

صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی، تجربه‌ی نهادهای مالی^۱

محمودرضا خواجه نصیری

مقدمه

موضوع صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی^۲ به عنوان ساختاری تعریف‌شده در بازار سرمایه ایران موضوعی جدید است. در ایران، صندوق‌هایی در حال تشکیل‌اند، اما تجربه‌ی عینی مدیریت و اداره‌ی طولانی‌مدت این صندوق‌ها وجود ندارد. سرمایه‌گذاری خصوصی نیازمند تغییر در رویکرد سرمایه‌گذاری نسبت به سرمایه‌گذاری عمومی^۳ است. سرمایه‌گذاری در بازارهای عمومی بسیار سراسر است و مبتنی بر اطلاعات افشاشده‌ی مشخص است؛ ورود و خروج به این سرمایه‌گذاری‌ها بسیار ساده انجام می‌شود. سرمایه‌گذاری عمومی که از طریق بازار مالی انجام می‌شود، از فرایندهای بازار تبعیت می‌کند، و در نتیجه بسیاری از تصمیمات براساس اطلاعات عمومی گرفته می‌شود؛ ایفای نقش در ارزیابی، تغییر در ساختار سرمایه‌گذاری، و تغییر ساختار حاکمیت شرکتی آنچه تصاحب و خریداری می‌شود، خیلی امکان‌پذیر نیست.

اما در سرمایه‌گذاری خصوصی بار ایجاد فرصت سرمایه‌گذاری بر دوش کسی است که به عنوان سرمایه‌گذار و مدیر وارد می‌شود. فرض آن است که مدیر صندوق سرمایه‌گذاری کیمیاگری می‌داند: می‌تواند تغییری عمده انجام دهد، خلق ارزش کند، و نظام‌های حاکمیتی شرکت را اصلاح کند. عدم‌نقدشوندگی بالای این صندوق‌ها و مدیریت فعال کسانی که در آنها سرمایه‌گذاری می‌کنند، دو موضوعی است که وقتی در کنار هم قرار می‌گیرند، این ضرورت را نشان می‌دهند که حداکثرسازی سود، به خروج^۴ موفق از سرمایه‌گذاری نیاز دارد. رسیدن به نقطه‌ی خروج از سرمایه‌گذاری مناسب همراه با کسب بازده خوب در گرو آن است که سرمایه‌گذار بتواند تصمیماتی بگیرد که تغییر را باعث شود و هدف سرمایه‌گذاری در آن شرکت را تغییر دهد. به عبارت دیگر، این توان ایجاد تغییر است که می‌تواند مبنای سرمایه‌گذاری خصوصی باشد. به همین خاطر هم در سرمایه‌جسورانه^۵ ما صحبت از بازده سرمایه‌گذاری ۵X، ۱۰X و ۱۰۰X می‌کنیم.

مثل هر فرصت سرمایه‌گذاری دیگر، وقتی به سرمایه‌گذاری خصوصی نگاه می‌کنیم، به سرعت به فکر مقایسه با فرصت‌های سرمایه‌گذاری دیگر می‌افتیم؛ بلافاصله به این می‌اندیشیم که ریسک و بازده باید بین خود تناسبی داشته باشند. وقتی تصمیم می‌گیریم از یک سرمایه‌گذاری نقدشونده، سریع‌الوصول، و کم‌دردسر (از دیدگاه انرژی که صندوق سرمایه‌گذاری خصوصی می‌برد) در بازار عمومی به سمت سرمایه‌گذاری خصوصی حرکت کنیم، طبعاً باید اهداف بازدهی را به گونه‌ای تعریف کنیم که

^۱. این متن از نوار صوتی سخنران در جلسه‌ی دهم درس «مباحث منتخب مالی» دانشکده‌ی مدیریت، علم و فناوری دانشگاه امیرکبیر، در روز ۱۸ آذر ۱۳۹۹ استخراج شده است. متن نوشتاری از نظر محتوایی هیچ تفاوتی با ارائه‌ی سخنران ندارد، و اندک جمله‌های ویرایش‌شده به تأیید ایشان رسیده است.

^۲. private equity funds

^۳. public investment

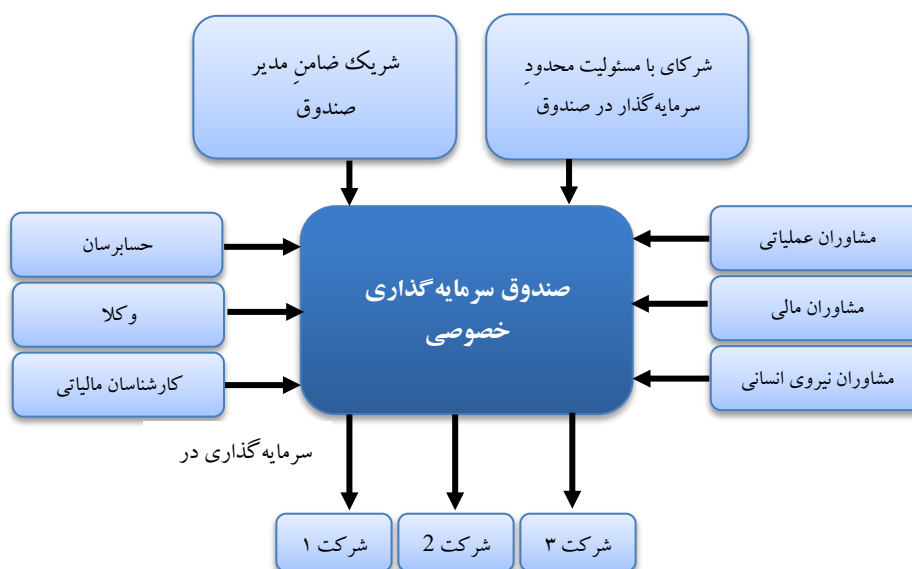
^۴. exit

^۵. venture capital

توجه‌کننده هزینه‌های مالی طرح، پذیرش ریسک، و تلاش‌های مدیریتی‌ای باشد که در یک کسب‌وکار خصوصی مورد نیاز است.

در صندوق سرمایه‌گذاری خصوصی که خروج سرمایه‌گذار از شرکت‌های موضوع سرمایه‌گذاری مورد نیاز است، شرکایی نقش «شریک ضامن»^۶ را بر عهده می‌گیرند. این شرکا توان مدیریت و اقدام دارند؛ اختیاراتی دارند که آنان را بیشتر از «شریک با مسئولیت محدود»^۷ توانمند می‌سازد تا مسائل شرکت را پیش ببرند. شرکای با مسئولیت محدود از شریک ضامن انتظار دارند که مسئولیت بیشتری در اداره امور بپذیرد. به‌رغم این، به هر حال شرکای با مسئولیت محدود نیز با پذیرش شرایط سرمایه‌گذاری خصوصی وارد این صندوق‌ها می‌شوند. حضور سرمایه‌گذار ضامن مجموعه‌ای از بحث‌های قانونی، مالیاتی، و حسابرسی مختص به خود را دارد که عمق بیشتری به ساختارهای مالی صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی می‌بخشد (نمودار ۱).

نمودار ۱. ساختار سرمایه‌گذاری خصوصی



تعریف و ویژگی سرمایه‌گذاری خصوصی

صندوق سرمایه‌گذاری خصوصی یک مدل سرمایه‌گذاری میان‌مدت تا بلندمدت است که در سهام شرکت‌هایی که در بورس معامله نمی‌شوند، سرمایه‌گذاری می‌کند؛ بنابراین عموم نمی‌توانند سهام این شرکت‌ها را خریداری کنند.

- سرمایه‌گذاری خصوصی بر ارزیابی دقیق فرصت‌های سرمایه‌گذاری، ساختار سرمایه‌گذاری و حاکمیت شرکتی تکیه دارد.
- دارایی صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی از نقدشوندگی پایین برخوردارند.

^۶. general partner

^۷. limited partner

- مدیران صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی نقشی فعال در پایش و مدیریت سبد سرمایه‌گذاری خود دارند.
- هدف اصلی از این سرمایه‌گذاری بیشینه‌سازی سود حاصل از خروج‌های موفق از صندوق و کسب سود تقسیمی سهام است.

