

The Structure of Venture Capital Fund¹

Nima Sokouti², Mahmoud Hekmatnia³, Javad Hoseinzadeh⁴

Received: 2022/03/14

Accepted: 2022/08/18

Research Paper

Abstract

Venture capital is a type of financing and one of the financial institutions of the capital market that deals with financing combined along with the technical management of knowledge-based companies. The context of this method of financing focuses on investing in property based on innovative ideas aimed at commercializing them. It is important to examine the structure of this financial institution, which is formed in the form of a 'venture capital fund'. Because it is the structure of the fund that determines the overall framework of its activities and draws the rights, duties and responsibilities of its pillars and which, among other things, clarifies the answers to these questions, firstly, what is the overall framework of the fund and its components; Secondly, the financing is provided by which group of partners, and on the other hand, by whom is the fund managed And thirdly, what is their level of responsibility; The results of this study indicate that in American and British law, the venture capital fund has a kind of non-corporate structure_ versus the organization of the commercial company_ knows as limited partnership. In domestic law, the mentioned structure is also the basis of adaptation. The structure is formed from two components of limited partners and general partners; Limited partners are responsible for financing and have limited liability and general partners manage fund operations and have unlimited responsibility.

Key Words: Structure- Venture Capital Fund- Limited Partnership- Commercial Company- Capital Market.

JEL Classification: K2 ,K22.

1. DOI: 10.22034/JSE.2022.11683.1775

2. Ph.D. Student, Department of Private Law, Faculty of Humanities, Science and Culture University, Tehran, Iran. (Corresponding Author). (N.sokouti@gmail.com).

3. Professor, Research Institute of Islamic Culture and Thought, Tehran, Iran.

4. Associate Professor, Department of Law, Faculty of Humanities, Science and Culture University, Tehran, Iran.



سازمان بورس و اوراق بهادار، مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی

فصلنامه بورس و اوراق بهادار، سال پانزدهم، شماره ۵۹، پاییز ۱۴۰۱، صص ۲۹۲-۲۶۹

ساختار صندوق سرمایه گذاری جسورانه^۱

نیما سکوتی^۲، محمود حکمت‌نیا^۳، جواد حسین‌زاده^۴

تاریخ دریافت: ۱۴۰۰/۱۲/۲۳

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۱/۰۵/۲۷

مقاله پژوهشی

چکیده

سرمایه گذاری جسورانه نوعی شیوه تأمین مالی و از نهادهای مالی بازار سرمایه است که به تأمین مالی همراه با مدیریت فنی شرکت‌های دانش‌بنیان می‌پردازد. زمینه این روش تأمین مالی بر سرمایه گذاری روی اموال بر پایه ایده‌های مبتکرانه با هدف تجاری سازی آنها تمرکز دارد. بررسی ساختار این نهاد مالی که در قالب «صندوق سرمایه گذاری جسورانه» تشکیل می‌شود، از اهمیت ویژه‌ای برخوردار است، چراکه ساختار صندوق، چارچوب کلی فعالیت آن را تعیین و حقوق، وظایف و حدود مسئولیت ارکان آن را ترسیم می‌کند و از جمله پاسخ این مسایل را روشن می‌سازد که نخست چارچوب کلی صندوق و اجزای آن کدام است. دوم تأمین سرمایه از سوی کدام دسته از شرکا صورت می‌گیرد و از طرفی مدیریت صندوق توسط چه اشخاصی انجام می‌شود و سوم میزان مسئولیت آنها به چه میزان است. نتایج این مطالعه نشانگر آن است که در حقوق آمریکا و انگلیس صندوق سرمایه گذاری جسورانه دارای نوعی ساختار غیرشرکتی - در مقابل سازمان شرکت تجاری - موسوم به «مشارکت محدود» است. در حقوق داخلی نیز ساختار یادشده اساس اقتباس قرار گرفته است. ساختار یادشده از دو جزء شرکای مالی و شرکای ضامن شکل می‌گیرد. شرکای مالی تأمین سرمایه صندوق را به عهده دارند و دارای مسئولیت محدود هستند و شرکای ضامن به مدیریت عملیات صندوق می‌پردازند و مسئولیت نامحدود دارند.

واژه های کلیدی: ساختار، صندوق سرمایه گذاری جسورانه، مشارکت محدود، شرکت تجاری، بازار سرمایه.

طبقه بندی موضوعی: K2، K22.

DOI: 10.22034/JSE.2022.11683.1775

۲. دانشجوی دکتری، گروه حقوق خصوصی، دانشگاه علم و فرهنگ، تهران، ایران. (نویسنده مسئول). (N.sokouti@gmail.com).

۳. استاد، پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی، تهران، ایران.

۴. دانشیار، گروه حقوق، دانشکده علوم انسانی، دانشگاه علم و فرهنگ، تهران، ایران.

مقدمه

مدت‌هاست سرمایه‌گذاری جسورانه به‌عنوان عاملی برای رشد و توسعه اقتصادی شناخته می‌شود (لرنر^۱، لیمون^۲، تایگ^۳ و روبلز^۴، ۲۰۱۴). به‌طوری‌که در کشورهای پیشرفته، کل فعالیت کارآفرینی تأثیر مثبت چشمگیری بر رشد تولید ناخالص داخلی دارد. چرا که شرکت‌های دانش‌بنیان محرک‌های اصلی نوآوری و رشد اشتغال هستند. از این‌رو تخصیص کارآمد سرمایه به شرکت‌های مرحله اولیه برای موفقیت آنها بسیار مهم است. از طرف دیگر، این صندوق‌ها نقش واسطه‌ای حیاتی در تأمین مالی شرکت‌های کارآفرین و ایجاد فناوری و دانش جدید در اقتصاد دارند. به‌گونه‌ای که این نوع سرمایه‌گذاری منبع مهمی از سرمایه و پشتیبانی از شرکت‌های کارآفرین را فراهم می‌کند (بنگسون^۵ و ریوید^۶، ۲۰۱۵). بنا به این ضرورت است که در بازار سرمایه ایران نیز مورد شناسایی قرار گرفته و اساسنامه و امیدنامه آن به تصویب سازمان بورس و اوراق بهادار رسیده است. از دیدگاه حقوقی این نهاد مالی که در قالب «صندوق سرمایه‌گذاری جسورانه» تشکیل و فعالیت می‌کند، از مصادیق نهادهای مالی بند ۲۱ ماده ۱ قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران به‌شمار می‌رود.

ساختار صندوق سرمایه‌گذاری جسورانه در حقوق ایران روشن نیست و دلیل این امر آن است که این نهاد مالی اساساً به‌وسیله سلسله قراردادها یا روابط متعدد سازمان می‌یابد. در واقع به‌رغم این که در نمونه اساسنامه صندوق، ارکان صندوق احصاء شده ولی اشاره‌ای به ساختار نشده است، پس آنچه مهم می‌نماید لزوم تبیین این امر هست که ارکان یادشده در چه ساختاری انتظام می‌یابد. بنابراین تمایزبخشی بین بازیگرانی که از صندوق به‌عنوان وسیله‌ای برای رسیدن به اهداف خود بهره‌برداری می‌کنند و خود صندوق‌ها، امری ضروری است.

از طرفی، این صندوق از اجتماع چندین رکن تشکیل می‌شود. مطابق بند ۲۲ ماده ۱ نمونه اساسنامه صندوق سرمایه‌گذاری جسورانه مصوب سازمان بورس و اوراق بهادار، منظور از ارکان صندوق، عبارت از مجمع صندوق، هیئت مدیره، مدیر صندوق به‌عنوان رکن اداره‌کننده و متولی و حسابرس به‌عنوان ارکان نظارتی است. ولی آنچه درخور اهمیت است چگونگی ساختاربندی

1. Lerner
2. Leamon
3. Tighe
4. Robles
5. Bengtsson
6. Ravid

این ارکان است. البته روشن‌ست مقصود از ساختاربندی آن است که ساختار صندوق در چه قالبی می‌گنجد. این در حالی است که نمونه اساسنامه نامبرده در خصوص این موضوع، ساکت است. ضرورت روشن شدن ساختار صندوق بدان جهت است که درک سازوکار و چگونگی فعالیت این نهاد مالی، فرع بر آن است. از این رو، بایسته است از یک طرف با نگاه به نظام حقوقی خاستگاه این نهاد مالی و نیز حقوق کشورهای پیشگام در این حوزه بررسی شود، از طرف دیگر با مدنظر قراردادن نمونه اساسنامه یادشده به عنوان سند قانونی و حقوقی ناظر بر سازوکار این نهاد مالی در حقوق داخلی، ساختار آن تبیین و میزان انطباق رویکرد حقوق داخلی با حقوق خارجی در این ارتباط سنجیده شود.

بدین ترتیب، این نوشتار به دنبال بررسی این مسئله است که سازوکار فعالیت صندوق سرمایه گذاری جسورانه چگونه است و ساختار آن کدام است. برای پاسخ به این پرسش، ابتدا به معرفی اجمالی قالب نوعی ساختار صندوق پرداخته می‌شود، آنگاه اجزای این ساختار تشریح می‌شود و سرانجام مزایای ساختار یادشده مورد اشاره قرار می‌گیرد.

