار دارند.

◀ **سهام ۲۵:** تأمین مالی جمعی سهام محور، یک ساختار تأمین مالی جمعی کاملاً متفاوت بوده و مقادیر بازگشت سرمایه قابل استخراج و مقادیر سرمایه گذاری عموماً بالاتر (ولی کماکان کمتر از مقادیر مرسوم در صندوق های سرمایه گذاری مخاطره پذیر) خواهند بود. سرمایه گذاران در ازای دریافت سهام (نه پاداش) نسبت به سرمایه گذاری در استارت آپ ها و پروژه ها اقدام می کنند. سرمایه گذاران شخصی نیز مقادیر مختلفی را جهت تحقق تجمعی هدف سرمایه گذاری، در ازای سهامی که امیدوار به فروش آن در زمان عرضه عمومی سهام می باشند، متعهد می شوند. در فرآیند رشد استارت آپ، تأمین مالی جمعی معمولاً پیش از تأمین مالی مخاطره پذیر رخ خواهد داد. مشابه سرمایه گذاری مخاطره پذیر، ریسک قابل ملاحظه اما نرخ بازگشت سرمایه بالا محتمل می باشد. از آنجاییکه در مدل تأمین مالی جمعی، سرمایه گذاری توسط جمعی از سرمایه

۲۳. Funding Circle

۲۴. Reward-based Crowd Funding

۲۵. Equity-based Crowd Funding



گذاران صورت می پذیرد، بجای تمرکز ریسک بر تعداد محدودی از سرمایه گذاران، این مخاطره بین مشارکت کنندگان توزیع می شود.

۳.۵. ساختارهای جایگزین سرمایه گذاری

متدهای دیگری جهت تأمین مالی و سرمایه گذاری در شرکت ها غیر از خرید سهام وجود دارد که چند مورد از آنها عبارتند از:

تسهیلات قابل تبدیل^{۲۶}

در این روش تأمین مالی، سرمایه گذاری بیشتر مشابه تسهیلات براساس یک نرخ بهره مورد توافق می باشد. در دور بعدی سهام، این تسهیلات به انضمام بهره تجمعی، قابل تبدیل شدن به سهام (البته نسبت به ارزش روز استارت آپ) می باشند. این نوع از سرمایه گذاری غالباً در مراحل اولیه سرمایه گذاری جهت پرهیز از اعلام ارزشگذاری مجموعه بکار گرفته می شود. این نوع از تسهیلات گاهاً در قالب تسهیلات حالت گذار^{۲۷} که کامل کننده شکاف بین دو مرحله تأمین سرمایه می باشند، ارائه می شوند.

تضامین^{۲۸}

در ساختار یک قرارداد، تضامین اغلب اختیاراتی است که، جهت خرید سهام های شرکت در تاریخ های آتی با قیمت های پیشتر توافق شده، به سهامداران اعطاء می شود. اشخاص مالک تضامین، عموماً این اختیار را برای بازه زمانی توافق شده حفظ می کنند.

۴. بهینه کاوی^{۲۹} (تحلیل تجربیات موفق جهت الگو برداری)

استراتژی و راهبردهای متنوعی برای سرمایه گذاری در استارت آپ ها جهت پرهیز از ریسک ها و بیشینه سازی بازگشت سرمایه بالقوه وجود دارد ولیکن طبق مطالعه دانشگاه ویلامت بخش عمده ای (۵۲٪) از خروج در این سرمایه گذاری ها بازگشتی به میزان کمتر از اصل مبلغ سرمایه گذاری داشته و صرفاً بخش اندکی

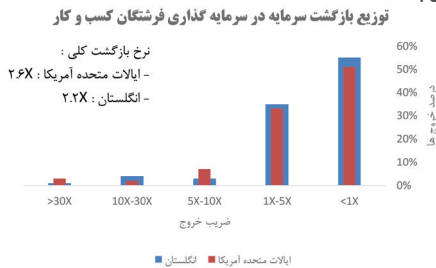
۲۶. Convertible Loans

۲۷. Bridge Loans

۲۸. Warrants Benchmarking

۲۹. Benchmarking

از آنها (۷٪) بالغ بر ۱۰ برابر اصل مبلغ سرمایه گذاری بازگشت داشته اند که ۷۵ درصد از کل بازگشت سرمایه را شامل می شوند. این مسئله بیانگر ماهیت ریسکی و پر بازده سرمایه گذاری فرشته می باشد. برخی از استراتژی های مذکور جهت سرمایه گذاری ذیلاً توضیح داده شده اند:



۴.۱. انتخاب صنعت

یک سرمایه گذار مختار به انتخاب استارت آپ، بازار و صنعت جهت سرمایه گذاری می باشد. بطور مثال، برخی از صنایع بدلیل شرایط محاط بر بازار در یک بازه زمانی مشخص ممکن است سرمایه های مناسبی جذب نمایند. برخی از صنایع نیز بیشتر از سایرین مورد توجه قرار می گیرند. موضوعی که می بایست مدنظر قرار گیرد، توجه به نیاز بازار و رویکرد تأمین سرمایه صنعت مدنظر می باشد. عوامل دیگری نیز در سرمایه گذاری در یک صنعت نقش ایفاء می کنند از قبیل تجربه سرمایه گذار در صنعت مدنظر. چنانچه سرمایه گذار یک پزشک باشد، ممکن است نگرش مشخصی که مبین ارزشمند بودن سرمایه گذاری در حوزه پزشکی می باشد، داشته باشد. بنابراین ممکن است مایل به سرمایه گذاری در فناوری های پزشکی باشد. بنابر مطالعه مذکور ضرایب و نرخ بازگشت سرمایه بالا به شدت وابسته به تخصص سرمایه گذار در حوزه صنعتی است. بنابراین تخصص در افزایش نرخ بازگشت سرمایه در بلندمدت مؤثر می باشد.