ساختار و هزینه‌های صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی

- صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی معمولاً عمر محدود ده ساله دارند. این ده سال به دو بازه زمانی ۵ ساله تقسیم می‌شود، ۵ سال اول سرمایه‌گذاری و ۵ سال دوم واگذاری.
- صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی در قالب ساختار مشارکت با مسئولیت محدود^۸ تأسیس و توسط شرکت‌های با مسئولیت نامحدود^۹ یا شرکت‌های مدیریتی (شرکای ضامن) مدیریت می‌شوند.
- مدیر صندوق معمولاً در یک تا پنج مرحله نسبت به جمع‌آوری سرمایه از شرکای با مسئولیت محدود (LP) اقدام می‌نماید. فرآیند تأمین مالی از چند هفته تا ۲۴ ماه متغیر است. LP ها می‌توانند نسبت به تغییر مدیر صندوق اقدام کنند.
- مدیر صندوق مسئول ارزیابی فرصت‌ها، سرند کردن آنها، مذاکره و نهایی کردن فرایند «خروج» از سرمایه‌گذاری و مسئول سرمایه‌گذاری منابع مالی است.
- کارمزد مدیر صندوق از سالیانه ۱/۲۵ درصد تا ۲/۵ درصد منابع تحت مدیریت صندوق محاسبه می‌شود. برای تشویق مدیر، مدیر از بازده سرمایه‌گذاری‌های صندوق معادل ۲۰ درصد را دریافت می‌کند (منافع انتقالی^{۱۰}).
- هزینه‌های راه‌اندازی تقریباً معادل ۱ درصد کل منابع.
- هزینه‌های اداری صندوق معادل ۰/۰۵ الی ۰/۱ درصد سالانه.
- هزینه‌های حقوقی، مالیاتی، مشاوران و راستی‌آزمایی سرمایه‌گذاری‌ها.

انتظار از مدیریت «سرمایه خصوصی»

در تجربه شرکت تأمین سرمایه تمدن از سرمایه‌گذاری خصوصی، به مشارکت در «صندوق سرمایه‌گذاری خصوصی» ای می‌توانم اشاره کنم که دو سال از عمرش گذشته است و نتایج ملموسی به همراه داشته است. طبق انتظار در این سرمایه‌گذاری خصوصی با مسائل جدیدی روبرو شدیم.

برای شرکتی مثل تأمین سرمایه تمدن که صندوق‌های عمومی بسیار بزرگ چند ده هزار میلیارد تومانی را اداره می‌کرد، علی‌الاصول اداره یک صندوق کوچک ۶۰ میلیارد تومانی نباید مشکل می‌بود. اما در مقایسه با صندوق‌های عمومی ما، اداره این صندوق زمان و انرژی بسیار بیشتری از شرکت برد. مرتباً باید با امور شرکت مشغول باشیم؛ باید نماینده فعال در

⁸. limited partnership

⁹. general partnership

¹⁰. carried interest

شرکت‌هایی داشته باشیم که توسط صندوق سرمایه‌گذاری خصوصی تصاحب می‌شوند؛ و هر جا نیاز باشد باید به عنوان مشاور مالی در تصمیمات ورود پیدا کنیم و راه‌کار عبور از مشکل ارائه کنیم.

نکته اساسی «نگاه» مدیران خود شرکت‌هایی است که به امید دریافت سرمایه به صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی مراجعه می‌کنند. آنها که به عنوان شرکت سرمایه‌پذیر به صندوق‌ها سهام می‌فروشند و سرمایه جذب می‌کنند، در فضای سرمایه خصوصی، توقع دارند که سهامدار ضامن یا مدیر صندوق راه‌کارهای بدیعی پیدا کند که به تغییری در شرایط آن شرکت بینجامد. در راستای تحقق اهداف خود، آنها سطح بالای پویایی و مدیریت راه‌گشای شرکت‌های خود را از مدیریت صندوق انتظار دارند. چنین است که هم مدیریت شرکت‌های سرمایه‌پذیر و هم کسانی که به عنوان سرمایه‌گذار (LP) به صندوق‌ها می‌آیند، با چنین پیش‌فرض‌هایی وارد فضای سرمایه‌گذاری خصوصی می‌شوند.

اتفاقاً در برنامه «یلدای کارآفرینی» درخصوص استارت‌آپ‌ها، در پنلی که سرمایه‌گذاران و مدیران صندوق‌های VC کشور صحبت می‌کردند، عده‌ای از افراد از عدم‌رشد متناسب با نیاز کشور در این زمینه و رشد سایر اجزای بازار سرمایه و نبود پول صحبت کردند. آنجا هم اعلام کردم که پول هست؛ چیزی که در فضای سرمایه‌گذاری خصوصی کم است و به آن نیاز داریم «فرهنگ سرمایه‌گذاری خصوصی» است.

در ایران نه تصورات و انتظارات شرکت‌های سرمایه‌پذیر از «سرمایه خصوصی» درست است و نه روابط حقوقی و مالی حاکم بین سرمایه‌گذاران و سرمایه‌پذیران برای پیشبرد فرایند سرمایه‌گذاری خصوصی فعال طراحی شده است. به همین خاطر، در حرکت رو به جلو جهت توسعه این نهاد، با موانع اصطکاکی بسیاری روبرویم. نیاز داریم که بنای سرمایه‌گذاری خصوصی و نحوه تعامل فی‌مابین سرمایه‌گذاران و سرمایه‌پذیران را اصلاح کنیم.

عمده‌ترین مشکلات توسعه سرمایه خصوصی

ارزش‌گذاری. در تجربه ما برای شروع فعالیت هر صندوق جسورانه با چند مشکل اساسی برخورد می‌کردیم. اول بحث ارزش‌گذاری؛ وقتی به ارزش‌گذاری می‌رسیم، بین نظر سرمایه‌گذارانی که برای تصاحب یا مشارکت و کسب کرسی مدیریت وارد صندوق می‌شدند، و کسی که صاحب دارایی بود، افتراق جدی وجود داشت. احساس صاحب دارایی آن بود که دارایی‌اش بسیار ارزشمند است؛ با توجه به انرژی و زمان بلندی که صرف کرده بود و بداعتی که برای ایده خود متصور بود، ارزش‌هایی را توقع داشت که با مبانی ارزش‌گذاری ناهمخوان بود، و عمده معاملات به قول عامیانه جوش نمی‌خورد. دلیل عمده آن بود که صاحبان کسب‌وکار نمی‌پذیرفتند که ارزش‌گذاری در عرصه مالی مبانی خود را دارد و نباید تصورات و آرزوهای خود را مبنای ارزش‌گذاری قرار دهند. این تفاوت همواره محدودیتی جدی برای سرعت بخشیدن به تأمین مالی بود.

مقاومت برای دخالت مدیریتی. نکته دیگری که دریافته نمی‌شد آن بود که مفهوم «سرمایه خصوصی» به معنای ورود فعال و کامل به داخل سیستم است. بسیاری از صاحبان سهام صنایع و ایده‌های سرمایه‌گذاری موفق یا ناموفق در بخش خصوصی حذر داشتند که که شخص ثالثی به حوزه مدیریت شرکتشان وارد شود، و درخصوص تصمیماتی که سال‌هاست حتی منجر به عدم‌رشد

متناسب یا کافی آنها شده نظر بدهند و آنها را راهنمایی کنند. این همان مشکلی است که باعث می‌شود پذیرش شریک در چنین سیستم و ساختاری بسیار دشوار شود.

گاهی در شرکت‌ها جراحی لازم است و جراحی هم بدون درد نیست. رویکرد «سرمایه خصوصی» ورود فعال به کسب و کارها و حتی در صورت لزوم تغییر ساختار مدیریتی است. ترانزنامه و دیگر صورت‌های مالی شرکت را زیرورو می‌کند تا پیش‌بینی کند شرکت در آینده چه نیازهایی دارد، چقدر سرمایه در گردش می‌خواهد، چطور می‌تواند رقابت با رقبای در بازار پیدا کند، و سهم بازار بالاتری کسب کند. «سرمایه خصوصی» همه اینها را بررسی می‌کند و نتایجی می‌گیرد: مثلاً لازم می‌یابد شرکت سرمایه‌پذیر هزینه‌هایی را حذف کند.

