



بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

چکیده مدیریتی

پنجمین نشست تخصصی

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

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

با تاکید بر سرمایه گذاری خطرپذیر (VCs)

موسسه مطالعات بین المللی انرژی

آذر ۱۳۹۸

الف) جذب سرمایه در زیست بوم نوآوری و کارآفرینی فناورانه

فرایند جذب سرمایه در زیست بوم نوآوری و کارآفرینی فناورانه، شامل سه مرحله اصلی «تامین مالی بذری»، «تامین مالی اولیه» و «تامین مالی ثانویه» می باشد. تامین مالی بذری (Seed Stage) شامل دو مرحله پیش بذری و بذری است. در مرحله پیش بذری کسب و کار در حد ایده است و جذب سرمایه با حجم کم و برای اثبات و پرورش ایده انجام می شود و در مرحله بذری، کسب و کار نوپا است و جذب سرمایه جهت توسعه محصول و بازاریابی انجام می شود. تامین مالی اولیه (Early Stage) هم برای سرمایه گذاری جهت ساخت و تولید محصول و تامین بودجه اولیه فروش و هم برای سرمایه گذاری عملیاتی ویژه شرکت هایی که در مرحله فروش محصول قرار دارند اما هنوز به سوددهی نرسیده اند، انجام می شود. تامین مالی ثانویه (Late Stage) نیز به منظور توسعه یک شرکت تازه تاسیس سود ده و یا سرمایه گذاری لازم جهت عمومی شدن و عرضه سهام انجام می پذیرد.

ب) انواع سرمایه گذاران در زیست بوم های نوآوری و کارآفرینی فناورانه

انواع مختلف سرمایه گذاران در حوزه نوآوری و کارآفرینی فناورانه عبارتند از:

۱- شتابدهنده ها (Accelerators)

شتابدهنده ها یکی از سرمایه گذاران این حوزه هستند که در مراحل پیش بذری و بذری به عنوان اولین سرمایه گذار در دوره رشد شرکت های نوپا وارد شده و در یک دوره زمانی ۳-۶ ماهه می توانند از امکانات و خدمات شتابدهنده استفاده کنند. شتابدهنده ها معمولاً مبلغی را به عنوان تامین مالی به طور مستقیم یا غیر مستقیم در اختیار استارتاپ قرار می دهند و در ازای خدمات و کمک مالی ارائه شده، ۵ تا ۱۵ درصد سهام استارتاپ را در اختیار می گیرند.

۲- سرمایه گذاران فرشته (Angel Investors)

سرمایه گذاران فرشته افراد یا سازمان هایی با منابع شخصی هستند که در مراحل بذری روی کسب و کارهای نوپا سرمایه گذاری کرده و با تامین مالی استارتاپ های کوچک با مبالغ پایین، آن ها را برای جذب سرمایه های بزرگتر از سرمایه گذاران مراحل بعدی آماده کنند. سرمایه گذاران فرشته معمولاً در اداره امور شرکت دخالتی نمی کنند و فقط در مواردی که بنیانگذاران از آن ها درخواست کنند به تصمیم گیری وارد می شوند.

۳- شرکت های سرمایه گذاری خطرپذیر یا VC (Venture Capitalists)

VC ها اصلی ترین و تخصصی ترین دسته سرمایه گذاران حوزه نوآوری و کارآفرینی فناورانه هستند و معمولاً بعد از مرحله بذری سرمایه گذاری می کنند. این مجموعه ها معمولاً شرکت هایی هستند که منابع سرمایه شان از طریق افراد یا شرکت های دیگر تامین شده و بعد از تامین سرمایه، اقدام به سرمایه گذاری در استارتاپ ها می نماید. جذب سرمایه از شرکت های سرمایه گذاری خطرپذیر معمولاً از نگاه کارآفرینان جذابیت بیشتری دارد، چرا که این شرکت ها محدودیت های بانک ها و موسسات مالی را نداشته و معمولاً نگاه بلندمدت تری به سرمایه گذاری هایشان دارند. علاوه بر این، دانش و تخصصی VC ها می تواند کمک بزرگی برای کارآفرینان کم تجربه باشد.