۴.۲. تنوع

فارغ از تخصص سرمایه گذاران، تشکیل سبد سرمایه گذاری شامل حوزه های مختلف صنعتی توصیه می شود. سرمایه گذاری صرفاً بر روی یک یا دو استارت آپ غیرعقلانه و حتی مضر می باشد زیرا اغلب مواقع، استارت آپ ها مقادیری کمتر از سرمایه گذاری، بازگشت سرمایه خواهند داشت. به منظور افزایش احتمال کشف گزینه ایده آل، در گزینه های بیشتری سرمایه گذاری کنید. تنوع در سرمایه گذاری استارت آپی عبارتست از تشکیل و مدیریت سبد شامل استارت آپ های متنوع در صنایع مختلف با استراتژی های کسب و کار متفاوت. ایجاد تنوع در سن سازمانی شرکت های سرمایه پذیر اعم از مرحله اولیه، مرحله میانی و مراحل بعدی نیز توصیه می شود. بنابر گزارش مذکور صرفاً ۴۸٪ خروج های واقع شده، بیش از مبلغ سرمایه بازگشت داشته اند اما ۶۱٪ سبدهای سرمایه گذاری بازگشتی بیش از مبلغ سرمایه گذاری را تجربه کرده اند. بنابه گفته متخصصین، ترکیب ۱۰ الی ۱۵ شرکت جهت تشکیل یک سبد متنوع قدرتمند کفایت می کند.

۲۴

۴.۳. ارزیابی صلاحیت ۳۰

یک سرمایه گذار می بایست پیش از سرمایه گذاری، آگاهی مناسبی نسبت به موضوع سرمایه گذاری کسب کند که اصطلاحاً ارزیابی صلاحیت عنوان می شود. این عبارت بیانگر فرآیندی است که طی آن به بررسی شخص یا شرکت پیش از عقد قرارداد پرداخته می شود. صرف زمان در این فرآیند نقش بسیار مثبتی در نتایج سرمایه گذاری ایفاء خواهد نمود. براساس نتایج مطالعه مذکور میانه زمان صرف شده در این فرآیند توسط سرمایه گذاران فرشته معادل ۲۰ ساعت می باشد. سرمایه گذارانی که زمانی کمتر از این زمان را مصروف داشته اند، نرخ بازگشت کلی ۱.۱ و آندسته از

سرمایه‌گذاری که بیشتر از زمان اشاره شده را صرف کرده‌اند، نرخ بازگشت کلی ۵.۹ را تجربه کرده‌اند. بر همین اساس زمان صرف شده در ارزیابی صلاحیت با نرخ بازگشت سرمایه رابطه مثبت دارد.

۴.۴. همکاری پس از سرمایه‌گذاری

پس از آغاز همکاری سرمایه‌گذار با سرمایه‌پذیر، موارد دیگری نیز جهت افزایش احتمال نرخ بالای بازگشت سرمایه از سوی سرمایه‌گذار قابل اعمال می‌باشد. برخی از این موارد عبارتند از: ارشاد استارت‌آپ، پایش مالی استارت‌آپ و یاری در راستای برقراری تعاملات کسب و کار. به همین دلیل بسیاری از سرمایه‌گذاران، جهت کسب جایگاه در هیئت مدیره تلاش می‌کنند. این جایگاه‌ها، یک سطح حداقلی امکان‌درگیری پس از سرمایه‌گذاری را برای سرمایه‌گذار تضمین می‌کنند. بنابر مطالعه ذکر شده آندسته از سرمایه‌گذارانی که صرفاً دفعات محدودی در موضوع سرمایه‌گذاری درگیر شده‌اند نرخ بازگشت کلی ۱.۳ را در ۳.۶ سال تجربه کرده‌اند، حال آنکه آنان که این تعاملات را هر ماه دو مرتبه صورت داده‌اند نرخ بازگشت کلی ۳.۷ را در ۴ سال کسب کرده‌اند. البته کیفیت تعاملات نیز حائز اهمیت می‌باشد ولیکن ارزیابی و تحلیل کمی آنها بسیار دشوار است.

یک سرمایه‌گذار محتاط، جهت افزایش احتمال نرخ بالای بازگشت سرمایه، می‌بایست ترکیبی از این استراتژی‌های متفاوت سرمایه‌گذاری را بکار ببرد. به عنوان یک قاعده کلی، سرمایه‌گذاران جهت اطمینان از حصول تمام اهداف بالقوه مخاطره صورت گرفته، باید تنوع ایجاد کرده، به تجارب پیشین رجوع نموده و تلاش بسیاری پیش و پس از سرمایه‌گذاری مصروف نمایند.



۵. بازگشت سرمایه

بدون در نظر گرفتن منبع سرمایه گذاری، سرمایه گذاری های استارت آپی بنابر عملکرد سازمانی و پتانسیل خروج شان، انواع مختلف بازگشت سرمایه را تجربه خواهند نمود. روشهای متنوعی جهت خروج از کسب و کار قابل بکارگیری می باشد، برخی مثبت و موفقیت محور و برخی دیگر نیز منفی و شکست محور می باشد. برخی از استراتژی های خروج عبارتند از: خرید و ادغام^{۳۱}، عرضه عمومی سهام^{۳۲}، توقف رشد^{۳۳} و انحلال. گاهاً شرکتها به پرداخت سود سهام نیز اقدام می کنند که سریعترین حالت بازگشت سرمایه می باشد.