قالب نوعی ساختار صندوق سرمایه گذاری جسورانه

«مشارکت محدود» متداول‌ترین ساختار سازمانی صندوق سرمایه گذاری جسورانه و به طور کلی صندوق‌های سرمایه گذاری خصوصی در ایالات متحده است (بلومفیلد^۱، ۲۰۰۵؛ کامینگ^۲ و جوهان^۳، ۲۰۰۹). به گونه‌ای که به تعبیر یکی از نویسندگان آن کشور این ساختار بر صنعت سرمایه گذاری جسورانه چیره شده است (مگینسون^۴، ۲۰۰۱). در انگلیس نیز رایج‌ترین قالب حقوقی که در صنایع سرمایه گذاری جسورانه و سرمایه گذاری در سهام خصوصی مورد استفاده قرار می‌گیرد، شکل «مشارکت محدود» است (پت^۵، ۲۰۰۵؛ ال ال پی^۶، ۲۰۰۶؛ اندناس^۷ و وولدريج^۸، ۲۰۰۹). به این صورت که صندوق‌های سرمایه گذاری جسورانه مثل همه نهادهای دارای ساختار مشارکت محدود، شامل شرکای مالی^۹ و شرکای ضامن هستند^{۱۰}. شرکای مالی

1. Bloomfield
2. Cumming
3. Johan
4. Megginson
5. Pettet
6. LLP
7. Andenas
8. Wooldridge
9. Limited Partners (LPs)
10. General Partners (GPs)

سرمایه را تأمین می‌کنند و شرکای ضامن، مدیریت صندوق را مطابق قرارداد بین شرکای مالی و صندوق سرمایه‌گذاری، جسورانه به‌عهده دارند. در واقع صندوق‌های سرمایه‌گذاری جسورانه را می‌توان به‌وسیله قراردادهایی که روابط بین شرکای مالی، شرکای ضامن و صندوق سرمایه‌گذاری را تعریف می‌کنند، توصیف کرد. در حقیقت، این قراردادها نحوه عملکرد صندوق سرمایه‌گذاری جسورانه را تعیین می‌کنند. یکی از این قراردادها بین صندوق سرمایه‌گذاری جسورانه و شرکای مالی منعقد می‌شود که به‌موجب آن، شرکای مالی متعهد می‌شوند که میزان معینی از سرمایه را به صندوق سرمایه‌گذاری جسورانه پرداخت کنند تا این سرمایه در انواع خاصی از پروژه‌ها که در قرارداد مشخص شده، سرمایه‌گذاری شود. در آن سو، شریک ضامن این حق را دارد که با توجه به نیازهای سرمایه‌گذاری این سرمایه را مطالبه کند (اگمون^۱ و اسجوگرن^۲، ۲۰۱۶).

به‌منظور توضیح بیشتر مطلب باید افزود، عموماً در کشورهای استوار بر نظام حقوقی کامن‌لا از جمله انگلیس، سازمان‌ها و ساختارهای تجاری به‌طور کلی به سه دسته تقسیم شده‌اند که عبارت‌از: تاجر منفرد (یا مالکیت انحصاری)^۳، مشارکت^۴ و شرکت (یا شرکت ثبت شده)^۵ هستند (جادگ^۶، ۱۹۹۹). در این میان، مشارکت خود، به سه نوع مشارکت (یا مشارکت عادی)^۷، مشارکت محدود^۸ و مشارکت با مسئولیت محدود^۹ تقسیم می‌شود (پت، ۲۰۰۵).

مشارکت به‌بیان ساده، رابطه‌ای تعریف شده است که مطابق آن دو یا چند شخص توافق می‌کنند برای ادامه کار کسب‌وکار بنگاه از طریق آمیزه‌داری، دانش یا تخصص مدیریتی خود با قصد تقسیم سود آن همکاری کنند. ابتدایی‌ترین شکل مشارکت، یک مشارکت عمومی (یا عادی) است، که در آن همه شرکا کسب‌وکار را مدیریت می‌کنند و به تنهایی در قبال بدهی‌های آن مسئول هستند، زیرا هر شریک هم نماینده همه شرکا و هم اصیل است و بنابراین می‌تواند بنگاه و سایر شرکا را متعهد سازد. از آنجا که این تعهدات می‌تواند قابل توجه باشد، شکل نامتقارن دیگری با عنوان مشارکت محدود برای ابزار سرمایه‌گذاری ایجاد شده است. در این

1. Agmon

2. Sjogren

3- The Sole Trader; or The Sole Proprietorship

4- The Partnership

5- The Company; or The Registered Company

6. Judge

7- The Partnership; or The Ordinary Partnership

8- The Limited Partnership (LP)

9- The Limited Liability Partnership (LLP)

مشارکت، برخی از شرکا به نام شرکای مالی از اختیار خود برای مدیریت تجارت در ازای مسئولیت محدود در قبال بدهی‌های مشارکت چشم‌پوشی می‌کنند (ماتونت^۱ و میر^۲، ۲۰۰۷). در مقابل، شرکای ضامن عملیات روزمره نهاد تجاری را مدیریت می‌کنند و مسئولیت آنها در قبال بدهی‌ها و تعهدات نهاد تجاری نامحدود است (پیرس^۳ و بارنز^۴، ۲۰۰۶). در حقیقت، مشارکت‌ها به عنوان پلی بین حقوق نمایندگی و حقوق شرکت‌ها عمل می‌کند (بالوزیه^۵، ۲۰۱۳).

به دیگر سخن، مشارکت‌های محدود، همان‌طور که از نام آن پیداست، از جمله مشارکت‌هایی هستند که در آنها دو نوع شریک وجود دارد: شرکای مالی و شرکای ضامن. شرکای مالی مانند سهامداران یک شرکت هستند، از این نظر که مسئولیت آنها در قبال بدهی‌ها و تعهدات نهاد تجاری به میزان سرمایه‌ای که آنها توافق کرده‌اند به نهاد تجاری متعهد شوند، محدود می‌شود. اما (برخلاف سهامدار یک شرکت) این مسئولیت محدود مشروط بر این است که شرکای مالی، «منفعل» باقی بمانند و هیچ گونه دخالتی در مدیریت روزانه کسب و کار مشارکت نداشته باشند. البته در عین حال در دنیای پیچیده یک صندوق سرمایه‌گذاری جسورانه، در مواردی به شرکای محدود اجازه می‌دهد تا حدی به صورت محدود در مدیریت یا راهبردی خاص نقش داشته باشند، به عنوان مثال از طریق رکن کمیته مشورتی (برکری^۶، ۲۰۰۸). به بیان دیگر، این مسئولیت محدود مشروط به آن است که آنها تا آستانه معینی کنترل و مشارکت در تصمیم‌گیری مدیریتی را منظور کنند. در نتیجه، با اعمال کنترل و مشارکت فراتر از آن آستانه، ممکن است قانون با یک شریک مالی مانند یک شریک ضامن رفتار کند. بنابراین، او ممکن است به طور مشترک و یا به تنهایی مسئول بدهی‌ها و تعهدات مشارکت شود (ماتونت و میر، ۲۰۰۷). به این منظور شرکای مالی برای جلوگیری از سلب مسئولیت محدود خود، در تصمیمات مدیریتی، شرکت نمی‌کنند (شَداب^۷، ۲۰۰۹). نمونه اساسنامه صندوق سرمایه‌گذاری جسورانه نیز از این دامنه محدود دخالت تحت عنوان «نفوذ قابل ملاحظه» یاد می‌کند و برپایه ماده ۳۳ آن را عبارت از «توانایی مشارکت در تصمیم‌گیری‌های مربوط به سیاست‌های مالی و عملیاتی واحد تجاری، ولی نه در حد کنترل سیاست‌های مزبور ...» می‌داند. در ادامه نیز اشعار می‌دارد: «... نفوذ

1. Mathonet
2. Meyer
3. Pearce
4. Barnes
5. Balouziyeh
6. Berkery
7. Shadab

قابل ملاحظه معمولاً از طریق انتخاب حداقل یک عضو هیئت مدیره (سایر ارکان اداره‌کننده مشابه) صورت می‌گیرد، اما ممکن است از روابط یا قراردادهای دیگر ناشی شود که به واحد سرمایه‌گذار اجازه مشارکت مؤثر در سیاست‌گذاری را می‌دهد.

بنابراین، می‌توان گفت در حالی که شرایط، ضوابط، حقوق و تعهدات سرمایه‌گذار در قراردادهای مشارکت عادی یا به عبارتی عمومی، غیراستاندارد تعریف می‌شود، ساختار مشارکت محدود در دهه‌های گذشته به یک شبه‌استاندارد، تبدیل شده است (ماتونت و میر، ۲۰۰۷).

نتیجه آن‌که در حقوق خارجی صندوق سرمایه‌گذاری جسورانه از میان سازمان‌ها و ساختارهای تجاری موجود در آن‌ها، از هر دو جنبه ماهیت و ساختار جزو مشارکت‌ها بوده و در میان مشارکت‌ها نیز از نوع مشارکت محدود است. ولی به اعتقاد نگارنده در حقوق داخلی صندوق یادشده از دیدگاه ماهیت از مصادیق تشکیلات و مؤسسات غیرتجاری موضوع ماده ۵۸۴ قانون تجارت است. چه آن‌که دربردارنده شاخصه‌ها و مؤلفه‌های عمده حاکم بر نهادهای یادشده است. زیرا، نخست صندوق نیز همانند تشکیلات و مؤسسات غیرتجاری دارای شخصیت حقوقی است. دوم، موضوع فعالیت صندوق هم به‌مثابه تشکیلات یادشده، انجام امور غیرتجاری است. سوم، لزوم ثبت صندوق مانند آن مؤسسات و پیدا کردن شخصیت حقوقی از تاریخ ثبت در هر دو اینها، بازگوکننده تطابق ماهیت صندوق با طبیعت تشکیلات و مؤسسات یادشده است. ولی از آنجاکه ساختار دارای همان چارچوب مرسوم خارجی است، اینک در زیر اجزای ساختار یاد شده تشریح می‌شود.