۴- صندوق های سرمایه گذاری جسورانه (Venture Capital Funds)

قبل از بوجود آمدن صندوق های جسورانه، تنها VC های خبره توانایی ورود به حوزه سرمایه گذاری خطرپذیر را داشتند. اما با تشکیل این صندوق ها، سرمایه گذارانی که آشنایی چندانی با فضای سرمایه گذاری خطرپذیر ندارند، می توانند

با عضویت در صندوق‌های جسورانه و با استفاده از دانش مدیران این صندوق‌ها به صورت غیرمستقیم روی استارت‌آپ‌ها سرمایه‌گذاری کنند. صندوق‌های جسورانه معمولاً بعد از مرحله بذری سرمایه‌گذاری می‌کنند، در هیئت مدیره شرکت استارت‌آپی کرسی دارند و در تصمیم‌گیری‌ها دخالت دارند. بعد از جذب سرمایه، مدیران صندوق جسورانه، کسب و کارهایی که پتانسیل رشد بالایی دارند را بررسی می‌کنند و با در نظر گرفتن انتظارات اعضای صندوق، تصمیم نهایی را در مورد نحوه سرمایه‌گذاری اتخاذ می‌کنند. معمولاً در صندوق‌های جسورانه درصد کوچکی از سرمایه‌گذاری‌های انجام شده، در قالب «حق مدیریت» کسر شده و صرف پرداخت حقوق و دستمزد مدیران و هزینه‌های صندوق می‌شود. نکته مهم دیگر این است که صندوق‌های جسورانه معمولاً دوره سرمایه‌گذاری محدودی بین ۷ تا ۱۰ سال دارند و در پایان دوره سرمایه‌گذاری، مدیران صندوق باید تحت هر شرایطی سرمایه‌گذاری انجام شده را به نقدینگی تبدیل کنند. در پایان، سرمایه‌گذاران صندوق بعد از رسیدن شرکت استارت‌آپی به پنجره خروج، (ورود به بورس یا ادغام با شرکت بزرگتر) سود خود را از سرمایه‌گذاری‌های انجام شده دریافت می‌کنند. در این مرحله در صورتی که سود سرمایه‌گذاری مثبت باشد، درصدی از سود (معمولاً حدود ۲۰ درصد) به عنوان حق مدیریت به مدیران صندوق اختصاص می‌یابد و مابقی بین سرمایه‌گذاران تقسیم می‌شود.

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

سرمایه‌گذاران خطرپذیر شرکتی یا CVCها شرکت‌های بزرگی هستند که در ازای دریافت سهام اقدام به سرمایه‌گذاری‌های استراتژیک و سیستماتیک در استارت‌آپ‌ها می‌نمایند. نکته مهم در مورد CVCها این است که تمام سرمایه‌گذاری‌های این شرکت‌ها مرتبط با کسب و کار اصلی شرکت است. برای شرکت‌ها، سرمایه‌گذاری روی استارت‌آپ‌های کوچک، دروازه‌ای است به سمت تملک احتمالی آن‌ها. با این نگاه، خیلی از شرکت‌ها، استارت‌آپ‌هایی را برای سرمایه‌گذاری انتخاب می‌کنند که حدس می‌زنند در آینده تهدیدی برای کسب و کارشان خواهند بود.

۶- هلدینگ سرمایه‌گذاری (Investment Holding)

مهمترین ویژگی هلدینگ‌ها این است که علاوه بر دریافت سهام شرکت، در اداره استارت‌آپ نیز دخالت مستقیم دارند و تصمیم‌گیرنده اصلی هستند. نکته مهم دیگر این است که هلدینگ‌ها معمولاً در کسب و کارهای همسو با هم سرمایه‌گذاری می‌کنند و در این زمینه نگاه سیستمی دارند. به دلایلی که مطرح شد جذب سرمایه از هلدینگ‌های سرمایه‌گذاری شرایط خاصی دارد و معمولاً محدودیت‌های زیادی برای کسب و کارها ایجاد می‌کند.

ج) مفهوم و ویژگی‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر یا VC (Venture Capital)

سرمایه‌گذاری خطرپذیر عبارت است از تأمین سرمایه لازم برای شرکت‌ها و کسب و کارهای نوپا و کارآفرین که مستعد جهش و رشد ارزش می‌باشند. سرمایه‌گذاران خطرپذیر یک سبد از انواع سرمایه‌گذاری بر روی کسب و کارهای نوپای مختلف دارد که مدام در حال مدیریت آن‌ها می‌باشد. مانند همان کاری که صندوق‌های سرمایه‌گذاری فعال در بورس انجام می‌دهند، با این تفاوت که آن‌ها سبد سهام شرکت‌های بزرگ را دارند اما سرمایه‌گذاران خطرپذیر یک سبد از کسب و کارهای نوپا و آینده دار را دارند. سرمایه‌گذاران خطرپذیر به شرکت‌ها کمک می‌کند تا به مرحله عرضه عمومی برسند. تغییرات در دنیای سرمایه‌گذاری، این نوع از سرمایه‌گذاری را در میان انبوهی از سرمایه‌گذاران مشروع قابل دسترس‌تر و امکان‌پذیرتر کرده است. بنگاه‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر عموماً نقش فعالی را در سرمایه‌گذاری خود ایفا می‌کنند و در مقابل نیز معمولاً خواهان جایگاه در هیئت مدیره نیز هستند، بنابراین به این شکل می‌توان از تجربیات و راهنمایی‌های آن‌ها نیز بهره گرفت.