افراد فعال در این شرکت‌های سهامی خاص و دانش‌بنیان که صاحب دانش فنی و ایده‌اند، نیاز دارند اندکی از قالب ذهنی خود و مسیری که قبلاً می‌رفته‌اند - هر چقدر هم که آن مسیرها خلاقانه بوده باشند - خارج شوند. این افراد در این شرکت‌های خصوصی و دانش‌بنیان که قبلاً همه استحکام، توان، نقطه قوت، و توانایی‌شان مسائل فنی بوده، حالا باید برای پذیرش مفاهیم و بحث‌های مالی، تصمیمات مالی و تفکرات مالی هم آماده شوند. در شرکت ما از عنوان کلینک درمانگری مالی¹¹ استفاده می‌کنیم. در آنجاست که می‌کوشیم این گره‌ها باز شود و مدیران آن کسب و کارها به جای اتکای صرف به مسائل فنی و تکنیکی، به مفاهیم مالی هم توجه کنند.

هزینه‌های بالا و انتظار بازده بالاتر. ایجاد ساختارهای سرمایه‌گذاری خصوصی هزینه‌هایی دارد. بخشی از هزینه‌های راه‌اندازی شامل کارمزد مدیر، هزینه‌های اداری، هزینه‌های حقوقی، هزینه‌های مالیاتی، و هزینه‌های مشاورانی است که ریزکاوی¹² را انجام می‌دهند. همین هزینه‌هاست که باعث می‌شود همواره سرمایه‌گذاران بخش خصوصی بازده قابل توجه‌ای هم طلب کنند. سرمایه‌گذاران در فضای سرمایه‌گذاری خصوصی، هزینه‌ها و ریسک‌هایی دارند که به تناسب آن انتظار بازده متناسب دارند. آنها به دنبال انتخاب عاقلانه و درست هستند و نوعی منطق اقتصادی را در این سرمایه‌گذاری‌ها دنبال می‌کنند.

سرمایه‌گذار در سرمایه خصوصی نه تنها بین نوع و اندازه‌های متفاوت فرصت‌های سرمایه‌گذاری انتخاب می‌کند، بلکه چون می‌خواهد انرژی بگذارد و فرصتی را انتخاب کند که سخت و پیچیده‌تر است، طبعاً انتظار بازدهی بیشتری دارد. به علاوه، وقتی می‌خواهد این هزینه‌ها و ریسک‌ها را در سرمایه‌گذاری بپذیرند، به شدت نیازمند همراهی مجموعه و کسانی هستند که در آن شرکت‌ها مدیریت می‌کنند.

هزینه‌های بالای بازاریابی. شرکت‌هایی را می‌شناسیم که هزینه‌های زیادی صرف بازاریابی می‌کردند. با عکس‌العمل رقبای باز هم به‌طور مضاعف به هزینه‌های تبلیغات می‌افزودند و کار را به رقابت بی‌پایان تبدیل می‌کردند. هزینه‌های بازاریابی را به کوره سوزاندن سرمایه‌های شرکت تبدیل می‌کردند و فکر می‌کردند تنها راه همین است. در صورتی که وقتی ساختاری مثل «سرمایه خصوصی» در کنار این شرکت‌ها قرار می‌گیرد، گاهی می‌بینند و برایشان واضح می‌شود که تأثیر این هزینه‌ها بر وضعیت شرکت

¹¹. financial therapy

¹². due diligence

چیست و صرف آنها از جایی به بعد خروج از اهداف شرکت است. طبعاً از این نقطه این شریک جدید و همراه با شرکت که مشاوره می‌دهد، گوشزد می‌کند که اگر من شریک هستم، نظرم این است که مسیر رفته، مسیر درستی نیست: اتفاقاً می‌توانید مثلاً هزینه‌های این بخش را کم کنید و به بخش دیگری بپردازید؛ یا اصلاً مسیری را که رفته‌اید، مسیر درستی نیست، و کلاً باید ریل‌گذاری را تغییر دهید. اینها اصلاحاتی است که هم نیاز است و هم پذیرش نقش فعال «سرمایه خصوصی» برای سرمایه‌پذیرها، آنجا که فرهنگ موضوع وجود ندارد، سخت است.

ضرورت فرهنگ‌سازی. اعتقاد دارم کسانی که در مسیر «سرمایه خصوصی» و سرمایه‌گذاری‌های پرمخاطره یا جسورانه در کشور وارد شده‌اند، از امروز تا حداقل پنج سال آینده باید علاوه بر تحلیل کردن، کار روی فضای سرمایه‌گذاری و ساختار درست-کردن، فرهنگ‌سازی هم بکنند. این موضوعی اساسی است که کماکان در سرمایه‌گذاری جسورانه چالش داریم: این فرهنگ را باید با رابطه‌ای متقابل بین سرمایه‌گذار و سرمایه‌پذیر ایجاد کنیم.

تعارض منافع

باید به تضاد منفعی توجه کنیم که بین «شریک ضامن» با «شریک‌های با مسئولیت محدود» و در بین کل بازیگران وجود دارد. برخی از موارد تضاد بین شریک ضامن و شریک با مسئولیت محدود به شرح زیر است:

- وقتی مدیر صندوق همزمان مدیریت چند صندوق دیگر را نیز به عهده دارد؛
- سرمایه‌گذاری مجدد مدیر در فرصت‌های سرمایه‌گذاری که قبلاً توسط صندوق دیگر سرمایه‌گذاری شده است؛
- عدم تخصیص زمان مناسب توسط مدیر جهت مدیریت صندوق؛
- ارزش‌گذاری نادرست فرصت‌های سرمایه‌گذاری؛
- کاهش سطح افشای اطلاعات مالی‌ای که در مورد صندوق در اختیار LP ها قرار می‌گیرد.

با عقد قرارداد صحیح و حاوی جزئیات مشارکت با مسئولیت محدود^{۱۳} تا حدودی تضاد منافع بین مدیر و سرمایه‌گذاران صندوق (LP ها) رفع می‌گردد. به علاوه، با تشکیل کمیته مشاورتی^{۱۴}، می‌توان سرمایه‌گذاران با مسئولیت محدود را در فعالیت‌های صندوق دخیل کرده و در جریان امور قرار داد.

حل این مسئله راه‌کارهایی دارد که در این ارائه بدانها اشاره کردم. اینها همه مواردی است که با بهبود روش‌های افشا و تشکیل کارگروه‌هایی مثل کمیته‌های مشاوره، و هم‌چنین با تخصیص زمان لازم از سمت مدیر «سرمایه خصوصی» باید حل شود

تفاوت سرمایه‌گذاری در بازارهای عمومی و خصوصی

¹³. limited partnership agreement (LPA)

¹⁴. advisory board

در ساختار «سرمایه خصوصی» لازم است شریک با مسئولیت محدود بداند که روند قیمتی و بازده صندوق سرمایه‌گذاری خصوصی مثل روند بازده سرمایه‌گذاری عمومی نیست؛ در جایی ممکن است افت کند و به زیان برسد، و نگران‌کننده شود. به هر حال استراتژی‌ها، زمان‌ها، برنامه‌ها، و مسیرها در بسیاری وقت‌ها پرتلاطم و پرنوسان است. پس باید فرهنگ این نوع سرمایه‌گذاری وجود داشته باشد. سرمایه‌گذاری که در این حوزه‌ها سرمایه‌گذاری کرده باید بداند که ممکن است ناچار باشد در یک، دو، یا سه سال آینده مرتباً منابع تزریق کند، تا بعداً بازده‌ها روی مسیر مشابه سرمایه عمومی بیفتد. شناخت ماهیت بلندمدت سرمایه خصوصی از جمله فرهنگ‌هایی است که لازم است جا بیفتد.