شرکای مالی (سرمایه‌گذاران)

۱- وظایف شرکای مالی

سرمایه‌گذاران، شرکای مالی هستند و سرمایه مشخصی را به صندوق متعهد می‌شوند. آنها مدخله‌ای در مدیریت روزمره صندوق ندارند. در عین حال، به این قسم از شرکا نظارت اندکی بر صندوق اعطاء می‌شود، به این صورت که به آن‌ها اجازه می‌دهد در هیات‌های مشورتی یا کمیته‌های سرمایه‌گذاری در حالی که مصون از مسئولیت هستند، قرار گیرند (ماتونت و میر، ۲۰۰۷).

۲- نقش شرکای مالی در صندوق

دارندگان واحدهای سرمایه‌گذاری با تشکیل مجمع صندوق می‌توانند نقش مهمی در صندوق ایفا کنند. در این میان هر چند در عمل به سرمایه‌گذاران، درصد مالکیت کمتری در

مقایسه با شرکت کارآفرین تعلق می‌گیرد اما به واسطه تحصیل امتیازات غیرمالی مربوط به واحدهای سرمایه‌گذاری، نقش مهمی در صندوق ایفا می‌کنند. به این دلیل تأثیر این طیف از شرکا در فعالیت صندوق چشمگیر است.

در یک نگاه کلی و با توجه به نقش آنها، وظایف و مسئولیت‌های سرمایه‌گذاران را می‌توان به سه بخش عمده تبیین سیاست‌گذاری‌ها و تعیین خط‌مشی‌های کلی فعالیت صندوق، کنترل پیاده‌سازی سیاست‌گذاری‌ها و خط‌مشی‌های تعیین شده و کنترل فعالیت عملیاتی صندوق، تقسیم کرد. در زیر به این موارد اشاره می‌شود:

الف- تبیین سیاست‌گذاری‌ها و تعیین خط‌مشی‌های کلی فعالیت صندوق

ماده ۲۹ نمونه اساسنامه با احصاء وظایف و مسئولیت‌های مجمع صندوق، تبیین تدابیر اساسی را در صلاحیت آن مجمع قرار داده است.

با توجه به این که ماده ۲۳ نمونه اساسنامه، تشکیل مجمع صندوق را در صلاحیت «دارندگان واحدهای سرمایه‌گذاری» قرار داده است، منظور از دارندگان واحدهای سرمایه‌گذاری بر اساس ماده ۱ نمونه اساسنامه یادشده که در مقام تعریف اصطلاحات و واژه‌های به کار رفته در اساسنامه، «سرمایه‌گذاران» صندوق است. زیرا از یک طرف بند ۷ ماده ۱ نامبرده، سرمایه صندوق را برابر جمع ارزش واحدهای سرمایه‌گذاری نزد سرمایه‌گذاران به قیمت اسمی دانسته است که شامل هر دو بخش تأدیه شده و تعهد شده آن است، از طرف دیگر به موجب بند ۱۰ ماده ۱ یادشده، «سرمایه‌گذار»، شخصی تعریف شده است که مطابق گواهی سرمایه‌گذاری صادر شده برپایه مفاد اساسنامه، مالک تعدادی از واحدهای سرمایه‌گذاری صندوق است. افزون بر این برابر بند ۱۱ همان ماده، «واحد سرمایه‌گذاری»، کوچک‌ترین جزء سرمایه بیان شده است که برای آن گواهی سرمایه‌گذاری صادر می‌شود.

وانگهی، از آنجا که نخست، به دلالت ماده ۲۳ نمونه اساسنامه، مجمع صندوق از اجتماع دارندگان واحدهای سرمایه‌گذاری تشکیل می‌شود. دوم، مجمع یادشده با در نظر گرفتن وظایف و مسئولیت‌های آن، بالاترین رکن صندوق شمرده می‌شود و سوم موارد یاد شده ناظر به امور کلی و کلان صندوق است، بدین ترتیب باید معتقد بود که سرمایه‌گذاران با گرفتن تصمیم نسبت به آن امور، به تبیین سیاست‌گذاری‌ها و تعیین خط‌مشی‌های کلی فعالیت صندوق می‌پردازند.

ب- کنترل پیاده‌سازی سیاست‌گذاری‌ها و خط‌مشی‌های تبیین شده

ماده ۳۱ نمونه اساسنامه در کنار سایر وظایف و مسئولیت‌های هیئت مدیره، در بند ۱ از سیاست‌گذاری و تعیین خط‌مشی فعالیت صندوق نام برده است. در تبصره آن نیز آمده است: «تمامی ارکان صندوق موظف‌اند در صورت درخواست هیئت مدیره، گزارش‌های مورد نیاز را در اختیار ایشان قرار دهند».

در نگاه اول ممکن است گفته شود با تجویز اختیار «سیاست‌گذاری و تعیین خط‌مشی فعالیت صندوق» به هیئت مدیره در قالب بند ۱، دو رکن مجمع صندوق و هیئت مدیره به صورت مشترک به تبیین سیاست‌گذاری‌ها و تعیین خط‌مشی‌های کلی فعالیت صندوق اقدام می‌کنند. اما به این برداشت ظاهری نباید توجه کرد. با این بیان که منظور از سیاست‌گذاری و تعیین خط‌مشی فعالیت صندوق نامبرده در آن بند، برخلاف معنای ظاهری آن به مفهوم کنترل فعالیت صندوق به واسطه هیئت مدیره و اداره کلی صندوق است، چرا که در غیر این صورت هیئت مدیره دارای اختیارات گسترده‌تری نسبت به مجمع خواهد بود. کما اینکه از یک طرف تعریف بند ۱ ماده ۳۳ نمونه اساسنامه صندوق از «کنترل»، و از طرف دیگر از آنجایی که گفته شد به دلالت ماده ۳۳ نمونه اساسنامه یادشده «نفوذ قابل ملاحظه معمولاً از طریق انتخاب حداقل یک عضو هیئت مدیره (سایر ارکان اداره‌کننده) صورت می‌گیرد»، مفید همین مفهوم است. توضیح مطلب این است که در حقیقت، حقوق هیئت مدیره و کرسی‌های آن تأثیر زیادی بر کنترل تصمیمات صندوق‌ها دارد (کاپلان^۳ و استرومبرگ^۴، ۱۹۹۹). به عبارت دیگر، یکی از جلوه‌های حقوق

۱. ماده ۳۱ نمونه اساسنامه صندوق سرمایه‌گذاری جسورانه: «علاوه بر آنچه در دیگر مواد اساسنامه آمده، وظایف و مسئولیت‌های هیئت مدیره صندوق به شرح زیر است:

۱- سیاست‌گذاری و تعیین خط‌مشی فعالیت صندوق؛

۲- تصمیم‌گیری در مورد خرید، فروش یا حفظ مالکیت دارایی‌های مرتبط با فعالیت اصلی صندوق در چارچوب مقررات، اساسنامه و امیدنامه صندوق در صورتی که مورد سرمایه‌گذاری برابر یا بیش از ۲۰ درصد دارایی‌های صندوق را تشکیل دهد.

۳- تأیید تغییر ترکیب اشخاص کلیدی صندوق در طول فعالیت صندوق؛

۴- تصمیم‌گیری در خصوص تفویض اختیار به مدیر صندوق در مورد خرید، فروش یا حفظ مالکیت دارایی‌های مرتبط با فعالیت اصلی صندوق در چارچوب مقررات، اساسنامه و امیدنامه صندوق و با تعیین حدود و ثغور آن؛

۵- ارائه پیشنهاد تغییرات اساسنامه و امیدنامه به مجمع با توجه آنکه دستیابی به اهداف اولیه تأسیس صندوق بدون انجام آن امکان‌پذیر نباشد.

۶- بررسی و ارائه پیشنهاد تصویب هزینه‌های قابل پرداخت از حساب صندوق به مجمع در مواردی که موضوع هزینه به روشنی در امیدنامه بیان نشده است».

۲. «۱- کنترل: عبارت از توانایی راهبری سیاست‌های مالی و عملیاتی یک شخص حقوقی، به منظور کسب منافع از فعالیت‌های آن است ...».

3. Kaplan

4. Stromberg

کنترل، اختیار انتصاب تعدادی از اعضای هیئت مدیره از ناحیه سرمایه‌گذاران است. در واقع، یکی از کارکردهای اصلی این مکانیزم و پایه وجودی این تمهیدات، جلوگیری از تفوق و برتری مطلق دارندگان واحدهای سرمایه‌گذاری بیشتر بر کمتر است. چه آن‌که از طریق پیش‌بینی مقررات کنترلی از یکه‌تازی و حاکمیت بی‌چون و چرای اشخاصی که بیشترین درصد مالکیت را در اختیار دارند، پیشگیری می‌شود. بر این اساس سرمایه‌گذاران به‌طور کلی تمایل دارند شخصی را در هیئت مدیره منصوب کنند. چرا که عضو هیئت مدیره می‌تواند تا حدودی بر راهبرد دنبال‌شده توسط صندوق تأثیر بگذارد و به حفاظت از سرمایه‌گذاری انجام شده توسط سرمایه‌گذاران کمک کند (برکری، ۲۰۰۸). این است که بندهای ۳ و ۴ ماده ۲۹ نمونه اساسنامه تعیین و تغییر اعضای هیئت مدیره را در صلاحیت مجمع عمومی قرار داده است.