۵.۱. خرید و ادغام

این روش یک استراتژی خروج رایج می باشد که بواسطه آن شرکت های کوچک توسط شرکت های بزرگتر خریداری می شوند. بطور مثال فیس بوک نرم افزار پیام رسان واتس اپ را در سال ۲۰۱۴ به قیمت ۱۹ میلیارد دلار خریداری نموده است. صندوق سرمایه گذاری سکویا، تنها سرمایه گذار واتس اپ، در طول ۳ مرحله مجموعاً ۶۰ میلیون دلار سرمایه گذاری نمود. بازگشت سرمایه ایشان از خرید فیس بوک حدود ۳.۵ میلیارد دلار (قریب ۵۰ برابر بازگشت نسبت به مبلغ سرمایه گذاری) بود. با شتاب گرفتن رشد استارت آپ، کسب سهم بازار و کسب درآمد قابل قبول سایر شرکت های بزرگ غالباً موفقیت استارت آپ را ملاحظه نموده و مشابه سرمایه گذاران خواهان حضور در جمع سهامداران خواهند بود. روش کسب این سهم از موفقیت، محصول و کشش بازار استارت آپ، تراکنش خرید و ادغام می باشد. بطور کلی، مبلغ خرید به نسبت سهام مابین کلیه سهامداران استارت آپ توزیع خواهد شد. در این نوع از خروج، شرکت خریداری شده اغلب بخشی از مبلغ را بطور

۳۱. Mergers and Acquisitions (M&A)

۳۲. Initial Public Offering (IPO)

۳۳. Soft Landing

نقد و مابقی را در قالب سهام شرکت خریدار پرداخت می نماید. این نکته قابل ذکر است که پرداخت نقدی بصورت یکجا صورت نپذیرفته و معمولاً طی یک برنامه زمانی مورد توافق انجام خواهد شد.

۵.۲. عرضه عمومی سهام

اخبار شرکتهایی که عرضه عمومی سهام نموده اند نسبتاً در حال گسترش می باشد. زمانیکه استارت آپ رشد نمود و درآمد قابل قبولی کسب کرد، ممکن است بدنبال عرضه عمومی سهام باشد. بدین منظور شرکت باید سهام خود را در بازار عمومی جهت مبادله عمومی ثبت کند. این مبادله عمومی، به سرمایه گذاران امکان فروش سهام، در حالت خوش بینانه به مبلغی بیش از قیمت خریدشان، را می دهد. عرضه عمومی سهام باید بطور دقیق زمانبندی شده باشد. باید تقاضای عمومی برای سهام شرکت مدنظر وجود داشته باشد، بطوریکه سهام عرضه شده به سرعت و مطابق با ارزشگذاری نهایی شرکت به فروش رود. در حقیقت، عرضه عمومی سهام یک رویداد انحلال می باشد. چنانچه این رویداد سریعتر از موعد مقرر در چرخه عمر سازمانی به وقوع بپیوندد، سرمایه گذار قادر نخواهد بود بازگشت سرمایه مناسبی را بدست آورد. اما پس از این عرضه سهام یا لااقل در انتهای فرآیند، ایشان خواهند توانست بازگشت سرمایه ملموسی را تجربه نمایند؛ اکثر شرکت ها یک شرط بازدارنده دارند، که جلوی فروش سریع و ارزان قیمت سهامداران سریعاً پس از عرضه عمومی سهام که ممکن است موجب از بین رفتن فرصت نقدینگی سهام شود، را می گیرد. عموماً سرمایه گذاران ملزم به تأمل تا زمان مجاز برای فروش سهام شان پس از عرضه عمومی سهام می باشند.

۵.۳. توقف رشد

توقف رشد، یکی از فرصت های خروج برای شرکت ها جهت پرهیز از اخراج از بازار می باشد. این استراتژی خروج، بازگشت



سرمایه بزرگی برای سرمایه گذاران نخواهد داشت ولی از سقوط آنان جلوگیری می کند. این روش غالباً به سرمایه گذاران امکان بازگشت بخشی از سرمایه شان را داده و از تعدیل اعضاء تیم کاری و گرفتاری بنیانگذاران در فشارهای سنگین جلوگیری می کند. یکی از این روشها که اخیراً بکار گرفته می شود خرید شرکت به منظور بکارگیری کارکنان^{۳۴} (استعدادهای انسانی) می باشد. این رخداد زمانی که یک شرکت بزرگ موفق، یک شرکت کوچک را نه برای محصولات یا ایده هایش بلکه برای کارکنان مستعدش خریداری می کند، بوقوع می پیوندد. با وجود اینکه این نوع از خروج استارت آپ ها را از وضعیت های بدتر می رهند، نرخ بازگشت بالایی برای سرمایه گذاران نخواهد داشت و ایشان صرفاً بخشی از سرمایه خود را بدست خواهند آورد.

۵.۴. پرداخت سود سهام

سود سهام، پرداختی هایی هستند که تحت عنوان توزیع سود، توسط شرکت به سهامدارانش ارائه می شود. عموماً چنانچه یک شرکت به سوددهی بالایی برسد بخشی از سود را مابین سرمایه گذاران توزیع نموده و بخشی دیگر را صرف توسعه سازمانی خواهد کرد. البته معمولاً سهامداران مجاز می باشند که مبلغ سود سهام را نقداً دریافت نموده، یا در طرح های سرمایه گذاری مجدد تزریق نموده، یا در مواعید عرضه سهام اقدام به خرید سهام نمایند. این مبالغ غالباً مشمول مالیات بر درآمد می باشند. معمولاً سود سهام در قالب مبلغی به ازای هر سهم محاسبه شده و کلیه سهامداران براساس تعداد سهام شان، این مبلغ را دریافت خواهند نمود.

۵.۵. انحلال

این روش به فرآیندی اطلاق می گردد که طی آن سرمایه گذاران صرفاً به مبلغ اصل سرمایه خویش دست خواهند یافت. عملیات و ترتیب توزیع حین انحلال به دو عامل اصلی بستگی دارد. اولی،

بازگشت‌ها به نسبت سرمایه‌گذاری می‌باشد و مشخصاً تعداد سهام سرمایه‌گذاران، تعیین‌کننده میزان دریافتی ایشان در رخداد انحلال است. با وجود اینکه این قاعده انحلال ساده و قابل درک است ولیکن ترجیحات انحلال یک سلسله مراتب مشخص توزیع را تبیین می‌کند که نسبتاً پیچیده‌تر از عامل اول است. انواع مختلف سرمایه‌گذاری و سهام وجود دارند. مابین سهام عادی و سهام ترجیحی و مابین دسته‌های مختلف سهام، تفاوت وجود دارد. بطور مثال سرمایه‌گذاری که در مرحله A سهام ترجیحی را خریداری نموده است، مالک سهام ترجیحی A می‌باشد. سهامداران ترجیحی، پیش از اینکه سهامداران عادی مبلغی دریافت کنند، درصد مربوط به سود سهام‌شان را دریافت خواهند نمود. علاوه بر این سهامداران دسته‌های بالاتر، مبالغ خویش را پیش از سهامداران دسته‌های پایینتر دریافت خواهند کرد، بطور مثال C پیش از A مبلغ خود را دریافت خواهد نمود. علاوه بر این، بین سهامداران و سایر انواع سرمایه‌گذاران از قبیل طلبکاران تفاوت وجود دارد. ترجیحات انحلال مبین ترتیب بازگشت سرمایه به سرمایه‌گذاران می‌باشد.