تجربه متفاوت سرمایه‌گذار در بازار عمومی. آقای دکتر عبده تبریزی (مقاله اول فصل ۷ این دفتر) گفتند برخی افرادی که در سال‌های اخیر در بازار سرمایه به واسطه نوسانات بازار ثروت‌هایی بدست آورده‌اند، علاقه‌مند هستند بتوانند به صورت فعالانه‌تری سرمایه‌گذاری کنند و در مسیر متفاوت با سرمایه عمومی در جاده سرمایه خصوصی گام بردارند. شرط اول چنین حرکتی آن است که با فرهنگ این مسیر سرمایه‌گذاری آشنا باشند. کسی که پول خود را از بازار سرمایه عمومی بدست آورده، با فشار دادن تکمه صفحه کلید لپ‌تاب خود به معاملات ورود و خروج کرده، و با اصطلاحات تکنیکال «مقاومت» و «حمایت» معامله کرده و به اتفاقات بازار واکنش نشان داده، و در بازار سرمایه خود را صاحب قدرت عکس‌العمل و دارنده اختیار و درجه آزادی بالا در سرمایه‌گذاری یافته، وقتی وارد فضای متفاوت سرمایه خصوصی می‌شود، باید بداند که این فضای سرمایه‌گذاری فرهنگ متفاوت و خاص خود را دارد. در این فرهنگ، زمان طولانی است و باید صبر زیاد داشت؛ باید ریسک‌های فراوان را پذیرفت و مستمراً با مسائل جدیدی مواجه شد که سرمایه‌گذاری را تهدید می‌کند.

وقتی در کشور می‌خواهیم ساختاری مثل «سرمایه خصوصی» ایجاد کنیم، و سعی می‌کنیم برایش سرمایه جذب کنیم، باید فرهنگ آن را هم درست کنیم. در شش ماه و یک‌سال گذشته، ورود انبوه مردم به بازارهای عمومی، بدون آشنایی با اتمسفر و محیط این بازارها، به انتظاراتی غیرواقعی انجامید؛ و مشکلات جدی ایجاد کرد. این انتظارات گرچه از دیدگاه فردی که به بازار ورود پیدا کرده شاید منطقی باشد، اما واقعیت قضیه به آشنایی و درک دقیق‌تر از فضای سرمایه‌گذاری نیاز دارد تا آنان بتوانند اتفاقاتی را دریابند که جزو ماهیت بسیاری از فضاهای سرمایه‌گذاری است و در مواردی حتی به تصمیمات خودشان برمی‌گردد. در خصوص سرمایه‌گذاری خصوصی، این ضرورت به صورت مضاعف وجود دارد. کسی که می‌خواهد در کشور ما شریک ضامن یا مدیر صندوق سرمایه خصوصی باشد، ممکن است مورد انتقاد شریک‌های با مسئولیت محدود صندوق قرار گیرد. از ایشان پرسند چرا و چه زمان قرار است سرمایه آنها جواب داده شود؛ مقایسه کنند و مدعی شوند که اگر در مقطعی سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدتی در بازار عمومی کرده بودند، سودهای به مراتب بهتری کسب می‌کردند. اینجاست که متوجه می‌شویم فردی که در صندوق با ماهیت خصوصی سرمایه‌گذاری کرده، هنوز متوجه مسیر این سرمایه‌گذاری نشده است. چنین است که تکرار می‌کنم در کشورمان نیاز داریم که سرمایه‌گذاران و سرمایه‌پذیران صندوق‌های خصوصی به‌دقت از مفهوم و ماهیت سرمایه‌گذاری خصوصی سردرآورند.

روش‌های خاص جذب سرمایه خصوصی. شاید بدانید برای جذب سرمایه در حوزه سرمایه‌گذاری خصوصی، معمولاً نماراه‌های^{۱۵} متعدد برگزار می‌شود. در این نشست‌ها سعی می‌شود برای جذب سرمایه‌گذاران موضوع سرمایه‌گذاری چهره‌به‌چهره، دقیق، و بسیار مفصل شرح داده شود. در ایران هنوز با تهیه یک کلیپ و صحبت کوتاه در باره پروژه، نماد معاملاتی را باز می‌کنیم؛ و از این طریق هم پذیره‌نویسی می‌کنیم، هم شرکت سهامی عام تشکیل می‌دهیم، هم عرضه اولیه سهام^{۱۶} شرکت‌ها را انجام می‌دهیم، و هم صندوق سرمایه خصوصی و صندوق جسورانه تشکیل می‌دهیم. روشن است که این روش درست نیست.

روش متداول دنیا برای جذب سرمایه خصوصی و تشکیل صندوق جسورانه آن است که زمان بیشتری برای توضیح چهره‌به‌چهره به سرمایه‌گذاران و تشکیل جلسات مفصل با آنان اختصاص یابد. دلیل آن است که تنها راه جذب سرمایه مؤثر و پایدار در صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی اطلاع‌رسانی بیشتر و دقیق‌تر در مورد ماهیت این نوع سرمایه‌گذاری است. نمی‌گوییم که نمی‌توان بدون گذر از همه این مسیرها و صرفاً با اطلاع‌رسانی محدود به سیاق مدل‌های سرمایه‌گذاری عمومی، سرمایه خصوصی جذب کرد. اما اگر مسیر لازم متداول در دنیا برای جذب سرمایه به صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی و جسورانه را نرویم؛ اگر برای توضیح جزئیات سرمایه‌گذاری‌ها، نماراه‌های متعدد برگزار نکنیم؛ و در نشست‌های چهره‌به‌چهره، دقیق، و بسیار مفصل با سرمایه‌گذاران به تشریح فرصت‌های سرمایه‌گذاری و آنچه ممکن است در آینده رخ دهد، نشینیم؛ آن‌گاه از پیدا کردن سرمایه‌گذارانی که پیچیدگی‌های موضوع را کاملاً درک کرده باشند، عاجز می‌مانیم. اگر در این مسیر حرکت نکنیم، گرچه ممکن است سرمایه جذب شود، اما با این ریسک مواجه هستیم که بعدها انتظاراتی شکل می‌گیرد که با واقعیت صندوق‌ها همخوانی ندارد.

انواع صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی

آنچه در فضای سرمایه‌گذاری بسیار مورد توجه قرار می‌گیرد اندازه صندوق‌هاست: سرمایه‌گذاری‌ها نخست از جسورانه (VCها) تا شرکت‌های بالغ از کوچک تا بزرگ گروه‌بندی می‌شوند. سرمایه‌گذاری خصوصی براساس چرخه عمر و شرایط آن به صندوق‌های سرمایه جسورانه، صندوق‌های سرمایه‌گذاری رشدی^{۱۷}، صندوق‌های خرید اهرمی^{۱۸} و صندوق‌های شرکت‌های ورشکسته^{۱۹} تقسیم می‌شوند. این فصل‌بندی به نوعی کمک می‌کند وقتی که سرمایه‌گذار خصوصی زنبیل خرید برمی‌دارد و در بازار به دنبال فرصت سرمایه‌گذاری می‌گردد، بداند چگونه محصول مورد علاقه خود را بیابد.

صندوق‌های سرمایه جسورانه. صندوق‌های جسورانه به طور معمول در شرکت‌هایی سرمایه‌گذاری می‌کنند که در مرحله ابتدایی رشد قرار دارند و جریان نقدی منفی دارند. شرکت هدف در این مورد باید دانش داشته باشد. آنها در شرکت‌های نوپا^{۲۰} یا VC ای سرمایه‌گذاری می‌کنند که اندازه کوچک دارند و بیشتر شرکت‌های تکنولوژیک و نرم‌افزاری‌اند. این شرکت‌های سرمایه

15. roadshows

16. initial public offering (IPO)

17. growth capital funds

18. leverage buyout (LBO)

19. distressed buyout

20. start up

پذیر از ریسک تکنولوژیک بالا، مخارج تحقیق و توسعه^{۲۱} بالا، مخارج خرید تجهیزات، و دارایی ثابت مشهود و نامشهود برخوردارند.

معمولاً بخشی از شرکت‌های موضوع سرمایه‌گذاری صندوق، ورشکست می‌شوند. این صندوق‌ها سهام شرکتی را تصاحب می‌کنند و تا زمان رسیدن به نتایج قابل قبول، با تشکیل سندیکای سرمایه‌گذاران از شرکت حمایت می‌کنند. علاوه بر تأمین مالی، VCها به شرکت‌های سرمایه‌پذیر سرمایه‌نرم^{۲۲} ارائه می‌دهند که شامل یافت مشتری برای پروژه‌های پایلوت، تأمین نیروی انسانی کلیدی و خدمات حقوقی و حسابداری است. البته کار اصلی سرمایه‌گذاری جسورانه همانا کمک به سرمایه‌گذاری در این صندوق‌هاست. VCها حداقل دو مرتبه به هر شرکت نوپا سرمایه تزریق می‌کنند.