از دیگر سو، یکی از شروطی که در قرارداد بین شرکای مالی و صندوق مد نظر قرار می‌گیرد، واگذاری حق تصویب تصمیمات کلیدی به سرمایه‌گذاران است. حق یادشده به‌واسطه پیش‌بینی هیئت نظارت و انتصاب نمایندگان سرمایه‌گذاران در آن هیئت صورت می‌گیرد. در واقع، رسالت اصلی هیئت نظارت، نظارت بر سیاست‌های دنبال‌شده توسط مدیریت و ارزیابی عمومی امور شرکت است. هیئت نظارت، هیئت مدیره را در موارد خاص، بنا به درخواست یا ابتکار خود در صورت لزوم، راهنمایی می‌کند. این هیئت به‌طور معمول دارای حق تصویب تمام اقدامات مهم صورت گرفته توسط هیئت مدیره است. این کارکردهای هیئت نظارت، آن را به مجمع مناسبی برای سرمایه‌گذاران جسورانه تبدیل می‌کند تا بر شرکت و مدیریت آن نظارت کند و در تصمیماتی که برای شرکت اهمیت اساسی دارد، نقش داشته باشند. بدین ترتیب، سرمایه‌گذار خواهان است کمابیش در همه معاملات سرمایه‌گذاری جسورانه حق انتصاب یا معرفی یک یا چند عضو هیئت نظارت را داشته باشد (دوریز^۱، وانلون^۲ و مول^۳، ۲۰۱۶).
برجسته‌ترین مواردی که سرمایه‌گذاران می‌خواهند تأیید یا کنترل آنها را در دست گیرند به‌قرار زیر است:

تغییرات در طرح کسب‌وکار، تصمیم در مورد استخدام یا عزل مدیران کلیدی، افزایش سرمایه، فروش سهام یا سایر دارایی‌های با اهمیت، انحلال صندوق، ورود به تعهدات یا

1. Devries

2. Vanloon

3. Mol

قراردادهای بزرگ یا طولانی مدت، تغییر شیوه جبران خدمات مدیران و اقدامهای متضمن تعارض منافع (کلونوسکی^۱، ۲۰۱۰).

البته، اصطلاح هیئت مدیره معنای یکسانی ندارد. در برخی نظامهای حقوقی مانند ایالات متحده رویه استاندارد، سیستم هیئت مدیره یک لایه است. در چنین نظامهایی، اصطلاح هیئت مدیره به یکی از مدیران اجرایی و یا غیراجرایی اشاره دارد. در سایر نظامهای حقوقی که مفهوم مدیران غیراجرایی در آنها شناسایی نشده است، یک سیستم هیئت مدیره دو لایه اعمال می‌شود. به این مفهوم که بین یک هیئت مدیره و یک هیئت نظارت قائل به تمایز می‌شوند، که هر یک از آنها یک عنصر مستقل در داخل شرکت هستند. در چنین مواردی وظایف هیئت نظارت، به غیر از ارائه پیشنهادها خاص به هیئت مدیره، تعیین خط‌مشی کسب و کار بنگاه و تعیین و یا عزل اعضای هیئت مدیره، شامل انجام اقدامات اجرایی نیست. سرانجام، نظامهایی وجود دارد که شرکت‌ها می‌توانند سیستم هیئت مدیره یک لایه یا دو لایه را انتخاب کنند (دوریز، وانلون و مول، ۲۰۱۶).

از این دیدگاه، رویکرد انتخاب شده توسط نظام حقوقی داخلی، سیستم یک لایه است، چراکه ماده ۳۰ نمونه اساسنامه، هیئت مدیره صندوق را متشکل از ۳، ۵ یا ۷ شخص حقیقی یا حقوقی می‌داند که یکی از اعضای آن مدیر صندوق است. با توجه به ماده یادشده، نظر به این که مجموع رکن هیئت مدیره از ترکیب اعضای هیئت مدیره به عنوان مدیران غیراجرایی و مدیر صندوق به عنوان مدیر اجرایی تشکیل می‌شود، بر این اساس می‌توان گفت نظام داخلی به سیستم یک لایه نظر داشته است.

بنابراین باید بر آن بود که سرمایه‌گذاران به واسطه هیئت مدیره به نظارت بر پیاده‌سازی سیاست‌گذاری‌ها و خط‌مشی‌های تبیین شده توسط مجمع صندوق مبادرت می‌کنند.

ج- کنترل فعالیت عملیاتی صندوق

- متولی

اقدامات مدیران از سوی ارکان نظارتی شامل متولی و حسابرس مورد مذاقه و تفحص قرار می‌گیرد. ماده ۴۲^۲ نمونه اساسنامه به این موضوع صحنه گذاشته و به‌طور کلی تکالیف مبسوطی

1. Klonowski

۲. ماده ۴۲ نمونه اساسنامه صندوق سرمایه‌گذاری جسورانه: «علاوه بر آنچه در سایر مواد اساسنامه و امیدنامه ذکر شده، وظایف و مسئولیت‌های متولی به قرار زیر است:

را در گستره اقتدار متولی پیش‌بینی کرده است. به این ترتیب متولی با پرداختن به امور گفته شده مانند بازوی نظارتی و حافظ منافع سرمایه‌گذاران عمل می‌کند. بنابراین می‌توان گفت نقش متولی در صندوق کمابیش همسان با کارکرد بازرس در شرکت‌های سهامی است.

- حسابرس

رکن دیگر نظارتی، حسابرس است که حسب ماده ۴۴ نمونه اساسنامه در راستای وظایف محوله از جانب سرمایه‌گذاران، بررسی اصول و رویه‌های کنترل داخلی مدیر در اجرای وظایف یادشده در اساسنامه و اظهارنظر در خصوص کفایت یا ضعف این اصول و رویه‌ها و آرایه راه‌حل‌های پیشنهادی برای رفع نقایص احتمالی، همچنین بررسی و اظهارنظر در خصوص موارد زیر در موعدهای مقرر: صورت‌های مالی {شش ماهه و سالانه} صندوق با رعایت استانداردهای حسابرسی و با در نظر گرفتن استانداردهای ملی حسابداری کشور و دستورالعمل‌های ابلاغی از

۱- تعیین و معرفی شخص یا اشخاصی از بین مدیران یا کارکنان مورد وثوق خود به عنوان نماینده یا نمایندگان و دارنده امضای مجاز از طرف متولی در امور مربوط به صندوق و تعیین حدود اختیار هر یک؛ ۲- بررسی و تأیید تقاضای مدیر برای افتتاح حساب یا حساب‌های بانکی صندوق؛ ۳- نظارت بر کلیه عملیات مالی صندوق به منظور حصول اطمینان از این که رویدادهای مالی صندوق به طور کامل و به روش صحیح در حساب‌های صندوق ثبت می‌شود و کلیه مدارک و مستندات مربوط جمع‌آوری و به روش صحیح نگهداری می‌شود؛ ۴- بررسی و اظهارنظر راجع به کفایت نظام کنترل داخلی مدیر صندوق به منظور اطمینان معقول از اینکه (الف) اساسنامه و مقررات توسط اشخاص مذکور رعایت می‌شود. (ب) گزارش‌های تهیه شده توسط اشخاص مذکور راجع به وضعیت مالی و عملکرد صندوق به شکل منصفانه‌ای منعکس کننده واقعیات خواهد بود. (ج) از دارایی‌های صندوق محافظت شده و در جهت اهداف صندوق به شکل کارایی به کار گرفته می‌شوند؛ ۵- نظارت بر مشارکت متعارف و انجام وظایف اعضای کمیته سرمایه‌گذاری معرفی شده از طرف مدیر صندوق؛ ۶- نظارت بر فرایند خروج صندوق از موارد سرمایه‌گذاری شده در موضوع اصلی فعالیت صندوق و رعایت حقوق هر یک از مشارکت‌کنندگان؛ ۷- بررسی و تأیید دریافت‌ها و پرداخت‌های صندوق مطابق اساسنامه؛ ۸- دریافت و نگهداری اطلاعات هویتی و اطلاعات حساب بانکی هر سرمایه‌گذار به منظور انجام کلیه عملیات دریافت و پرداخت وجوه میان سرمایه‌گذار و صندوق؛ ۹- نگهداری حساب هر سرمایه‌گذار شامل مبالغ پرداختی و دریافتی، مبلغ تأدیه شده و در تعهد سرمایه‌گذار، تعداد واحدهای سرمایه‌گذاری صادره به نام وی، تعداد واحدهای سرمایه‌گذاری ابطال شده به درخواست وی و تعداد واحدهای سرمایه‌گذاری در تملک وی؛ ۱۰- نظارت بر وثیقه شدن و از وثیقه خارج شدن واحدهای سرمایه‌گذاری مطابق قوانین و مقررات؛ ۱۱- دریافت اطلاعات مربوط به معاملات روزانه صندوق در پایان هر روز کاری و نظارت بر مانده وجوه صندوق؛ ۱۲- دریافت و نگهداری اوراق بهادار صندوق که در بورس پذیرفته نشده است و نظارت بر فروش آن‌ها و واریز وجوه به حساب بانکی صندوق؛ ۱۳- پیشنهاد نصب، عزل و میزان حق‌الزحمه حسابرس صندوق به مجمع صندوق جهت تصویب؛ ۱۴- نظارت مستمر بر عملکرد مدیر به منظور حصول اطمینان از رعایت مقررات، مفاد اساسنامه و امیدنامه صندوق و گزارش موارد تخلف به سازمان و سایر مراجع ذیصلاح؛ ۱۵- بررسی و حصول اطمینان از آرایه به موقع گزارش‌ها و نظرات حسابرس؛ ۱۶- نظارت و حصول اطمینان از انتشار به موقع اطلاعات صندوق توسط مدیر؛ ۱۷- طرح موارد تخلف هیئت مدیره، مدیر و حسابرس صندوق از مقررات، مفاد اساسنامه و امیدنامه نزد سازمان و سایر مراجع ذیصلاح و پیگیری موضوع تا حصول نتیجه نهایی؛ ۱۸- طرح موارد تخلف هیئت مدیره، مدیر و حسابرس صندوق نزد مراجع صالح قضایی در صورتی که طبق قوانین موضوعه تخلف یادشده جرم محسوب شود و پیگیری موضوع تا حصول نتیجه نهایی؛ ۱۹- نظارت و حصول اطمینان از محاسبه و پرداخت صحیح و به موقع مالیات‌های قانونی».