۲۹

۶. مفاهیم ارزشگذاری^{۳۵}

بطور ساده، ارزشگذاری ارزش مالی یک شرکت در زمانی مشخص می‌باشد. حال سوال اصلی این است که چگونه یک سرمایه‌گذار می‌تواند پس از انتخاب استارت‌آپ ایده‌آل جهت سرمایه‌گذاری آنرا ارزشگذاری کند. پیش از تعهد حتی یک ریال، سرمایه‌گذار باید تمامی قواعد و شرایط سرمایه‌گذاری اش را درک کند. یکی از مهم‌ترین شرایط جهت درک پیش از تعهد سرمایه به یک شرکت خصوصی نوپا، ارزش شرکت براساس مجموعه‌ای از عوامل می‌باشد. به منظور بررسی و محاسبه شرایط مذاکره و مبلغ سرمایه‌گذاری، ارزشگذاری باید مدنظر قرار گیرد.



۶.۱. ارزش‌گذاری در مراحل اولیه^{۳۶}

بواسطه فقدان تاریخچه مالی (غالباً درآمد)، ارزش‌گذاری یک استارت‌آپ در مراحل اولیه نسبتاً وابسته به مهارت می‌باشد. بنابراین، بسیاری از عوامل کیفی نقش بسزایی در این مرحله از ارزیابی ایفاء می‌کنند. ارزش‌گذاری‌ها به دو دسته تقسیم می‌شوند. ارزش‌گذاری پیش از سرمایه‌گذاری شرکت پیش از سرمایه‌گذاری می‌باشد و ارزش‌گذاری پس از سرمایه‌گذاری شرکت پس از سرمایه‌گذاری می‌باشد.

ارزش‌گذاری پیش از سرمایه‌گذاری معمولاً توسط سرمایه‌گذار در یک مرحله مشخص از سرمایه‌گذاری تعیین شده و به تعیین میزان سهم شرکت سرمایه‌گذار کمک می‌کند. عوامل مؤثر در ارزش‌گذاری شرکت عبارتند از مقایسه با شرکت‌های مشابه، سطح رقابت در صنعت، پیشینه و تجربه تیم مدیریتی، و احتمال نیازمندی آتی سرمایه. متدهای متنوعی برای ارزش‌گذاری در مراحل اولیه وجود دارد که در ادامه برخی از آنها تشریح خواهند شد.

۳۰

متد برکوس

این روش که توسط دیو برکوس (یک سرمایه‌گذار فرشته) در اواسط دهه ۹۰ توسعه داده شد، یک روش ابتکاری مرکب از معیارهای کمی و کیفی می‌باشد. ارزیاب از ۵ مشخصه کیفی زیر شروع به ارزش‌گذاری می‌کند:

(۱) ایده (ریسک محصول)

(۲) نمونه (ریسک فنی)

(۳) تیم مدیریت کیفیت (ریسک اجرایی)

(۴) ارتباطات استراتژیک (ریسک رقابتی)

(۵) فروش (ریسک تولید)

یک ارزش مالی (۵۰۰.۰۰۰-۰ دلار) به هر یک از معیارها تخصیص

می‌یابد و سپس ارزیاب، شرکت را براساس حاصلجمع مقادیر تخصیص یافته، ارزشگذاری می‌کند. این متد در هر صنعت و هر اکوسیستم استارت‌آپی متفاوت می‌باشد و بیشتر می‌تواند در اکوسیستم‌های کاربردی داشته باشد که از سابقه و بلوغ مناسبی برخوردارند.

متد سرمایه خطرپذیر

رایج‌ترین روش مورد استفاده توسط سرمایه‌گذاران سازمانی، متد سرمایه‌گذاری خطرپذیر می‌باشد که مبتنی بر عوامل کمی حاصل از انتظارات است. از تقسیم ارزش موردانتظار خروج بر نرخ مورد انتظار بازگشت سرمایه، ارزش فعلی مورد انتظار پس از سرمایه بدست می‌آید. ارزش پیش از سرمایه بطور ساده عبارتست از ارزش مورد انتظار پس از سرمایه منهای میزان سرمایه‌گذاری. این متد برای اولین بار توسط دانشگاه هاروارد در سال ۱۹۸۷ معرفی شد.

۳۱

نسبت قیمت به درآمد^{۳۷} (درآمد/قیمت) صنعت: B ارزش مورد انتظار خروج: A
درآمد مورد انتظار: D حاشیه سود مورد انتظار: C
نرخ مورد انتظار بازگشت سرمایه: F ارزش پیش از سرمایه: E
میزان سرمایه‌گذاری: G

$$(1) A=B \times C \times D \quad (2) E=(A/F)-G$$

به عنوان مثال فرض کنید، یک شرکت نرم‌افزاری پروژه‌ای را مدنظر دارد که انتظار می‌رود که با حاشیه سود فرضی ۱۰٪، در آینده ۵ ساله ۲۰۰ میلیارد ریال درآمد کسب کند. اگر نرخ P/E این صنعت ۲۵ فرض شود، ارزش مورد انتظار خروج به شرح زیر محاسبه می‌گردد:

$$200 \times 10\% \times 25 = 500 \text{ میلیارد ریال}$$

حال اگر یک سرمایه‌گذار با انگیزه نرخ بازگشت سرمایه معادل ۲۰٪، قصد سرمایه‌گذاری ۱۵ میلیارد ریالی در این پروژه داشته باشد، ارزش پیش از سرمایه مطابق ذیل حساب می‌شود:

$$(500 / 20) - 15 = 10 \text{ میلیارد ریال}$$

^{۳۷} Price/Earning (P/E): این کسر معادل قیمت هر سهم به سود هر سهم می‌باشد. در علم تحلیل بورس، بالا

بودن این معیار بیانگر انتظار بازار از افزایش سود در آینده می‌باشد.