سرمایه‌رشدی. این نوع از سرمایه‌گذاری خصوصی، همپوشانی زیادی با سرمایه‌گذاری جسورانه دارد. شرکت با رشد بالاتر، فارغ از حوزه فعالیت، برای صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی هدف سرمایه‌گذاری است، البته اگر بتوان با تزریق سرمایه در گردش، شتاب رشد آن را افزایش داد. صندوق‌های رشدی نرخ رشد بالایی دارند و به طور معمول به صورت بدهی یا سرمایه به شرکت‌هایی منابع وارد می‌کنند که برای رشد به سرمایه در گردش یا هزینه‌های سرمایه‌ای بیشتر نیاز دارند. به بیان دیگر، صندوق‌های رشدی معمولاً در شرکت‌هایی سرمایه‌گذاری می‌کنند که «جریان نقدی مثبت»^{۲۳} هستند. برای تأمین مالی طرح‌های توسعه‌ای خود، و برای افزایش ظرفیت خطوط تولیدی و توسعه فعالیت‌های بین‌المللی خود، این شرکت‌ها به جذب منابع مالی نیاز دارند.

سرمایه‌گذاری رشدی معمولاً سهم اقلیت و در برخی مواقع سهم اکثریت شرکت هدف را از طریق افزایش سرمایه تصاحب می‌کند. نسبت بدهی شرکت‌های سرمایه‌پذیر در این مدل سرمایه‌گذاری پایین است. برخلاف سرمایه‌جسورانه و خرید اهرمی، در سرمایه‌گذاری رشدی خروج از مشارکت پیچیده و دشوار نیست. سرمایه‌گذاری رشدی، در مقایسه با دیگر انواع سرمایه‌گذاری‌های خصوصی، از ریسک پایین‌تری برخوردار است.

خرید اهرمی شرکت‌ها. صندوق‌های خرید اهرمی شرکت‌هایی را تملک می‌کنند که ظرفیت ایجاد ارزش و بهبود کارایی دارند، و با وام‌گیری بالا این شرکت‌ها را خریداری می‌کنند. این صندوق‌ها با استفاده از اهرم به دنبال کنترل شرکت سرمایه‌پذیر و بازکردن گره کاری آن هستند تا آن شرکت را از مسیر فعالیت موجود به نقطه‌ای بالاتر برسانند. صندوق برای حرکت آن شرکت از نقطه فعلی به نقطه بعدی، دانش آن را دارد که بتواند اهرم ایجاد کند و شرکت را از مرحله‌ای بگذارند. شرکت‌هایی که با خرید اهرمی وارد صندوق می‌شوند، شرکت‌هایی هستند که اگر در ترازنامه آنها بدهی‌ها را بالا ببریم و بتوانیم اهرم‌هایی را ایجاد کنیم، کار آن شرکت‌ها پیش خواهد رفت. این نوع شرکت‌ها معمولاً در صنایع مصرفی و مواد غذایی بسیار یافت می‌شوند. اساساً در این شرکت‌ها شکاف بین بدهی (حساب‌های پرداختی) با حساب‌های دریافتی بازده‌های مطلوبی ایجاد می‌کند.

21. research and development (R&D)

22. soft capital

23. cash flow positive

همان طور که گفتیم، هدف خرید اهرمی شرکت‌ها یا LBO، انتقال مالکیت شرکت با استفاده از ترکیبی از سرمایه و بدهی است. خریدار با توجه به آینده جریان‌های نقدی شرکت، به انتشار بدهی جهت خرید شرکت اقدام می‌نماید. معمولاً ۸۰-۶۰ درصد از ارزش شرکت هدف با دریافت بدهی تأمین مالی می‌شود، و بخش اعظمی از مالکیت شرکت به خریدار منتقل می‌شود. در LBO ها معمولاً مدیران سرمایه‌گذاری شرکت‌های هدف را موقعی انتخاب می‌کنند که یا شرکت با مشکل مالکیتی و دعوای سهامداری مواجه است و یا شرکت نیازمند تجدید ساختار عملیاتی، مالی، نیروی انسانی و تکنولوژیک می‌باشد.

خریدهای اهرمی معمولاً در اقتصادهای با نرخ بهره و تورم پایین عملیاتی می‌شود. LBO ها تقریباً ۷۰ درصد از سرمایه‌گذاری خصوصی در سطح جهان را به خود اختصاص داده است. مدت زمان سرمایه‌گذاری LBO ها در هر شرکت ۲ تا ۵ سال می‌باشد. بعد از گذشت آن زمان، سهام به قیمت بالاتری به شرکت دیگر یا از طریق عرضه اولیه به عموم فروخته می‌شود.

خریدهای اهرمی شرکت‌ها تنوع بسیار دارد:

- خرید کنترل مالکان. ^{۲۴} در این مورد، مالک اکثریت سهام، سهام خود را در شرکت هدف می‌فروشد. بقیه مالکان به خرید و تصاحب سهم سهامدار عمده اقدام می‌کنند.
- خرید کنترل مدیران شرکت. ^{۲۵} مدیریت فعلی شرکت به خرید سهام سهامداران عمده اقدام می‌کند.
- خرید کنترل نهادی. ^{۲۶} یک صندوق یا گروهی از صندوق‌ها سهام اکثریت شرکت هدف را خریداری می‌کنند.
- ورود اهرمی. ^{۲۷} زمانی است که صندوق، شرکتی را تملک کرده و بلافاصله نسبت به تغییر مدیریت اقدام می‌نماید. این زمانی اتفاق می‌افتد که مدیریت و مالکان شرکت هر دو تصمیم به خروج دارند.
- ورود اهرمی مدیریتی. ^{۲۸} در این گروه‌بندی، تیم مدیریتی از بیرون از شرکت، آن شرکت را تملک می‌کند.
- ارتقای اهرمی شرکت. ^{۲۹} در این مدل پس از خریداری شرکت، خریداران نسبت به تملک شرکت‌ها در زنجیره اصلی شرکت اقدام می‌کنند تا آن شرکت‌های تابعه در رشته خود رهبر سایر رقبا باشند.

صندوق شرکت‌های ورشکسته. صندوق‌های سرمایه‌گذار در شرکت‌های ورشکسته با تزریق سرمایه یا بدهی به آن شرکت‌های بحران‌زده در آنها سرمایه‌گذاری می‌کنند، و با هدف سودآور کردن آنها، به ساختاردهی مجدد آن شرکت‌ها می‌پردازند. برخی از سرمایه‌گذاران خصوصی مانند مؤسسه سرمایه‌گذاری خصوصی باتلر کاپیتال ^{۳۰} در فرانسه به دنبال شرکت‌هایی است که مشکلاتی از قبیل کمبود سرمایه در گردش دارند و در معرض ورشکستگی هستند. صندوق با ساختاردهی مجدد شرکت‌ها و تزریق نقدینگی،

24. owner buy-out

25. management buy-out

26. institutional buy-out

27. leveraged buy-in

28. management buy-in

29. leveraged build-up

30. Butler Capital

به بازسازی آنها اقدام می‌کند، و می‌کوشد آنها را سودآور کند. این شرکت‌ها از زیان انباشته‌ی بالایی برخوردارند و زیان‌های انباشته نوعی سپر مالیاتی برای خریداران شرکت به همراه خواهد داشت.

احساس مدیر صندوق آن است که شرکت هدف مسائل مدیریتی اساسی دارد و با رفع محدودیت‌ها و مشکلاتی که باعث شده تا آن شرکت نفس‌های آخر خود را بزند، می‌کوشد حیات دوباره به آن ببخشد. شرکت‌هایی که بحران دارند، پول زیادی می‌خواهند. اما قبل از سرمایه‌گذاری باید مطمئن شویم که اگر از بحران رد شوند، بسیار سودآور خواهند شد. برخی مثل آنها که در صنعت هواپیمایی هستند، اندازه‌های بزرگ‌تری دارند، و پول‌های بزرگی در آنها سرمایه‌گذاری شده، اما مشکل کارایی دارند، و زیر ارزش‌های واقعی قابل تصاحب‌اند، و اگر با سرمایه‌گذاری بشود از بحران رد شد، هدف سرمایه‌گذاری مناسبی هستند.