سوی سازمان، نیز صحت گزارش‌های مدیر صندوق در مورد عملکرد صندوق {در دوره‌های شش ماهه و سالانه} را در دستور کار قرار می‌دهد. بدین وسیله سرمایه‌گذاران با گماردن متولی و حسابرس بر فعالیت عملیاتی صندوق اعمال کنترل می‌کنند.

۳- حدود مسئولیت شرکای مالی

شرکای مالی مسئولیت محدود دارند. در حقوق ایران نیز این نوع مسئولیت از قسمت آخر ماده ۱۷ نمونه اساسنامه که اشعار داشته: «... مسئولیت سرمایه‌گذاران در قبال تعهدات صندوق، صرفاً محدود به مبلغ اسمی سرمایه‌گذاری آن‌ها است»، قابل برداشت است. البته در حقوق خارجی برای داشتن مسئولیت محدود، سرمایه‌گذاران باید خود را از تصمیم‌گیری دور نگه دارند. در حقوق داخلی نیز همین نظر قابل تأیید است و این امر از بخش پایانی ماده ۳۵ نمونه اساسنامه که مقرر داشته است: «... حق تصمیم‌گیری در مورد دارایی‌های صندوق در چارچوب این اساسنامه، امیدنامه و سیاست‌های تعیین شده توسط هیئت مدیره، از اختیارات مدیر صندوق است»، قابل استنباط است. بنابراین، شرکای محدود در مورد سرمایه‌گذاری شخصی تصمیم نمی‌گیرند، آن‌ها برای انجام این کار به شریک ضامن اعتماد می‌کنند (برکری، ۲۰۰۸).

۴- شرکای ضامن

الف- وظیفه شرکای ضامن

گفته شد مشارکت‌های محدود تشکلهایی با حداقل یک شریک ضامن و حداقل یک شریک مالی هستند. در حالی که شرکای مالی بیشتر سرمایه‌گذاران منفعل و بدون هرگونه اختیار مدیریتی هستند، شرکای ضامن اداره مشارکت را عهده‌دار هستند (بالوزیه، ۲۰۱۳). به عبارت دیگر، تیمی از مدیران سرمایه‌گذاری مدیر صندوق خواهند بود که از آن به عنوان «شریک ضامن» یاد می‌شود (کریستیفیدز^۱ و دباند^۲، ۲۰۰۱).

در حقوق ایران نیز مدیریت عملی امور صندوق توسط مدیر صندوق صورت می‌گیرد. به طوری که شرح وظایف و مسئولیت‌های گسترده پیش‌بینی شده برای مدیر صندوق در ماده ۳۶ نمونه اساسنامه که واجد خصیصه اجرایی هستند، روشن‌گر این امر است. تا آنجا که بند ۱۷ ماده

1. Christifidis

2. Debande

یادشده، مدیر را نماینده صندوق در برابر سرمایه‌گذاران، کلیه ادارات دولتی و غیردولتی، مراجع قضایی و سایر اشخاص حقیقی و حقوقی معرفی کرده است. افزون بر این‌ها، بخش پایانی ماده ۳۵ همان اساسنامه که حق تصمیم‌گیری در مورد دارایی‌های صندوق در چارچوب اساسنامه، امیدنامه و ساسیت‌های تعیین شده توسط هیئت مدیره را از اختیارات مدیر صندوق برشمرده شده است، مزید این موضوع است.

البته انجام این مهم از سوی مدیر صندوق مستلزم تشکیل کمیته سرمایه‌گذاری است. گفتنی است، مبنای وجودی کمیته سرمایه‌گذاری مد نظر قرار دادن معاملات مورد توجه در صندوق سرمایه‌گذاری جسورانه و نظارت بر کل سبد سهام صندوق است. در همین راستا، در بیشتر صندوق‌ها کمیته یادشده بر روی سه موضوع تمرکز دارد: تثبیت فرآیند سرمایه‌گذاری، توسعه تخصیص دارایی و نظارت بر معاملات جاری (کلونوسکی، ۲۰۱۰). در نظام داخلی نیز رسالت اصلی کمیته سرمایه‌گذاری مطابق تبصره ۱ ماده ۳۶ نمونه اساسنامه صندوق حول محور بند ۲ ماده ۳۶ همان اساسنامه مبنی بر «بررسی و انتخاب موارد قابل سرمایه‌گذاری در چارچوب سیاست‌های تعیین شده از طرف هیئت مدیره» روشن‌گری می‌شود. بنابراین بر همین پایه است که ماده ۳۸ نمونه اساسنامه، مدیر صندوق را مکلف کرده است به منظور انجام فعالیت سرمایه‌گذاری خود برای صندوق، کمیته‌ای تحت عنوان «کمیته سرمایه‌گذاری» متشکل از اشخاص کلیدی که مشخصات آنان در امیدنامه یاد شده است، تشکیل دهد. در ادامه مقرر کرده است: وظایف کمیته یادشده به شرح زیر است:

- ۱- ارائه پیشنهاد به مدیر صندوق در مورد خرید، فروش یا حفظ مالکیت دارایی‌های صندوق؛
- ۲- بررسی و معرفی فرصت‌های بازار به مدیر صندوق جهت تصمیم‌گیری در خصوص سرمایه‌گذاری جدید؛
- ۳- پایش تداوم شرایط حاکم به فضای اقتصادی برای توجیه داشتن پروژه از حیث ریسک و بازدهی؛
- ۴- تعیین ترتیب و جزئیات تقسیم عواید صندوق در چارچوب امیدنامه؛
- ۵- تبیین سازوکار لازم در صورتی که خروج از سرمایه‌گذاری‌ها تا انتهای دوره خروج میسر نباشد.
- ۶- تبیین سازوکار لازم در صورتی که خروج از سرمایه‌گذاری‌ها قبل از مواعد و یا مراحل تعیین شده در امیدنامه انجام پذیرد.

۷- سایر وظایف و اختیارات تفویضی از سوی مدیر صندوق.

به‌طور کلی می‌توان گفت نقش کمیته سرمایه‌گذاری ارائه رهنمودهایی به مدیر صندوق به‌منظور انجام هر چه بهتر و کارآمد وظیفه مدیریت صندوق سرمایه‌گذاری جسورانه است. همچنین بیان شد، این نکته ضرورت دارد تمهیداتی که مدیران اجرایی را ملزم به مشارکت در سرمایه‌گذاری در صندوق می‌کند، انگیزه‌های دست‌یابی به عملکرد بالا را افزایش می‌دهد (اسچمیدت^۱ و وارنبوری^۲، ۲۰۰۳). آنها بیشتر سهم چشمگیری از دارایی شخصی خود به میزان ۱٪ از کل سرمایه صندوق را در صندوق سرمایه‌گذاری می‌کنند تا در صورت کم‌کاری در معرض خطر قرار گیرند و بدین طریق اعتماد خود را به موفقیت نشان می‌دهند. این مشوق‌ها به مدیران صندوق انگیزه می‌دهند که زمانی ریسک‌های بزرگی را به‌عهده بگیرند که معتقد باشند بازده بالقوه بالا است و به این ترتیب منافع خود را با منافع شرکای مالی هم‌سو می‌کنند (ماتونت و میر، ۲۰۰۷). بنابراین بر این مناسبت که تبصره ۳ ماد ۱۹ نمونه اساسنامه مقرر داشته است که: «مدیر صندوق باید حداقل یک درصد واحدهای سرمایه‌گذاری صندوق را خریداری نموده و در تمام طول مدت مدیریت صندوق در مالکیت خود داشته باشند».

ب- حقوق شرکای ضامن

صندوق سرمایه‌گذاری جسورانه برای مدیریت سرمایه‌گذاری‌ها در هر مشارکت محدود دو نوع جبران خدمات دریافت می‌کند: جزء ثابت، «هزینه مدیریت» و جزء مربوط به عملکرد که عبارت از «سود انتقالی» است (اسچمیدت و وارنبوری، ۲۰۰۳؛ رامسینگانی^۳، ۲۰۱۴).