از آنجاییکه این متد براساس برآوردهای آتی می باشد، ارزشهای بالاتری محاسبه می کند. بنابراین درصد سهام سرمایه گذار در این مرحله مطابق ذیل محاسبه خواهد شد:

$$60\% = 25/15 = (15+10)/15$$

متد کارت امتیازی^{۲۸}

این روش نیز یک متد ترکیبی اما پیچیده تر از متد برکوس می باشد. در ابتدا، سایر شرکت های پیش از درآمدزایی فعال در حوزه کسب و کار مشابه ارزشگذاری شده و میانگین آنها محاسبه می شود. سپس مشابه متد برکوس، یک امتیاز مخاطره به عوامل کیفی از پیش تعیین شده تخصیص خواهد یافت. چنانچه شرکت در هر کدام از معیارها، به میزان میانگین محاسبه شده حوزه کسب و کار ارزیابی گردد، در آن معیار ۱۰۰٪ امتیاز می گیرد. شرکت های برتر امتیازهای بیشتری کسب می کنند

۳۲

سپس مجموع حاصلضرب امتیازهای مخاطره در وزن های از پیش تعیین شده، در میانگین ارزش شرکت های مشابه ضرب می گردد. حاصلضرب بدست آمده، ارزش برای شرکت مدنظر می باشد. یکی از نکات این روش، بحث تحلیل شرکت های مشابه است. معمولاً شرکت ها مشابه در بازارهای متفاوت ارزش متفاوتی دارند، بنابراین به عواملی نظیر نرخ برابری ارزها، بلوغ کسب و کارها و اکوسیستم و سایر عوامل باید توجه نمود.

شرکت های مشابه	ارزش
شرکت ۱	۱,۰۰۰,۰۰۰
شرکت ۲	۲,۰۰۰,۰۰۰
شرکت ۳	۵,۰۰۰,۰۰۰
میانگین ارزش	۲,۶۶۶,۶۶۷

معیار	وزن	امتیاز مخاطره	
توانمندی تیم مدیریتی	۳۰٪	۱۵٪	۰.۴۵
اندازه فرصت	۲۵٪	۱۲.۵٪	۰.۳۱
محصول / فناوری	۱۵٪	۱۲.۵٪	۰.۱۹
محیط رقابتی	۱۰٪	۷.۵٪	۰.۰۸
بازاریابی/کانال های فروش/مشارکت ها	۱۰٪	۱۰۰٪	۰.۱
احتیاج به سرمایه گذاری بیشتر	۵٪	۱۰۰٪	۰.۰۵
سایر	۵٪	۱۰۰٪	۰.۰۵
مجموع			۱.۲۳

ارزش مخاطره: ۳,۲۶۶,۶۶۷

جداول شماره ۱. ارزشگذاری براساس متد کارت امتیازی

۶.۲. ارزشگذاری در مراحل بعدی^{۳۹}

در مراحل بعدی چرخه عمر یک شرکت، ارزشگذاری دقیقتری قابل حصول می باشد. تمامی متدهایی که پیشتر بررسی شدند بدلیل فقدان تاریخچه مالی شرکت معیارهای کیفی را شامل می شوند. با رشد شرکت، دسترسی به عملکرد مالی گذشته و برآوردهای دقیق تر آتی میسر می باشد. بنابراین سرمایه گذاران جهت ارزشگذاری کمی می توانند این تاریخچه و درآمد شرکت را تحلیل کنند. جریان مالی تنزیل شده مدل توانمندتری جهت ارزشگذاری شرکت ها در مراحل بعدی چرخه عمر را فراهم می کند.

همانطور که پیشتر تصریح شد، دانستن عوامل متنوع دخیل در ارزشگذاری می تواند به تصمیمات بهتر و مطمئن تری جهت سرمایه گذاری منتج شود.

۷. شرایط معامله^{۴۰}

پس از ارزشگذاری مناسب استارت آپ، شرایط قرارداد باید مذاکره و توافق شده و در برگ شرایط^{۴۱} منعکس گردند. شرایط می بایست مبین ارزش استارت آپ، فهرست و میزان سرمایه گذاری

۳۹. Late-Stage Valuation

۴۰. Deal Terms

۴۱. Term Sheet



سرمایه‌گذاران باشد. نحوه سرمایه‌گذاری و بازگشت‌های بالقوه نیز مذاکره شده و در برگ شرایط منعکس می‌گردد. نهایتاً حقوق و تمایلات پیشگیرانه تصریح می‌شوند. در زیر فهرست برخی از مهم‌ترین شرایط قرارداد تشریح شده‌اند:

۷.۱. ترقیق^{۴۲}

با رشد و توسعه شرکت، ارتباطات فی مابین شرکت و سرمایه‌گذاران نیز گسترش خواهد یافت. شرکت‌ها غالباً کمپین‌های سرمایه‌گذاری و تأمین مالی دیگری را نیز راه‌اندازی می‌کنند. این مراحل سرمایه‌گذاری حجم سرمایه شرکت و تعداد سرمایه‌گذاران را افزایش می‌دهد. بطور مثال چنانچه سرمایه‌گذار A در شرکتی که ارزش پیش از سرمایه‌آن یک میلیون دلار محاسبه شده است، ۱.۰۰۰.۰۰۰ دلار سرمایه‌گذاری کند، ۵۰٪ سهام شرکت را کسب خواهد نمود. در صورتیکه شرکت مدنظر وارد مراحل بعدی سرمایه‌گذاری شود و سرمایه‌گذار A از مشارکت در آن مرحله امتناع ورزد، در صورت موفقیت آمیز بودن فرآیند تأمین مالی میزان سهام سرمایه‌گذار مذکور کاهش می‌یابد. مثلاً اگر شرکت موفق شود یک میلیون دلار دیگر نیز تأمین مالی کند و سرمایه‌گذار A از مشارکت در این فرآیند امتناع ورزد، ارزش پس از سرمایه به ۳.۰۰۰.۰۰۰ دلار افزایش یافته و نرخ سهام سرمایه‌گذار A از ۵۰٪ به ۳۳٪ تقلیل خواهد یافت. به این تغییر در درصد سهام اصطلاحاً ترقیق اتلاق می‌گردد. در اصل این عبارت تغییری در میزان دارایی سرمایه‌گذار ایجاد نکرده و ایشان صرفاً سهم کمتری از شرکت ارزشمندتری را در اختیار خواهند داشت. چنانچه سرمایه‌گذار خواهان حفظ درصد سهام خویش می‌باشد، باید در مراحل بعدی سرمایه‌گذاری به نسبت سهام خویش سرمایه‌مورد نیاز را تأمین