کارکردها و عملیات صندوق‌های سرمایه خصوصی

افزایش سرمایه یا انتقال مالکیت. دو کارکرد اصلی این صندوق‌ها انتقال مالکیت و افزایش سرمایه است. یعنی یا از صندوقی سهام جدید می‌خریم یا سرمایه‌گذاری دیگر سهام خود را با فروش به ما نقد^{۳۱} می‌کند. البته منابعی که از طریق جریان ورودی صندوق به شرکت وارد می‌شود، صرف سرمایه‌گذاری در همان شرکت می‌شود. قبل از سرمایه‌گذاری، از همان مراحل استفاده از روش‌های ارزش‌گذاری «ارزش پس از تزریق پول»^{۳۲} و «ارزش پیش از تزریق پول»^{۳۳} استفاده می‌شود. همواره مهم است بررسی شود که افزایش سرمایه یا انتقال مالکیت مستلزم پرداخت نقدی هست یا نه. دوستانی که علاقه‌مند باشند وارد حوزه ارزشیابی شوند، باید بدانند که این خود مسیر بلند، عمیق و پیچیده‌ای است.

مذاکره کارآمد و رعایت تمایلات سرمایه‌گذار. بسیاری از شرکت‌های ما در صنایع مختلف در شهرک‌های صنعتی، همان‌طور که در ارائه آقای دکتر عبده آمده، متوقف شده‌اند. وقتی به وضعیت سرمایه‌گذاری، ارقام ارزش‌گذاری یا خالص ارزش دارایی‌های (NAV) آنها نگاه می‌کنیم، درمی‌یابیم که سرمایه‌گذاری‌های زیادی کرده‌اند. اما وقتی می‌خواهیم سرمایه‌گذار جذب کنیم، نمی‌توانیم روی گزارش ارزش‌گذاری دارایی‌های این کارشناسی‌ها زیاد پافشاری کنیم و بگوییم همین است و لاغیر. با توجه به استهلاک این دارایی‌ها، در گذر زمان، هر روزی که آن صنعت و آن سیستم زودتر به چرخه تولید برگردد، ارزش افزوده بیشتری ایجاد می‌شود، و هر چه دیرتر شود به زیان صاحب سرمایه فعلی است. این نکته‌ای است که در مذاکره باید بر آن تأکید کرد.

مذاکره، صحبت، چانه‌زنی و وقت گذاشتن برای پیدا کردن سوژه سرمایه‌گذاری و هم‌چنین رسیدن به توافق بین سرمایه‌گذار و صاحب دارایی فعلی انرژی بسیار می‌طلبد. حتی شاید یک حوزه مدیریت کامل در هر نهاد مالی باید مسئول این امور شود.

³¹. cash out

³². post money valuation

³³. pre money valuation

مراحل انجام کار متعدد است و فلوچارت طولی دارد. اگر تصمیم گرفتیم و صندوق تأسیس کردیم - فارغ از این که مدل جسورانه، مدل اهرمی، مدل رشدی یا مدل دیگری را انتخاب کرده‌ایم - قدم بعدی جذب سرمایه گذار است.

برای جذب سرمایه گذار و ایجاد ساختار مناسب برای آن، باید سرمایه‌گذارانی پیدا کنیم که جنس و خواسته سرمایه‌گذاری آنها از جنس «سرمایه خصوصی» است. بنابراین، باید جلساتی گذاشته شود و توضیحات مفصل به سرمایه‌گذاران داده شود؛ استراتژی‌ها مشخص شود، بیانیه سیاست سرمایه‌گذاری^{۳۴} تهیه شود و در آن شرایط سرمایه‌گذاری مشخص شود تا مطمئن شویم تمایل سرمایه‌گذار به لحاظ افق زمانی و افق سودآوری کاملاً با اهداف صندوق همخوان است.

موضوع سرمایه‌گذاری. وقتی «شریک ضامن» و هیئت مدیره صندوق مشخص شد، باید به دنبال ساختاری باشیم که توان بررسی کل فضای سرمایه‌گذاری در کشور را دارد. اگر در اساسنامه و امیدنامه صندوق حوزه کار مشخص شده باشد، باید فرصت های سرمایه‌گذاری همان حوزه پایش شود؛ چنین پایشی هم بسیار زمان‌بر است و هم به دانش نیاز دارد.

اگر آن صندوق مثلاً در صنعت دارو سرمایه‌گذاری می‌کند، مدیران صندوق باید تمام زیربوم صنعت دارو را بدانند، مراحل عمر صنعت را بشناسند، از بازیگران صنعت شناخت داشته باشند، با نیازها و کمبودهای صنعت آشنا باشند، و خلاصه از تمام شرایط محیطی حاکم بر صنعت مطلع باشند تا بتوانند شرکت‌های مناسب را انتخاب کنند. به یکی از دلایل چهارگانه مورد اشاره یک یا چند فرصت سرمایه‌گذاری انتخاب می‌شود: یا شرکت سرمایه‌پذیر سرمایه در گردش لازم دارد، یا اهرم لازم دارد، یا به دنبال سرمایه‌گذار ناجی^{۳۵} و سرمایه «مرحله پیش از رشد»^{۳۶} است و یا سرمایه اولیه می‌خواهد.

در صندوق‌های جسورانه عمده سرمایه‌گذاری به سرمایه «مرحله پیش از رشد» و سرمایه‌گذار ناجی برمی‌گردد. وقتی تصمیم گرفتیم در حوزه VCها سرمایه‌گذاری کنیم باید فضای آنها را بشناسیم و در چارچوب اتمسفر خودشان آنها را پایش کنیم. باید بتوانیم درست ارتباط بگیریم، متخصص لازم را در کنار خود داشته باشیم و با آنها بتوانیم تماس برقرار کنیم تا فرصت‌های سرمایه‌گذاری صندوق را به درستی پیدا کنیم. طبعاً این فضا در حوزه سایر صندوق‌ها متفاوت است: صندوق‌های رشدی شرکت‌های با جریان‌های نقدی مثبت را هدف قرار می‌دهند؛ صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی اهرمی به سمت شرکت‌هایی می‌رود که مشکلات مالکیتی و دعوای سهامداری دارند، و نیازمند تجدید ساختار هستند.

ساختار مناسب با هر پروژه. در هر مورد باید بنشینیم و اجزای ساختار را بچینیم. مثلاً در نمودار ۲ ساختار صندوق‌های خرید اهرمی را مشاهده می‌کنید. در این ساختار نمونه، جایگاهی به نام شرکت واسط^{۳۷} یا SPV داریم. این نهادی است که قرار است واسط بین اجزا باشد. از یک طرف باید در شرکت‌های هدف سرمایه‌گذاری کنیم، و از طرف دیگر طراحی تأمین مالی به شکل حقوق صاحبان سهام یا بدهی را انجام دهیم.

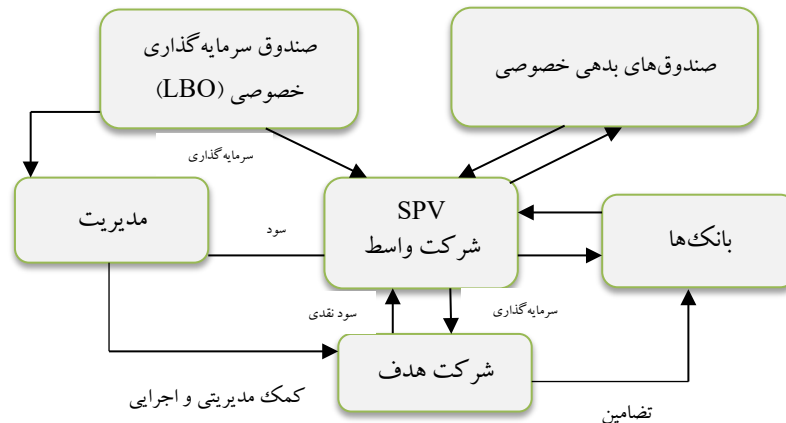
34. investment policy statement (IPS)

35. angel investor

36. early stage

37. special purpose vehicle (SPV)

نمودار ۲. خرید اهرمی (LBO)



به عنوان سرمایه خصوصی باید بتوانیم با بانک ها و صندوق های بدهی و خصوصی - اگر وجود داشته باشند- رابطه ایجاد کنیم و با طراحی تعاملات لازم در تأمین مالی پیش رویم. وقتی وارد شرکتی می شویم و می گوئیم علاقه مند هستیم بخشی از سهام را در اختیار بگیریم و سرمایه گذاری کنیم، و از این طریق از شرکت امتیازهایی بگیریم، طبعاً به عنوان مدیر صندوق باید حجم روابط خود، سطح توانمندی های خود و درجه تأثیر کارکردهای خود را نشان بدهیم.