کارمزد (هزینه) مدیریت^۴: کارمزد مدیریت، هزینه‌ای است که صندوق‌های سرمایه‌گذاری جسورانه حق دارند از شرکای مالی خود به عنوان پول برای مدیریت عملیات کسب‌وکار بدون در نظر گرفتن کارایی صندوق دریافت کنند (فلد^۵ و مندلسون^۶، ۲۰۱۶). این کارمزد تابعی از کل مبلغ تعهد شده به یک صندوق است و میزان آن به‌طور معمول بین ۱/۵ تا ۲٪ از کل مبلغی که صندوق مدیریت می‌کند، تعیین می‌شود (امسکاسکیل^۷، ۲۰۰۹؛ ماتونت و میر، ۲۰۰۷). ماده

1. Schmidt
2. Wahrenbury
3. Ramsinghani
4. Management fee
5. Feld
6. Mendelson
7. Mckaskill

۴۷ نمونه اساسنامه صندوق که به بیان هزینه‌های کلی صندوق تخصیص یافته، مقرر می‌دارد: «هزینه‌های صندوق که با رعایت سقف تعیین شده در امیدنامه صندوق با ارائه اسناد مثبته از محل دارایی‌های صندوق قابل پرداخت هستند به شرح ذیل می‌باشد: ...» و در ادامه طی بندهای ۳، ۴ و ۵، هزینه‌هایی را که مربوط به مدیریت صندوق می‌شود، مورد اشاره قرار می‌دهد. بند ۱۰ نمونه امیدنامه صندوق سرمایه‌گذاری جسورانه نیز تحت عنوان «سقف کارمزدها و هزینه‌ها و نحوه پرداخت» ناظر به ماده ۴۷ یادشده در بالا، این هزینه‌ها را با جزئیات بیشتری پیش‌بینی می‌کند. در این سند در خصوص حق الزحمه اعضای هیئت مدیره آمده است: «حداکثر تا سقف {۵ میلیون ریال} برای برگزاری مجمع در طول یک سال مالی با ارائه مدارک مثبته با تصویب صندوق». در ارتباط با کارمزد مدیر هم اشعار می‌دارد: «در هر سال ۱ درصد ارزش تعدیل شده خالص دارایی‌های صندوق تا سقف {۱۰۰ میلیارد ریال و ۵٪ درصد مازاد بر {۱۰۰ میلیارد ریال}؛ در صورت خاتمه قرارداد مدیر از سوی صندوق معادل {۱۲} برابر میانگین حق الزحمه ۳ ماه انتهایی اداره صندوق به او پرداخت می‌شود».

در سال‌های اولیه یک صندوق، این هزینه ممکن است بسیار زیاد به نظر برسد، زیرا ممکن است تنها ۲۰ تا ۴۰٪ از صندوق برداشت و سرمایه‌گذاری شده باشد. به عنوان مثال، در پایان سال اول، اگر ۲۰٪ از صندوق برداشت و سرمایه‌گذاری شده و ۲٪ از این صندوق در هزینه‌های مدیریت هزینه شود، هزینه به عنوان درصدی از پول در گردش، ۱۰٪ است، در طول عمر صندوق این کاهش می‌یابد. کارمزد مدیریت کلیه عملیات صندوق سرمایه‌گذاری جسورانه اعم از تمام حقوق کارکنان سرمایه‌گذاری و هزینه‌های مربوط به مدیریت کسب و کار توسط شریک ضامن را شامل می‌شود (برکری، ۲۰۰۸).

اشاره به این نکته لازم می‌نماید که صندوق سرمایه‌گذاری جسورانه این هزینه مدیریت را به درستی مستقل از موفقیت در سرمایه‌گذاری دریافت می‌کنند. در بلند مدت، تنها نتیجه موفقیت سرمایه‌گذاری در هزینه، توانایی شرکت برای جذب صندوق دیگر است. اگر شرکت بازده مثبت معنی‌دار نداشته باشد، با گذشت زمان در جذب صندوق اضافی مشکل خواهد داشت (فلد و مندلسون، ۲۰۱۶).

۱. بند ۳: «حق الزحمه و کارمزد ارکان صندوق که میزان و نحوه محاسبه آن در امیدنامه قید شده است».

بند ۴: «حق الزحمه و کارمزد اشخاص کلیدی در صورتی که در امیدنامه مستقل از کارمزد مدیر صندوق پیش‌بینی شده باشد».

بند ۵: «حق حضور و پاداش اعضای هیئت مدیره که میزان و نحوه محاسبه آن در امیدنامه قید شده است».

سود انتقالی^۱: سود انتقالی، بهره‌ای است که مدیران صندوق سرمایه‌گذاری جسورانه پس از بازگشت پول به سرمایه‌گذاران (شرکای مالی) دریافت می‌کنند (فلد و مندلسون، ۲۰۱۶). توضیح مطلب این است که به مدیران صندوق سرمایه‌گذاری جسورانه که یک صندوق را اداره می‌کند، ۲۰٪ سود انتقالی در صندوق اختصاص خواهد یافت. این بدان معنی است که به این صندوق ۲۰٪ از کل سود تعلق خواهد گرفت، زمانی که شرکای مالی ۱۰۰٪ سرمایه صندوق را دریافت کردند. به‌عنوان مثال، اگر صندوق ۱۰۰ میلیون دلاری، ۲۵۰ میلیون دلار از سرمایه‌گذاری خود برگردانده باشد، ۲۰٪ از ۱۵۰ میلیون دلار (یعنی سود) به شرکای شرکت سرمایه‌گذاری جسورانه اختصاص می‌یابد. در این فرض ۳۰ میلیون دلار (امسیکاسکیل، ۲۰۰۹). در این مورد در امیدنامه صندوق در ردیف مربوط به پاداش عملکرد و زیر عنوان چگونگی محاسبه هزینه، که قابل تغییر است به‌صورت پیش فرض بیان شده است: «۲۰ درصد سود محقق‌شده صندوق از فروش سرمایه‌گذاری‌ها یا سود نقدی دریافتی به مدیر صندوق پرداخت می‌شود...».

چند نکته در مورد سود انتقالی:

- بازده مورد انتظار^۲: قبل از پرداخت سود انتقالی، ممکن است صندوق دارای نرخ بازده داخلی مورد انتظار باشد. چه بسا هنگامی که این بازده مورد انتظار به دست آمد، یک بند تسویه پیش‌بینی می‌شود تا سود تمام سودهای بالاتر از سرمایه تعهد شده صندوق - نه تنها سودهای بالاتر از بازده مورد انتظار - پرداخت شود. بر این اساس، ممکن است سود انتقالی تا زمانی که بازده کل از آستانه توافق شده فراتر نرود، پرداخت نشود (امسیکاسکیل، ۲۰۰۹). گفتنی است در واقع اینکه ادامهٔ بند ناظر به پاداش عملکرد یادشده در بالا مقرر داشته: «پرداخت این پاداش مستلزم تحقق شرایط زیر است: مجموع سود فروش سرمایه‌گذاری و سود نقدی سبد سرمایه‌گذاری از بدو تأسیس باید میانگین بازده سالانه‌ای بیش از $\{1/3\}$ برابر بازده سالانه اوراق مشارکت دولتی با سررسید ۵ ساله داشته باشد. نرخ بازده داخلی سالانه (با احتساب سود محقق شده و نشده) بیش از میانگین نرخ تورم دو سال آخر به‌علاوه $\{10\}$ درصد باشد»، در مقام بیان این نکته است.

1. Carried interest

اصطلاح سود انتقالی به بازگشت قرون وسطی در جنوا، پیزا، فلورانس و ونیز بر می‌گردد. این بازگشتان با کشتی‌های متعلق به اشخاص دیگر بار (محموله) حمل می‌کردند و ۲۰٪ از سود نهایی محصول انتقالی را به دست می‌آوردند (رومنز، ۲۰۱۳).

2. Hurdle rate

- نحوه تقسیم: یکی از مسایل مهم برای شرکای ضامن، نحوه تقسیم سود انتقالی بین شرکای خود در صندوق است. بیشتر صندوق‌ها تخصیص مساوی سود انتقالی بین شرکا ندارند (فلد و مندلسون، ۲۰۱۶). در این راستا، برخی از صندوق‌ها دارای یک خط مستقیم سود انتقالی هستند، اما احتمال دارد دیگر صندوق‌ها دارای ساختار طبقه‌بندی شده بین شرکای ارشد و شرکای جزء باشند که متناسب با سابقه یا عملکرد آنها تعیین شده و دیگر کارکنان، یک بخش ناچیز دریافت کنند. در واقع، شرکای مالی می‌خواهند یک شکاف بین شرکای قدیمی تأمین کننده و کسانی که هم‌اکنون در حال ورود هستند، وجود داشته باشد. بنابراین شرکای حاضر در یک صندوق سرمایه‌گذاری جسورانه از سود انتقالی بهره‌مند می‌شوند (برکری، ۲۰۰۸). به‌طور خلاصه، سود انتقالی و تقسیم آن می‌تواند متأثر از تجربه و کارایی باشد (رامسینگانی^۱، ۲۰۱۴).
- زمان تقسیم: بیشتر صندوق‌ها به‌گونه‌ای ساختار می‌یابند که سود پس از پوشش تمام زیان‌های قبلی در صندوق و در پایان عمر یک صندوق درست پس از تحقق تمام سرمایه‌گذاری‌ها پرداخت شود (رامسینگانی، ۲۰۱۴؛ ارون‌دلی^۲، ۲۰۰۷).