کند. کسب و حفظ سهام در مراحل اولیه (که در آن هر واحد سرمایه گذاری سهم بزرگتری از یک شرکت کم ارزش تر دارد) سهل تر می باشد و به عبارتی دیگر هر میزان سرمایه گذاری در امروز ارزشمندتر از همان میزان سرمایه گذاری در فردا می باشد.

۷.۲. حقوق ضد ترقیق^{۴۳}

حقوق پیشگیرانه جهت محافظت از سرمایه گذاران اولیه در مواجهه با ترقیق می باشد که در دو دسته اصلی قابل تفکیک هستند:

◀ **ضد ترقیق ضمانتی**: چنانچه شرکت سهام جدید اما ارزانتری نسبت به مقدار پرداختی توسط سرمایه گذار مدنظر این حقوق عرضه کند، قیمتی که سرمایه گذار مذکور در دوره های پیشین پرداخته به قیمت جدید تقلیل یافته و سپس سهام جدیدی تحت عنوان مابه التفاوت به ایشان واگذار می شود.

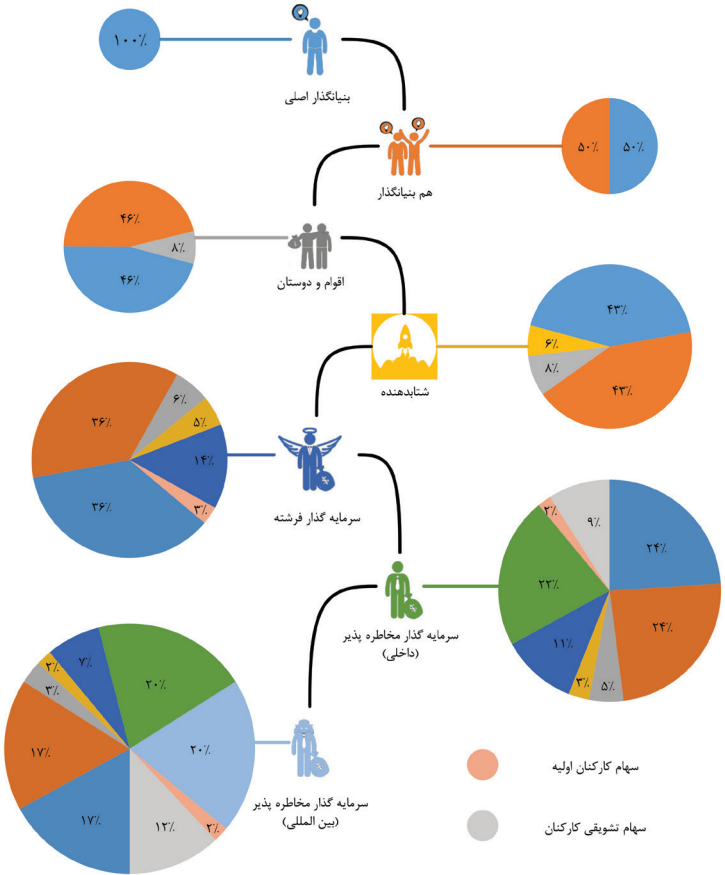
◀ **ضد ترقیق میانگین وزنی**: بجای کاهش کامل قیمت اصلی هر سهام (مشابه ضد ترقیق ضمانتی)، سرمایه گذار مدنظر در این روش حمایتی، نرخ میانگین قیمت اصلی و قیمت جدید را پرداخت خواهد نمود.

۷.۳. حقوق همراه آوری

علاوه بر حقوق ضد ترقیق، انواع دیگری از حقوق نیز غالباً در شرایط معامله قید می شوند. حقوق همراه آوری به اکثریت سهامداران، که متفقاً خواستار فروش سهام شان می باشند اعطاء می شود. طبق این حقوق اقلیت سهامداران به ناچار باید سهام خود را مشابه شرایط فروش سهام اکثریت به فروش برسانند.

۷.۴. میزان سهام تشویقی کارکنان

سهام تشویقی کارکنان موضوعی حائز اهمیت از دیدگاه سرمایه گذاران می باشد، زیرا این بسته تشویقی مهمترین عامل جذب و نگهداشت کارکنان مستعد و حرفه ای می باشد، لذا سرمایه گذاران



علاقه‌مند سرمایه‌گذاری در استارت‌آپ‌هایی هستند که حجم بسته سهام تشویقی مناسبی را تعریف نموده‌اند. اما ایشان معمولاً به منظور پرهیز از تبعات ترقیق سهام، خواستار تخصیص این بسته پیش از سرمایه‌گذاری می‌باشند.

۷.۵. حقوق حفظ سهام

طبق این حق، سهامداران فعلی در فرآیندهای تأمین مالی آتی اولویت مشارکت دارند. در برخی از مواقع این حق بدون هیچ‌گونه محدودیتی اعمال می‌گردد و در بعضی موارد این حق محدود به نسبت سهام فعلی هر سهامدار می‌باشد.