یک VC دارای خصوصیات اصلی زیر است:

- VC یک واسطه مالی است، به این معنا که سرمایه‌ی سایر سرمایه‌گذاران کوچکتر را جمع‌آوری کرده و به طور مستقیم بر روی گروهی (سبدی) از بنگاههای اقتصادی سرمایه‌گذاری می‌کند.
- VC تنها در شرکتهای خصوصی سرمایه‌گذاری میکند. به این معنا که تا مدتی پس از سرمایه‌گذاری، این شرکتهای خصوصی قابلیت مبادلات عام را نخواهند داشت.
- VC نقش فعالی را در نظارت و مساعدت شرکتهای در تعیین سبد داراییها ایفا می‌کند.
- هدف اصلی یک VC حداکثر کردن بازگشت مالی از طریق سرمایه‌گذاری خروجی در هنگام فروش سهام شرکتهای و یا عرضه اولیه عمومی سهام (IPO) می‌باشد.
- VC بر روی رشد داخلی شرکتهای سرمایه‌گذاری می‌نماید.

(د) فرآیند سرمایه‌گذاری خطر پذیر

مراحل فرآیند سرمایه‌گذاری خطر پذیر عبارتند از:

۱- دریافت طرح‌ها و غربالگری

در این مرحله طرح پیشنهادی توسط کارآفرین به سرمایه‌گذار ارائه می‌شود. در این مرحله ممکن است سرمایه‌گذاران از متقاضیان جهت مصاحبه حضوری و راستی‌آزمایی دعوت به عمل آورند. سرمایه‌گذاران در این مرحله می‌خواهند از شاخص‌های بنیادی مانند مدل کسب و کار، اندازه بازار، تیم مدیریتی، درآمد، جریان وجوه نقدی، نرخ چانه‌زنی و ارزش عمر مشتری مطلع شوند.

۲- ارزیابی طرح انتخابی

در صورتی که طرحی از مرحله غربالگری با موفقیت عبور کند وارد مرحله ارزیابی می‌شود. در این مرحله سرمایه‌گذاران به بررسی دقیق و همه‌جانبه کسب و کار، ویژگی‌های محصول، محاسبه سرمایه مورد نیاز، خطرهای بازار، فرآیندهای قانونی و مالیاتی، بودجه بندی و زمان بندی اختصاص آن، نرخ بازگشت سرمایه و تیم فعلی و پیشنهادی کارآفرین می‌پردازند.

۳- مذاکرات معامله و نهایی کردن قرارداد

در صورتی که سرمایه‌گذار در پایان مرحله ارزیابی جامع، پروژه را سودمند بداند، وارد فاز مذاکره برای انعقاد قرارداد و تعیین ساختار آن می‌شود. در این مرحله طرفین بر سر مسائلی مانند میزان سرمایه‌گذاری و زمان بندی اختصاص آن، ارزشگذاری استارت‌آپ، میزان سهام واگذار شده و اختیارات طرفین مذاکره می‌کنند.

۴- مدیریت و توسعه

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

آخرین مرحله سرمایه گذاری خطر پذیر، ایجاد طرح «خروج» با توجه به ماهیت سرمایه گذاری، میزان و نوع سرمایه گذاری است. سرمایه گذار خطرپذیر می تواند از طریق یکی از راه های زیر سرمایه گذاری خود را به پایان برساند.

- عرضه اولیه سهام (IPO): در صورتی که کسب و کار عملکرد مناسبی داشته باشد، پس از طی مراحل قانونی، سهام شرکت به طور عمومی در بازار های سهام عرضه می شود. بدین ترتیب سرمایه گذاران اولیه می توانند دارایی خود را به سهامداران عمومی واگذار کرده و خارج شوند.

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

- خروج اجباری: این استراتژی با دو حالت همراه است. یا کسب و کار و مبلغ سرمایه گذاری از دست می رود (ورشکستگی) که در این صورت از فروش دارایی ها و ... سعی بر جبران خسارت می شود و یا با وجود سوددهی استارتاپ رشد آن محدود شده و سوددهی آن کمتر از حد انتظار سرمایه گذار است. در این صورت معمولاً بر اساس حق بازخرید سهام، کارآفرین سهام سرمایه گذار را با مبلغی توافقی بازخرید می کند.