ج- حدود مسئولیت شرکای ضامن

این قسم شرکا مسئولیت نامحدود دارند. مطابق بند ۲ از زیر بخش بند ۴ قانون مشارکت محدود ۱۹۰۷ انگلیس، «مشارکت محدود باید از یک یا چند شخص به‌نام شرکای ضامن تشکیل شده باشد که مسئولیت کلیه بدهی و تعهدات بنگاه (مشارکت) را به عهده خواهد داشت...». در حقوق آمریکا نیز به‌عنوان یک قاعده کلی بموجب بند (a) بخش ۳۰۶ از قانون یکنواخت مشارکت ۱۹۹۷، «به استثنای مواردی که در زیر بخش‌های (b) و (c) [آن بند] مقرر شده است، همه شرکا به‌صورت تضامنی و جداگانه در قبال کلیه بدهی‌ها، تعهدات و سایر مسئولیت‌های مشارکت، مسئول هستند...». اما در حقوق آن کشور یکی از استثنائات قاعده عمومی یادشده وضعیت شرکای مالی در مشارکت محدود عنوان شده است. به‌گونه‌ای که گفته شده است یکی از جذاب‌ترین ویژگی‌های مشارکت محدود، مسئولیت محدود شخصی در نظر گرفته شده برای شرکای مالی است. به این معنی که شریک محدودی (مالی) که بهره خود را پرداخت کرده است، دیگر هیچ مسئولیتی در قبال مشارکت محدود یا طلبکاران آن ندارد. در مقابل، شرکای ضامن

1. Ramsinghani

2. Arundale

مشارکت محدود مسئولیت نامحدودی دارند (من^۱ و روبرتز^۲، ۲۰۰۹). در حقوق داخلی هم مستند قانونی مسئولیت نامحدود مدیران صندوق تبصره ۸ ماده ۳۰ نمونه اساسنامه است که اشعار می‌دارد: «اشخاص حقوقی عضو هیئت مدیره و نمایندگان آنها و اشخاص حقیقی عضو هیئت مدیره در مورد تخلف از اساسنامه و امیدنامه صندوق و مقررات مصوب، در قبال سرمایه‌گذاران و اشخاص ثالث مسئولیت تضامنی دارند».

دلیل این امر را می‌توان در انگیزه شرکای ضامن برای جلب اطمینان شرکای مالی به عنوان سرمایه‌گذاران دانست.

مقایسه صندوق با شرکت‌های تجاری

در نگاه اول ممکن است به نظر برسد که صندوق سرمایه‌گذاری جسورانه به لحاظ ماهیت همان شرکت تجاری است، ولی این تصور منطبق بر واقع نیست، چرا که این دو نهاد دارای تفاوت‌های اساسی از یکدیگر هستند که در زیر به مقایسه آنها پرداخته می‌شود.

(۱) به لحاظ ماهیت:

در حالی که بیشتر شرکت‌های تجاری برای انجام امور تجاری تشکیل می‌شوند و از نهادهای تجاری موضوع ماده ۲۰ قانون تجارت محسوب می‌شوند، ولی از آنجا که مطابق ماده ۳ نمونه اساسنامه صندوق سرمایه‌گذاری جسورانه، موضوع فعالیت اصلی صندوق عبارت است از جمع-آوری منابع مالی و سرمایه‌گذاری در اوراق مالکیت اشخاص حقوقی به منظور به بهره‌برداری رساندن و تجاری‌سازی دارایی‌های یاد شده است، بدین ترتیب موضوع فعالیت صندوق انجام امور تجاری نیست. از این رو، از پایه صندوق شرکت تجاری محسوب نمی‌شود.

(۲) به لحاظ ساختار داخلی:

الف- از نظر نحوه مدیریت: تفاوت دیگر به نحوه مدیریت این دو باز می‌گردد. در حالی که مدیریت شرکت‌های تجاری از طریق رکن داخلی آنها انجام می‌شود، ولی مدیریت صندوق ممکن است به واسطه برون‌سپاری آن صورت گیرد.

1. Mann

2. Roberts

ب- از نظر وجود رکن مشاور: به دلالت ماده ۳۸ نمونه اساسنامه، مدیر مکلف است به منظور انجام فعالیت سرمایه‌گذاری خود برای صندوق، کمیته‌ای تحت عنوان «کمیته سرمایه‌گذاری» متشکل از اشخاص کلیدی تشکیل دهد، حال آن‌که چنین رکنی در شرکت‌های تجاری وجود ندارد.

۳) از نظر مدت فعالیت: حسب ماده ۴ نمونه اساسنامه صندوق مصوب سازمان بورس، دوره فعالیت صندوق حداکثر ۷ سال است، این در حالی است که دوره فعالیت شرکت‌های تجاری لزوماً محدود نیست، کمااینکه عموماً نیز برای یک دوره نامحدود تشکیل می‌شود.

۴) از دیدگاه قانونگذار: قید «صندوق‌های سرمایه‌گذاری» در کنار «شرکت‌های سرمایه‌گذاری» به عنوان مصادیق نهادهای مالی در بند ۲۱ ماده ۱ قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران روشن‌گر آن است که از دید قانون‌گذار نیز این دو نهاد دارای تفاوت بنیادین هستند.

مزایای ساختار رایج

ساختار یادشده واجد چندین مزیت اساسی است:

۱) در کشورهای مورد اشاره گفته شده است ساختارهای یاد شده از مالیات مضاعف بر سود با فرض این که اگر در قالب شرکت بودند، جلوگیری می‌کنند یا حداقل آنها را کاهش می‌دهند (کامینگ^۱، فلمینگ^۲ و اسچیوینباچر^۳، ۲۰۰۷؛ بارروت، ۲۰۱۶). به دیگر سخن، شرکت‌ها ابزارهایی هستند که از نظر مالیاتی کارایی دارند، بدین نحو که سود سرمایه زمانی مشمول مالیات می‌شود که توسط شریک دریافت می‌شود و نه در صندوق. اگر این صندوق به عنوان یک شرکت تشکیل شده باشد، سود حاصل از آن در شرکت مشمول مالیات می‌شود و در صورت دریافت توسط سرمایه‌گذار، ممکن است مشمول مالیات مضاعف شود (برکری، ۲۰۰۸). در این ارتباط عنوان شده است مشارکت محدود موفق به ترکیب «شفافیت مالیاتی» می‌شود. به این معنی که در اصل با

1. Cumming

2. Fleming

3. Schwiendbacher

نهاد یادشده با مقاصد مالیاتی برخورد نمی‌شود و با شریک محدود به‌عنوان سرمایه‌گذار مستقیم در دارایی‌های سبد سهام رفتار می‌شود (پیرس و بارنس، ۲۰۰۶).

(۲) آنها مسئولیت نامحدود مدیران صندوق را مجاز می‌دانند، در حالی که مسئولیت محدود برای شرکای مالی در نظر می‌گیرند. مدیر صندوق در عملیات روزانه صندوق نقش دارد و می‌تواند بدون دخالت سرمایه‌گذاران تصمیم بگیرد یا در غیر این صورت سرمایه‌گذاران جسورانه خطر از دست دادن وضعیت مسئولیت محدود خود را دارند. یعنی سرمایه‌گذاران در صندوق خود را به‌عنوان شرکای مالی قرار می‌دهند-مسئولیت محدود به میزان سرمایه‌گذاری خود- و برای اینکه سرمایه‌گذاران شریک با مسئولیت محدود شمرده شوند، باید از تصمیم‌گیری جدا باشند. در نتیجه، شرکای مالی در مورد سرمایه‌گذاری‌های خود تصمیم نمی‌گیرند، آنها برای انجام این کار به شرکای ضامن تکیه می‌کنند (کامینگ، فلمینگ و اسپوینباچر، ۲۰۰۷؛ برکری، ۲۰۰۸).

(۳) این نوع مشارکت با توجه به این که بر پایه قرارداد ساختار می‌یابد، از این رو واجد وصف «انعطاف‌پذیری» بوده و با لحاظ اینکه منافع طرفین به بهترین وجه تأمین شود، گفت‌وگو می‌شود (کامینگ، فلمینگ و اسپوینباچر، ۲۰۰۷). در توضیح بیشتر این ویژگی انعطاف‌پذیری مشارکت محدود گفته شده است که مشارکت‌ها مطابق اساسنامه خود میزان بالایی از تکامل و انعطاف‌پذیری را در پی دارند. با هیچ‌یک از محدودیت‌ها و موانعی که به‌طور معمول برای شرکت‌ها به‌موجب مقررات ناظر به تأسیس آنها اعمال می‌شود، روبرو نیست. اما در عین حال مسئولیت محدود را برای سرمایه‌گذاران منفعل یعنی شرکای مالی، به‌همان روشی که برای سهامداران یک شرکت وجود دارد، به ارمغان می‌آورد (پیرس و بارنز، ۲۰۰۶).

(۴) استفاده غالب از ساختار مشارکت محدود نتیجه عدم تقارن شدید اطلاعاتی و مشکلات انگیزشی است که در بازار سرمایه‌گذاری خصوصی وجود دارد (ماتونت و میر، ۲۰۰۷). به‌بیان روشن‌تر، سود احتمالی شرکای ضامن در گرو حصول سود برای شرکای مالی به‌عنوان سرمایه‌گذاران صندوق است. از این رو است که در قراردادهای منعقد معمولاً شرطی موسوم به بازده مورد انتظار پیش‌بینی می‌شود که مطابق آن تقسیم سود بین طرفین صندوق وابسته به حصول حداقل معینی از سود است که تا آن مقدار مورد انتظار حاصل نشود، تقسیم سودی صورت نمی‌گیرد. از طرف دیگر، این ساختار، سازوکارهای

قراردادی موجود (جبران خدمات، میثاق‌ها و محدودیت‌ها) را که برای همسان‌سازی انگیزه‌های سرمایه‌گذاری جسورانه با سرمایه‌گذاران لازم است منعکس می‌کند (کریستیفیدز و دباند، ۲۰۰۱).