۷.۶. شرط مشارکت در فروش شرکت

این شرط با هدف بهینه‌سازی فرآیند خروج تبیین شده است. طبق این شرط چنانچه مبلغی برای خرید کلی شرکت پیشنهاد گردد و اغلب دارندگان سهام ترجیحی و اغلب دارندگان سهام عادی مایل به این تراکنش باشند، کلیه سهامداران مکلف به پیروی از نظر اکثریت خواهند بود. این شرط مستقیماً به منظور منع اقلیت سهامداران از مانع تراشی بر سر راه تراکنش‌های مطلوب اکثریت وضع می‌گردد.

۷.۷. حقوق باز خرید

باز خرید، حقی است که در شرایط خاص شرکت سهام خود را از سرمایه‌گذاران با قیمتی ثابت خریداری می‌کند. اگر یک خروج از پیش تعیین شده وجود نداشته باشد، شرکت این حق را دارد تا سهام خود را خریداری کند. عدم موفقیت در باز خرید سهام منجر به افزایش حقوق سرمایه‌گذاران می‌گردد مانند افزایش حق رای.

۷.۸. انواع سهام ممتاز

سهام ممتاز با حق انباشت سود: چنانچه هیئت مدیره تصمیم به عدم پرداخت سود سهام گرفته و قصد هزینه کردن آن برای افزایش



سرمایه داشته باشند، کلیه سرمایه گذاران هیچگونه حقی برای اعتراض نخواهند داشت. حال در خصوص اینکه برای دارندگان سهام ممتاز، حقی در سودهای انباشته قابل تصور می باشد یا خیر، می توان ایشان را به دو گروه جمع شونده و غیر جمع شونده تقسیم نمود:

● **سهام ممتاز جمع شونده** : چنین سهامی به شرکت این امکان را می دهد که پرداخت سود سهام ممتاز را تا هر زمان که بخواهد، به تعویق بیندازد. در این صورت سود سهام ممتاز (یا سود معوق) بر مبنای نرخ از پیش تعیین شده انباشت می گردد. وجود سود معوق مانعی برای توزیع سود و فروش سهام عادی خواهد بود.

● **سهام ممتاز غیر جمع شونده** : در این صورت اگر پرداخت سود سهام به تعویق بیافتد، سود مدنظر نه انباشته شده و نه در سالهای آتی قابل پرداخت است. با عنایت به اینکه این مطلب ممکن است موج کاهش انگیزه سرمایه گذاران شود، به دارندگان این سهام معمولاً حق رأی اعطاء می گردد.

◀ **سهام ممتاز مشارکتی** : در این نوع سهام، سرمایه گذار علاوه بر دریافت سود سهام بر مبنای نرخ تعیین شده در برگه سهام یا اساسنامه، از باقیمانده سود نیز بهره مند خواهند شد. این نوع سهام از حیث سطح مشارکت سرمایه گذاران در سود باقیمانده شرکت به دو حالت ذیل قابل تقسیم می باشند:

● **سهام ممتاز با حق مشارکت کامل در سود** : در این نوع سرمایه گذاری، سرمایه گذار پس از دریافت سود سهام، در هرگونه سود باقیمانده، پس از پرداخت سود سرمایه گذاران عادی و سایر ذینفعان احتمالی (بنیانگذاران و کارکنان صاحب سهام تشویقی)، با آنها به نسبت درصد سهام، شریک خواهند بود. در صورت وجود اینگونه سهام، نرخ سود سهام عادی نیز بر اساس نرخ سود سهام ممتاز محاسبه خواهد شد. بطور مثال اگر سود ثابت سهام ممتاز ۴۰۰ درصد با حق مشارکت کامل

در سود باشد، ابتدا سود سهام ممتاز و سپس سهام عادی معادل ۴۰٪ مبلغ اسمی سرمایه گذاری پرداخت شده، سپس مابقی سود به نسبت درصد سهام بین کلیه سهامداران (سرمایه گذاران، کارآفرینان و سایر ذینفعان احتمالی) توزیع خواهد شد.

● **سهام ممتاز با حق مشارکت محدود در سود:** در این نوع سهام، سود متعلقه به سرمایه گذاران ممتاز محدود بوده و ایشان در کل سود شرکت سهیم نمی باشند. برای نمونه اگر سهامدار ممتاز با نرخ ۲۰۰ درصد و دارای حق مشارکت محدود تا ۲۵۰ درصد باشد، ابتدا سود سهام ممتاز و سپس سود سهام عادی معادل ۲۰۰ درصد مبلغ اسمی سرمایه گذاری پرداخت می گردد. سپس مابه التفاوت کف و سقف سود تعیین شده (درصد $250 - 200 = 50$) برای سهامداران ممتاز محاسبه و واریز شده و باقیمانده به سهامداران عادی تخصیص خواهد یافت.

◀ **سهام قابل تبدیل:** به آندسته از سهام اطلاق می گردد که دارای سود معین و ثابت است ولی حق مشارکت در دارایی ها با دیگر سهامداران را ندارد. با توجه به اینکه سود این سهام ثابت می باشد، در شرایط نامطلوب که نرخ سود عمومی شرکت اندک است، این سهام سود بیشتری نسبت به سهام عادی خواهد داشت اما در صورتیکه شرکت رونق داشته و سود بالایی داشته باشد، این سهامداران عادی هستند که سود بیشتری کسب خواهند کرد. لذا سهامداران ممتاز در این دسته، حق تبدیل سهام خویش به سهام عادی را دارا خواهند بود. این تبدیل براساس نرخ تبدیل مندرج در اساسنامه صورت خواهد پذیرفت. در شرایطی این تبدیل بصورت اجباری یا بطور خودکار از سوی شرکت صورت خواهد پذیرفت.

◀ **سهام ممتاز با نرخ سود شناور:** همانطور که از عنوان این دسته از سهام مشخص است، این نوع سهام سود ثابتی نداشته و نرخ سود آن متناسب با وضعیت اقتصادی، نرخ تورم و یا نرخ سود بانکی متغیر خواهد بود.