قرارداد و تفاهم نامه سرمایه گذاری. در هر مورد میز کار گسترده ای برای مذاکره داریم، و تفاهم نامه سرمایه گذاری^{۳۸} و قراردادهای بسیاری باید طراحی شده و به امضا برسد. این قراردادها که متناسب با شرایط تهیه شده، در عین این که نیازهای طرفین را برآورده می کند، آنها را به همکاری مشترک تشویق و امیدوار می کند، ضمناً باید حقوق قانونی طرفین را حفظ کند. تلاش برای این که سرمایه گذاری خصوصی نهایتاً به مشارکت عادلانه بینجامد، مستلزم آن است که توافقات انجام شده بسیار دقیق، شفاف و در چارچوب حقوقی مستحکم انجام شود. به همین خاطر، طراحی دقیق قراردادها و تفاهم نامه های سرمایه گذاری یکی از مسائل اساسی است.

دقیق بودن و مستحکم بودن قرارداد به تیمی قوی نیاز دارد که درست بحث را بفهمد، درست سر میز مذاکره بحث را پیش ببرد، و در چارچوب قراردادی به شکل کاملاً دقیق و مفصل تعاملات را روشن کند و به همه اجزائی پردازد که در آینده ممکن است بحث برانگیز باشد: مثلاً در چه صورت سهام طرفی از قرارداد رقیق می شود؟ شاخص های کلیدی عملکرد^{۳۹} یا KPI کدام اند؟ ... شاخص های زیادی طراحی و تعریف می شود که معمولاً مراحل رشدی است که باید اتفاق بیفتد. اگر آن عملکردها

³⁸. term sheet

³⁹. key performance indicators

موفق نشد، چه کسی باید سهمش را بدهد یا چه کسی سهمش رقیق می‌شود؟ تعریف همکاری و خدماتی که در زمان تزریق سرمایه سرمایه‌گذاران قول آنها داده می‌شود پر از «اماها و اگرها» و اتفاقات شرطی متعدد است. چون نمی‌توانیم قطعاً چه چیزی در انتظار پروژه است، باید به این سمت برویم که در قراردادها به تفصیل و به صورت شرط وقوع هر رویداد، نسبت‌های مالکیت سهام یا نحوه تقسیم سود را مشخص کنیم. برای مثال اگر رفتیم و در جایی سرمایه‌گذاری کردیم که نیاز به نقدینگی داشت و قرار بود بعد از تأمین نقدینگی هدف فروش بالایی محقق شود و نشد، آن‌گاه شاید لازم شود که سهام بیشتری به ما تعلق گیرد و سهام طرف دیگر، به جبران KPI تحقق نیافته رقیق شود. اگر در مسیر این سرمایه‌گذاری خصوصی، قراردادی با بندهای بسیار دقیق و مفصل و بعضاً پر از الحاقیه‌های فراوان برای پرداختن به این رویدادهای محتمل نداشته باشیم، مشارکت به‌درستی پیش نخواهد رفت.

صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی در ایران

سرمایه خصوصی در ایران در قالب صندوق‌های جسورانه (VC) و صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی (PE) جداگانه تعریف شده است، در حالی که در ادبیات سرمایه‌گذاری خصوصی، VC ها نیز جزو صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی (PE) تعریف می‌شوند. صندوق‌های خصوصی تأسیس شده در ایران بیشتر از نوع صندوق‌های جسورانه هستند. در مقررات ایران صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی عمر محدودی دارند و عمر بسیاری از آنها قابل تمدید است. صندوق‌ها باید سرمایه جذب کنند، فرصت‌ها را فیلتر کنند، مذاکره کنند و بتوانند از پروژه‌ها خارج شوند.

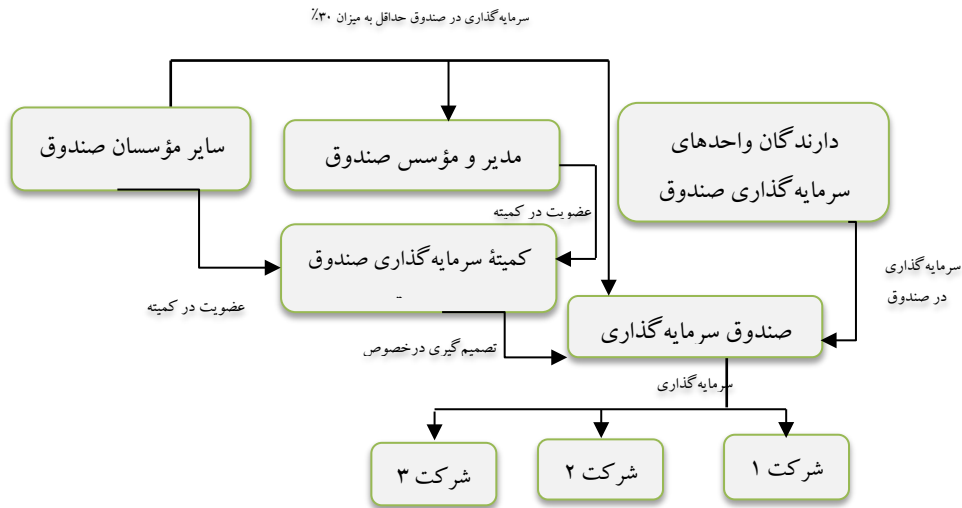
چالش است بدانیم که بزرگ‌ترین مشکل رشد صندوق‌های جسورانه که در ایران عمر طولانی‌تری دارند، و تعداد بیشتری از آنها شکل گرفته، پیدا کردن فرصت‌های سرمایه‌گذاری است. در نگاه اول برای شرکت‌های سرمایه‌پذیر گردآوری وجوه^{۴۰} و ایجاد ساختاری جهت جذب سرمایه مهم‌ترین گام تلقی می‌شود. اما در عمل بسیاری از صندوق‌ها در جذب سرمایه مشکلی نداشتند. اما وقتی صندوق‌ها به سمت سرمایه‌گذاری، فیلتر کردن پروژه‌ها، مذاکره و برنامه‌ریزی، و پیدا کردن راهبردهای خروج^{۴۱} در آینده رفتند، حلقه تعداد شرکت‌هایی که در آنها فرصت سرمایه‌گذاری یافتند، بسیار کم بود.

مشابه آنچه خانم رمضانیان (مقاله سوم در بخش ۷ این دفتر) در ارائه خود داشتند، نمودار ۳ ساختار صندوق‌های خصوصی در ایران را نشان می‌دهد؛ این ساختار بیانگر آن است که دارندگان واحدهای سرمایه‌گذاری هیأت مدیره را تشکیل می‌دهند و مدیر صندوق را انتخاب می‌کنند.

⁴⁰. fund raising

⁴¹. exit strategy

نمودار ۳. ساختار صندوق‌های خصوصی در ایران



نمودار ۴ نیز فهرست صندوق‌های سرمایه‌گذاری خاص تشکیل شده در ایران را نشان می‌دهد.