نتیجه‌گیری

صندوق سرمایه‌گذاری جسورانه مجموعه‌ای از روابط قراردادی است. به این دلیل این نهاد می‌تواند ساختارهای مختلف داشته باشد. در این میان، اصل اساسی در موضوع ساختار صندوق‌های سرمایه‌گذاری جسورانه، تمایزبخشی بین شرکای مالی به‌عنوان سرمایه‌گذاران و شرکای ضامن به‌عنوان مدیران صندوق است.

در حقوق خارجی، ساختار متداول صندوق سرمایه‌گذاری جسورانه، «مشارکت محدود» است. این ساختار از دو قسم شرکا تشکیل می‌شود، شرکای مالی و شرکای ضامن. شرکای مالی وظیفه تأمین مالی (سرمایه) صندوق - غالباً به‌میزان ۹۹٪ از کل سرمایه - را به‌عهده دارند. در عوض هیچ نقشی در مدیریت روزانه صندوق ندارند. مسئولیت این شرکا محدود بوده و حداکثر به‌میزان آورده آنها، محدود می‌شود. البته شرکای مالی همواره با خطر از دست‌دادن مسئولیت محدود روبرو هستند. به این صورت که چنانچه آنها در مدیریت صندوق دخالت کنند، مسئولیت آنها از محدود به نامحدود تبدیل می‌شود. در واقع در چنین حالتی چنین تصور می‌شود که با چنین اقداماتی موقعیت آنها به شریک ضامن تغییر می‌یابد. بی‌گمان این امر مانع از این نیست که ارکان نظارتی به‌عنوان بازوی نظارتی سرمایه‌گذاران عمل کنند. در مقابل شرکای ضامن وظیفه مدیریت صندوق را به‌عهده دارند - سهم اینها از سرمایه معمولاً ۱٪ از مبلغ سرمایه‌گذاری است - شرکای ضامن می‌توانند این وظیفه را راساً یا با برون‌سپاری آن به شرکت‌های مدیریت، انجام دهند. در مقابل، این قسم شرکا در قبال مسئولیت نامحدود و نیز مدیریت صندوق، از حق الزحمه مدیریت و سود انتقالی بهره‌مند می‌شوند.

در حقوق ایران نیز نمونه اساسنامه صندوق استوار بر سازوکار ساختار مشارکت محدود خارجی بنا نهاده شده است. چه آنکه نخست از یک طرف ماده ۱۷ نمونه اساسنامه مسئولیت سرمایه‌گذاران را محدود به مبلغ اسمی سرمایه‌گذاری آنها کرده است، دوم، از طرف دیگر تبصره ۸ ماده ۳۰ همان اساسنامه مسئولیت نامحدود برای مدیران در نظر گرفته است. اما به‌رغم داشتن شباهت‌های زیاد با آن، در عین حال دارای برخی تفاوت‌ها نیز هست، از جمله این که در

حالی که رکن شرکای ضامن به‌عنوان مدیران صندوق در عرض شرکای مالی در ساختار نامبرده قرار دارد، ولی در حقوق داخلی انتخاب مدیر صندوق به‌مثابه رکن اداره‌کننده و نیز تعیین اعضای هیئت مدیره در اختیار مجمع صندوق قرار داده شده است. به عبارت دیگر، در حقوق ایران بر خلاف حقوق خارجی، رابطه سرمایه‌گذاران با مدیران صندوق، رابطه‌ای طولی است نه عرضی.

گفتنی است در حقوق خارجی صندوق موضوع بحث هم از نظر ماهیت و هم از نظر چارچوب دارای ساختار مشارکت محدود است، اما در حقوق ایران به لحاظ ماهیت دارای تفاوت بنیادین با آن است، ولی به لحاظ ساختار دارای سازوکار مشابه با حقوق خارجی است. افزون بر این، محبوبیت و گزینش ساختار منتخب از میان تمامی قالب‌های دیگر بی دلیل نیست، بلکه به سبب امتیازاتی است که ساختار یادشده دارا است. از جمله این که به نوعی معافیت مالیاتی را برای سرمایه‌گذاران شناسایی می‌کند، بین مسئولیت سرمایه‌گذاران و مدیران قائل به تفکیک می‌شود. وسیله‌ای برای همسو کردن منافع کلیه طرفین صندوق اعم از سرمایه‌گذاران، مدیران و نیز شرکت‌های سرمایه‌پذیر شمرده می‌شود. در نهایت، با در نظر گرفتن این که اساس ساختار یادشده بر قرارداد استوار است، به این جهت از ویژگی انعطاف‌پذیری برخوردار است که این امر حتی‌الامکان موجب سازگاری مطلوب با شرایط طرفین می‌شود.

منابع

نمونه اساسنامه صندوق سرمایه گذاری جسورانه مصوب سازمان بورس و اوراق بهادار.
نمونه امیدنامه صندوق سرمایه گذاری جسورانه مصوب سازمان بورس و اوراق بهادار.

References

- Agmon, T. Sjögren, S. (2016). *Venture Capital and the Inventive Process*. London: Springer Nature.
- Andenas, M. Wooldridge, F. (2009). *European Comparative Company Law*. New York: Published in the United States of America by Cambridge University Press.
- Arundale, K. (2007). *Raising Venture Capital Finance in Europe: A practical guide for business owners, entrepreneurs and investors*. Printed and bound in Great Britain by Cambrian Printers Ltd: Aberystwyth, Wales.
- Balouziyeh, J. (2013). *A Legal Guide to United States Business Organizations: The Law of Partnerships, Corporations, and Limited Liability Companies*. Berlin Heidelberg: Springer.
- Barrot, J. (2016). "Investor Horizon and the Life Cycle of Innovative Firms: Evidence from Venture Capital". 41- 49.
- Bengtsson, O., Ravid, S. (2015). "Location Specific Styles and US Venture Capital Contracting". *Quarterly Journal of Finance* Vol. 5, No. 3 (2015).
- Berkery, D. (2008). *Raising Venture Capital for the Serious Entrepreneur*. United States of America: McGraw-Hill Companies.
- Bloomfield, S. (2005). *Venture Capital Funding: A Practical Guide to Raising Finance*. First published in Great Britain and the United States: Kogan Page Limited.
- Christofidis, C. Debande, O. (2001). "Financing Innovative Firms Through Venture Capital". *European Investment Bank*. February 2001.
- Cumming, D., Fleming, G. Schwienbacher, Armin. (2007). "The structure of venture capital funds". *Article Collection Book That Name is Handbook of Research on Venture Capital*, Edited by Hans Landström. Published by Edward Elgar Publishing, Inc.
- Cumming, D., Johan, S. (2009). *Venture Capital and Private Equity Contracting: An International Perspective*. United States: Elsevier Inc.
- De Vries, H., Van Loon, M., Mol, S. (2016). *Venture Capital: Deal Terms*. Published by: HMS Media Vof.
- Feld, B. Mendelson, J. (2016). *Venture Deals: Be Smarter Than Your Lawyer and Venture Capitalist*. Hoboken, New Jersey. Published by John Wiley & Sons, Inc.
- Judge, S. (1999). *Business Law*, Printed in Great Britain Antony Rowe Ltd: Chippenham, Wiltshire.
- Kaplan, S. Strömberg, P. (1999). "Financial Contracting Theory Meets the Real World: An Empirical Analysis of Venture Capital Contracts".
- Klonowski, D. (2010). *The Venture Capital Investment Process*. New York: Palgrave Macmillan.

- Lerner, J. Leamon, A. Tighe, J. Robles, S. (2014). "Adding Value Through Venture Capital in Latin America and the Caribbean". *Working Paper* 15-024 October 13, 2014.
- LLP, S. (2006). "Private Equity Fund and Structures in Europe: An EVCA Tax and Legal Committee Paper", Published by European Private Equity & Venture Capital Association.
- Mathonet, P. Meyer, T. (2007). *Managing a Portfolio of Venture Capital and Private Equity Funds*. West Sussex England: John Wiley & Sons Ltd.
- Mann, R. Roberts, B. (2009). *Business Law and the Regulation of Business*. South-Western Cengage Learning: products are represented in Canada by Nelson Education, Ltd.
- McKaskill, T. (2009). *Raising Angel & Venture Capital Finance: An entrepreneur's guide to securing venture finance*. Windsor, Melbourne: Published by: Breakthrough Publications.
- Meggison, W. (2001). "Towards A Global Model of Venture Capital?". *Current draft*: December 31, 2001.
- Model of the Statutes of the Venture Capital Fund Approved by the Securities and Exchange Organization. (In Persian).
- Model of the Hopes of the Venture Capital Fund Approved by the Securities and Exchange Organization. (In Persian).
- Pearce, R. Barnes, S. (2006). *Raising Venture Capital*. West Sussex England: John Wiley & Sons Ltd.
- Pettet, B. (2005). *Company Law*. England: Printed in Great Britain by Henry Ling Ltd., at the Dorset Press, Dorchester, Dorset.
- Ramsinghani, M. (2014). *The Business of Venture Capital*. Hoboken, New Jersey: Published by John Wiley & Sons, Inc.
- Romans, A. (2013). *The Entrepreneurial Bible to Venture capital: Inside Secrets from the Leaders of the Startup Game*. United States of America: McGraw-Hill Companies.
- Schmidt, D. Wahrenburg, M. (2003). "Contractual Relations between European VC-Funds and Investors: The Impact of Reputation and Bargaining Power on Contractual Design". *Center for Financial Studies*. CFS Working Paper No. 2003/15.
- Shadab. H. (2009). "The Law and Economics of Hedge Funds: Financial Innovation and Investor Protection". *Faculty Scholarship, Articles & Chapter*: New York Law School. 240- 297.

COPYRIGHTS



This is an open access article under the CC BY-NC 4.0 license.