◀ **سهام ممتاز قابل باز خرید** : به سهامی گفته می‌شود که باز خرید آن تضمین شده است. باز خرید این سهام ممکن است اختیاری یا الزامی باشد. ضمناً سهام مزبور می‌تواند دارای سررسید یا بدون سررسید باشد. در مواردی نیز شرکت می‌تواند اختیار باز خرید پیش از موعد را نزد خود حفظ کند. لذا در شرایطی این امکان وجود دارد که شرکت سهام صادره را هر زمان که بخواهد براساس قیمت تعیین شده، باز خرید کند.

۷.۹. شروط کنترلی

به غیر از حق ضد ترفیق، شروط کنترلی دیگری نیز قابل اعمال در تعاملات استارت‌آپی می‌باشند. یکی از آنها حق تصویب پیش از هرگونه تغییر سازمانی یا انحلال می‌باشد. طبق این حق هرگونه ادغام که در فرآیند کنترل سازمانی مؤثر واقع شود، هرگونه خرید مواد یا انحلال سازمانی می‌بایست پیش از انجام به تأیید سهامداران برسد. بدینوسیله سهامداران پیش از وقوع هر رخدادی مطلع خواهند شد و هرگز پس از وقوع رخدادها شگفت زده نخواهند شد. این شروط در خصوص موارد دیگری نظیر قرارداد تأمین مواد اولیه، برنامه و بودجه سالیانه، تغییرات گروه مدیریتی، پرداخت سود و باز خرید سهام قابل استفاده خواهند بود.

۴۰

۷.۱۰. حقوق خرید سهام درون گروه سهامداران

طبق این حق، چنانچه بنیانگذار یا یکی از سهامداران عمده قصد فروش سهام داشته باشد، سایر سهامداران حق دارند که :

- پیش از عرضه عمومی سهام مدنظر، سهام به ایشان عرضه شده و آنها در خصوص خرید یا رد سهام مدنظر تصمیم‌گیری کنند. بدین واسطه هر سهامدار حق دارد با خرید سهام مدنظر نقش خود را در گروه سهامداران تقویت کند و بطور همزمان از حضور شخصی دیگر در تیم سهامداران جلوگیری کند.

- ضمناً ایشان مجاز خواهند بود، به همان نسبت که عضو دیگر هیئت مؤسسین سهام عرضه نموده، سهام خود را ارائه کنند.

لذا طبق این حق در شرایط مناسب سهامداران حق افزایش سهم

و جلوگیری از ورود افراد دیگر به تیم سهامداران را دارا می باشند و از سوی دیگر در شرایط نامطلوب مطمئن خواهند بود که هیچکس پیش از آنها اقدام به عرضه سهام نخواهد نمود.

۷.۱۱. کرسی هیئت مدیره

سرمایه گذاران معمولاً خواستار کرسی در هیئت مدیره می باشند. این کرسی ممکن است با حق رأی یا بدون حق رأی باشد. این کرسی غالباً با تعهدات مدیریتی که در فعالیت های عملیاتی حائز اهمیت، پذیرش هیئت یا کمیته سرمایه گذاران را الزامی می کند، ترکیب می شوند. این تعهدات معمولاً حق و تو را نیز برای عضو هیئت مدیره در موارد کلیدی فراهم می کند. در مراحل آتی که جمعیت هیئت سهامداران افزایش خواهد یافت، نماینده یا خود سهامدار دور پیشین حق رأی نداشته و در بدترین حالت از جلسات هیئت مدیره کنار گذاشته خواهد شد. کرسی هیأت مدیره، فارغ از درصد سهام سرمایه گذار، می تواند حسب توافق وجود داشته باشد.

۷.۱۲. حقوق اطلاعات

طبق این حقوق، هیئت مدیره مکلف خواهند شد بصورت دوره ای اطلاعات وضعیت مالی و کسب و کار شرکت را در اختیار سهامداران قرار دهند. اگرچه برخی مدیران عامل این اطلاعات را بصورت اختیاری و ماهیانه در اختیار سهامداران قرار می دهند ولیکن اغلب عبارات حقوقی، صرفاً گزارشات مدیریتی ۶ ماهه و سالیانه را الزام می کنند. در مراحل اولیه چرخه عمر سازمانی، گزارشات مالی نیاز به ممیزی ندارند اما در مراحل آتی سهامداران مختار به درخواست نسخه ممیزی شده هستند.

۷.۱۳. محدودیت های بنیانگذاران

استارت آپ ها جهت نیل به موفقیت، معمولاً به تعداد اندکی از بنیانگذاران کلیدی وابسته می باشند، سرمایه گذاران معمولاً بر دو



شرط مهم مربوط به بنیانگذاران اصرار می‌ورزند. در اولین شرط، ریسک خروج بنیانگذار اصلی از سازمان را مدنظر خواهند داشت که متعاقب آن رخدادهای ایجاد شکاف در دانش فنی و در تیم مدیریتی و اجرایی، و اخذ سهام و ترقیق سهام سهامداران و تقویت کرسی در هیئت مدیره جهت رأی دهی برخلاف نظر سرمایه‌گذاران، قابل تصور می‌باشند. در این شرط سرمایه‌گذاران بر موضوعی تحت عنوان «اعطای سهام بنیانگذار» تکیه می‌کنند. این شرط حق باز خرید ارزان قیمت بخشی از سهام بنیانگذاران در زمان خروج در سالهای ابتدایی را برای سرمایه‌گذاران ایجاد می‌کند. این قید ممکن است بر تمامی یا بخشی از سهام بنیانگذاران اعمال گردد. سهام مشمول این شرط به مرور زمان کاهش خواهد یافت.

در شرط دیگر، سرمایه‌گذاران متقاضی ممنوعیت و محدودیت استفاده کارکنان و بنیانگذاران جدا شده از اطلاعات محرمانه و تلاش ایشان برای جذب و بکارگیری منابع انسانی سازمان در خارج از سازمان، در یک بازه زمانی مشخص می‌باشند. در صورت امکان، سرمایه‌گذاران خواهان تعهدی می‌باشند که پیرو آن بنیانگذاران و کارکنان در زمان خروج از سازمان حق انجام هرگونه فعالیت در رقابت با شرکت را نداشته باشند.