نمودار ۴. صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی در ایران

سایر صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی (PE)	
میزان سرمایه (میلیارد ریال)	نام صندوق
۶۰۰	نوآور
۳۰۰۰	سورین نهایت‌نگر
۳۶۰۰	جمع کل سرمایه

صندوق‌های سرمایه‌گذاری جسورانه (VC)	
میزان سرمایه (میلیارد ریال)	نام صندوق
۶۰۰	آرمانی
۵۰۰	رویش لوتوس
۵۰۰	ونچرز
۱۰۰	آشنا تک
۱۰۰	اول آتی
۱۰۰	دانشگاه تهران
۱۰۰	فناپا
۲۰۰	پارتین
۲۲۰۰	جمع کل سرمایه

نمودار ۵. ویژگی‌های صندوق VC و PE در ایران

ویژگی‌ها	صندوق PE	صندوق VC
انواع واحدهای سرمایه‌گذاری	واحدهای سرمایه‌گذاری ممتاز و عادی	واحدهای سرمایه‌گذاری عادی
اعضای حاضر در مجمع	سرمایه‌گذاران ممتاز	سرمایه‌گذاران عادی
میزان حداقل سرمایه‌گذاری مؤسسان	حداقل ۳۰ درصد	حداقل ۳۰ درصد
تعداد سهامداران	حداقل سه شخص حقیقی و حقوقی	حداقل سه شخص حقیقی و حقوقی
حداقل سرمایه صندوق	حداقل ۵۰۰ میلیارد ریال	حداقل ۱۰۰ میلیارد ریال
حداقل تأدیه در زمان تأسیس	حداقل ۳۵ درصد	حداقل ۱۰ درصد
حداقل سرمایه‌گذاری هر سرمایه‌گذار	حداقل یک میلیارد ریال	حداقل یک میلیارد ریال
میزان واحدهای سرمایه‌گذاری در اختیار مدیر	حداقل ۱ درصد	حداقل ۱ درصد

نمودار ۵ پاره‌ای از ویژگی‌های صندوق‌های VC و PE در ایران را نشان می‌دهد. در این نمودار سرفصل‌های نوع واحدهای سرمایه‌گذاری، تعداد سهامداران، حداقل سرمایه و وضعیت تأدیه سرمایه‌گذاری و مواردی از این دست مشخص شده است. صندوق‌های جسورانه صرفاً می‌توانند در دارایی‌هایی سرمایه‌گذاری کنند که مالکیت آنها از طریق پذیره‌نویسی عمومی واگذار نشده باشد. اما صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی می‌توانند در همه موارد زیر سرمایه‌گذاری کنند:

- شرکت‌های غیرسهامی عام؛
- شرکت‌های سهامی عام با دارا بودن حداقل یکی از شرایط زیر:
- سهام آنها در بورس پذیرفته نشده باشد؛
- سهام آنها در بازار شرکت‌های کوچک و متوسط فرابورس ایران مورد معامله قرار گیرد؛
- شرایط پذیرش در هر یک از بورس‌ها را از دست داده و اخراج شده‌اند و در بورس دیگری نیز پذیرش نشده‌اند؛
- در دو سال آخر فعالیت، مشمول موضوع ماده ۱۴۱ اصلاحیه قانون تجارت نشده‌اند.

حیات پررونق و حداکثرسازی سود، به خروج موفق از سرمایه‌گذاری نیاز دارد. در پایان عمر صندوق سرمایه‌گذاری خصوصی در ایران، اگر سرمایه‌گذاری به فروش نرسد، مقررات ایران راه‌کارهایی را پیشنهاد می‌کند: اول این که مدیر نسبت به تمدید عمر صندوق اقدام کند؛ تمدید عمر صندوق برای دوبار مجاز است. راه کار دوم آن است که مدیر به بهای تمام‌شده، سرمایه‌گذاری خود را در بازارهای ثانویه یا به مدیران و مؤسسان شرکت‌های سرمایه‌پذیر بفروشد. در روش سوم مدیر می‌تواند با ساختاردهی مجدد، نسبت به انتقال دارایی‌های خود به صندوقی دیگر اقدام کند. در این حالت مدیر با تأسیس صندوقی جدید، دارایی‌های

صندوق را تحت تملک خود می‌گیرد. و بالاخره راه کار چهارم آن است که مدیر صندوق نسبت به ادامه مدیریت سبد سرمایه- گذاری اقدام نماید. در این حالت، قرارداد مدیریت صندوق بین مدیر و سرمایه‌گذاران با مسئولیت محدود اصلاح و در آن سازوکار تسویه مشخص می‌شود.

نکته پایانی

نکته‌ای که در سراسر بحث روی آن تأکید کردم، آن است که جافتادن «سرمایه خصوصی» در ایران نیاز به فرهنگ‌سازی دارد. دوستانی که به عنوان مدیر یا سرمایه‌گذار می‌خواهند در این صندوق‌ها حضور یابند باید بدانند که مذاکره درست و انجام بررسی‌های دقیق که لازمه این نوع سرمایه‌گذاری است، بخشی از این فرهنگ است. این فرهنگ تفاوت‌های اساسی با فرهنگ سرمایه‌گذاری در بخش عمومی دارد که بخش زیادی از سرمایه‌گذاران ما در بازار سرمایه با آن آشنا هستند. ایجاد ساختارهای لازم، اعمال مدیریت فعال، استفاده از چارچوب‌های موجود حقوقی و قانونی، و ترسیم دقیق مسیر فعالیت و طراحی دقیق نحوه رسیدن به اهداف از دیگر اجزای این فرهنگ است.

اگر این سرمایه‌گذاری‌ها به‌درستی انجام شود، زمینه‌ساز دو نکته است: اول، ایجاد سود در شرکت‌ها نه براساس روندهای بازار، بلکه با خلق ارزش افزوده ناشی از عمل و تصمیم سرمایه‌گذاران؛ دوم، کمک به اقتصاد کشور با توجه به پتانسیل‌های بالقوه آن در بهبود فضای کسب و کار در ایران با نشان دادن مسیر به سایر «سرمایه‌های خصوصی» و تبدیل ظرفیت‌های بالقوه صنایع مختلف به ظرفیت‌های بالفعل و از این طریق خلق ارزش افزوده بیشتر. با توسعه سرمایه خصوصی، نگرانی از رشد غیرعادی «سرمایه عمومی» هم کمتر می‌شود؛ فعالیت فعالانه و پویا در زمینه سرمایه‌گذاری خصوصی، درجه آزادی عمل مدیران را برای ارتقای نرخ رشد بیشتر خواهد کرد.

سئوالات

(عبده): مسئله سرمایه خصوصی یا «سهامی‌های خاص» مسئله شرکت‌داری هم هست. این فرق دارد با تجاری که شما دانشجویان در بازارهای عام احتمالاً تجربه کرده‌اید. ایشان هم به‌درستی فرمودند کسانی که از مدیریت سبد اوراق بهادار پول درآورده‌اند، ممکن است حائز شرایط نباشند که صندوق خصوصی بزنند. همان‌طور که آقای دکتر گوشزد کردند، این نوعی کاسبی دیگر است. امیدوارم که شیوه اداره کردن سنتی بازاری که در شرکت‌های ما جاری است، در این صندوق‌ها به اداره کردن مدرن تبدیل شود. جوانانی که در این حوزه فعال‌اند، و این صندوق‌ها را تشکیل می‌دهند، باید بکوشند نظام مدیریتی قبلی را با نظامات جدید جایگزین کنند. در عین حال که منابع مالی برای شرکت‌ها جذب می‌کنند، روش‌های مدیریت جدید هم برای شرکت‌ها بیاورند. نظر شما در این مورد چیست؟ با این موضوع موافق هستید؟

پاسخ

دقیقاً. عرض من هم همین است. چون ما حداقل در VC ها این تجربه را داشتیم که اداره کردن آنها واقعاً نیاز به کارهای جدید بسیاری دارد. در صندوق جسورانه‌ای که تشکیل دادیم و اکنون نزدیک به دو سال از عمر آن می‌گذرد، خود من مرتباً در حال

یادگیری چیزهای جدید هستیم. اساساً باید بپذیریم که بازکردن سرفصل جدیدی در حوزه سرمایه‌گذاری در «سرمایه‌های خصوصی» به اطلاعات و دانش و تجربه جدید نیاز دارد. توضیح دادم تعداد جلساتی که برای VC کوچکی در عرض یک‌سال گذاشتم، چندین برابر جلساتی بوده که برای هیأت‌مدیره خود شرکت تأمین سرمایه گذاشته‌ام. این به خاطر آن است که اگر به عنوان مدیر یا سرمایه‌گذار وارد این کار بسیار تخصصی شدیم، کمک فقط دادن پول نیست. اتفاقاً پول آخرین چیزی است که به حساب می‌آید. ارائه تخصص، طراحی، راه‌حل‌دادن برای اصلاح ترازنامه، بهبود تعاملات مالی، برنامه‌ریزی و حاکمیت شرکتی و از این دست مسائل مورد نیاز است. به نظر من، در «سرمایه خصوصی» پول شرط لازم است، اما شرط کافی نیست.