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

ه) انواع قراردادهای سرمایه گذاری خطر پذیر

سه نوع مدل قراردادی رایج و متعارف در سرمایه گذاری خطرپذیر به شرح زیر وجود دارد:

۱- مدل قراردادهای سهامی؛ که رایج ترین نمونه قراردادهای سرمایه گذاری خطرپذیر هست. در این مدل، یک استارتاپ سرمایه ای را از شرکت سرمایه گذار می گیرد و ما به ازای آن، سهامی را به سرمایه گذار واگذار می کند.

۲- مدل قرارداد قرض قابل تبدیل به سهام؛ در این مدل سرمایه گذار مبلغی را به صورت وام به آن ها واگذار می کند و در مقابل به جای پس گرفتن این پول به همراه سود آن، بخشی از سهام آن کسب و کار را بسته به شرایط موجود در این قرارداد در قالب سهام ممتاز در اختیار می گیرد.

۳- مدل قرارداد حق الامتیاز یا رویالتی؛ این مدل قرارداد برای استارتاپ هایی کاربرد دارد که در زمان کوتاه و سریعی به فروش برسد، در این روش، سرمایه گذار، ما به ازای پول را سهام می گیرد و این حق را دارد که از فروش محصول برداشت کند و ما به ازای آن، سهام را با قیمتی از پیش تعیین شده که نرخ مورد انتظار سرمایه گذار از سود را برآورده کند، به استارتاپ بازگرداند.

و) ساختار و ارکان صندوق سرمایه گذاری خطرپذیر

صندوق های سرمایه گذاری خطرپذیر، معمولاً از یک شریک عمومی (GP: General Partner) و تعدادی شرکای محدود (LP : Limited Partner) تشکیل می شود. «شریک عمومی (مدیریتی)» مسئولیت مدیریت سرمایه ها و «شرکای محدود» مسئولیت سرمایه گذاری در صندوق را بر عهده دارند. به عبارت دیگر در یک صندوق VC، شرکای عام در حقیقت سرمایه گذاران سازمانی با منابع دانشی و شرکای محدود، سرمایه گذاران سازمانی با منابع مالی به شمار می روند. بر این اساس ارکان صندوق سرمایه گذاری خطرپذیر می تواند شامل موسسین، سرمایه گذاران، مجمع عمومی، هیئت مدیره، مدیریت صندوق، کمیته های تخصصی و نهادهای نظارتی و حسابرسی باشد.

ز) اقتصاد سرمایه گذاری خطرپذیر

تاسیس و هدایت یک صندوق سرمایه گذاری خطرپذیر کار چندان آسانی نبوده و نیاز به چشم اندازی بلند مدت دارد. دوره خواب سرمایه خطرپذیر بالا بوده ضمن اینکه ریسک و هزینه بالایی هم دارد. بنابراین شرکای محدود که سرمایه خود را در اختیار شرکای مدیریتی قرار می دهند، توقع بازگشتی بیش از سایر بازارها دارند (۵ تا ۱۵ درصد بالاتر). هزینه های مدیریت یک صندوق سرمایه گذاری خطرپذیر عبارتند از هزینه های مدیریتی (Management Fees) و دیگری بهره (Carried Interest). هزینه های مدیریتی هزینه هایی سالانه هستند که حقوق ها و هزینه های سازمانی صندوق را پوشش می دهند و معمولاً سالانه حدود ۲٪ از کل سرمایه ای است که در صندوق سپرده گذاری شده است. بازگشت اصلی برای یک سرمایه گذاری خطرپذیر از سودهایی است که از بازگشت کلی سرمایه گذاری ها ایجاد می شود. درصد سودی که به شرکای عمومی پرداخت می شود بهره ای است که بین ۱۵٪ تا ۳۰٪ متغیر است و معمول آن ۲۰٪ است. این بهره با هزینه های صندوق رابطه عکس دارد. هرچه هزینه ها بیشتر بهره کمتر و هرچه هزینه ها کمتر بهره بیشتر. قبل از اینکه مبلغی از بهره به شرکای عمومی پرداخت شود اول باید کل سرمایه تعهد شده به شرکای محدود بازگردانده شود. پس از پرداخت سرمایه اولیه به شرکای محدود، باقی سودهای بدست آمده با نسبت ۸۰ به ۲۰ بین آن ها و شرکای عمومی تقسیم می شود.