

Jurisprudential-Legal Review of Venture Capital Funds¹

Mojtaba Kavand², Reza Mirzakhani³, Farhad Morsali⁴

Received: 2024/01/08
Accepted: 2024/06/14

Research Paper

Abstract

Venture capital funds as one of the main financial institutions play a pivotal role in start-up and innovative companies and projects. VC funds offer high risks and returns and contribute to the commercialization of intellectual properties start-up and innovative companies' financing. This type of investment is done via buying equities and partnership contracts. In this study, we study these two models and their legal and jurisprudential aspects. We also consider the feasibility of launching joaleh and manufacturing contracts in this study.

Key Words: Financing, Funds, VC Funds, Provisional Loan, Equities

JEL Classification: K20, K23, K29, G22.

1. doi: 10.22034/JSE.2021.11559.1683

2. Assistant Professor, Islamic Azad University, Tehran, Iran. (Corresponding Author).
(m.kavand@iau-tnb.ac.ir).

3. Assistant Professor, Imam Sadiq University, Tehran, Iran. (r.mirzakhani@isu.ac.ir).

4. Assistant Professor, Imam Sadiq University, Tehran, Iran. (f.morsali@isu.ac.ir).



Copyright © 2024 The Authors. Published by Securities and Exchange Organization.
This work is licensed under a Creative Commons Attribution-NonCommercial 4.0 International
license (<https://creativecommons.org/licenses/by-nc/4.0/>). Non-commercial uses of the work are
permitted, provided the original work is properly cited.



سازمان بورس و اوراق بهادار، مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی
فصلنامه بورس و اوراق بهادار، سال هفدهم، شماره ۶۶، تابستان ۱۴۰۳، صص ۱۶۸-۱۴۱

بررسی فقهی - حقوقی صندوق‌های سرمایه‌گذاری جسورانه^۱

مجتبی کاوند^۲، رضا میرزاخانی^۳، فرهاد مرسلی^۴

تاریخ دریافت: ۱۴۰۲/۱۰/۱۸

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۳/۰۳/۲۵

مقاله پژوهشی

چکیده

یکی از انواع نهادهای مالی در بازار سرمایه، صندوق‌های جسورانه است که با هدف سرمایه‌گذاری در طرح‌های نوآورانه و شرکت‌های نوپایان دارای ظرفیت رشد، تأسیس شده است. هدف این مقاله تبیین این صندوق‌ها از بُعد مالی و فقهی است. این نوع از سرمایه‌گذاری‌های با بازده و ریسک بالا، دارای مزایایی همچون توسعه تجاری‌سازی دارایی‌های فکری، بهبود تأمین مالی استارت‌آپ‌ها و شرکت‌های دانش‌بنیان می‌باشد. این سرمایه‌گذاری در دو قالب خرید اوراق مالکیت و انعقاد قرارداد مشارکت تحقق می‌یابد.

در این مقاله با روش توصیفی-تحلیلی، ضمن بررسی دو مدل سرمایه‌گذاری این صندوق‌ها و شبهات فقهی و حقوقی آن، به امکان‌سنجی استفاده از قرارداد سفارش ساخت و جعاله، برای این نوع از سرمایه‌گذاری‌ها پرداخته شده است. نتایج پژوهش نشان می‌دهد که قالب قراردادی سفارش ساخت (استصناع) و قرارداد جعاله را می‌توان برای تصحیح قراردادی صندوق‌های سرمایه‌گذاری جسورانه، تحلیل و تطبیق کرد.

واژه‌های کلیدی: تأمین مالی، صندوق سرمایه‌گذاری جسورانه، تأمین مالی، وام مشروط، اوراق مالکیت.

طبقه‌بندی موضوعی: K20, K23, K29, G22.

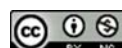
doi: 10.22034/JSE.2021.11559.1683

۱. استادیار، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران. (نویسنده مسئول). (m.kavand@iau-tnb.ac.ir).

۲. استادیار، دانشگاه امام صادق علیه‌السلام، تهران، ایران. (r.mirzakhani@isu.ac.ir).

۳. استادیار، دانشگاه امام صادق علیه‌السلام، تهران، ایران. (f.morsali@isu.ac.ir).

حق انتشار این مستند متعلق به نویسندگان آن است. © ۱۴۰۳. ناشر این مقاله، سازمان بورس و اوراق بهادار است. این مقاله تحت گواهی زیر منتشر شده و هر نوع استفاده غیرتجاری از آن مشروط بر استناد صحیح به مقاله و با رعایت شرایط مندرج در آدرس زیر مجاز است.



Creative Commons Attribution-NonCommercial 4.0 International license
(https://creativecommons.org/licenses/by-nc/4.0/)

مقدمه

صندوق‌های سرمایه‌گذاری به عنوان واسطه مالی، سرمایه‌گذاری اشخاص را از حالت مستقیم به غیرمستقیم تبدیل کرده و از این رهگذر افزون بر کاهش ریسک از طریق تنوع‌بخشی و افزایش بازده برای سرمایه‌گذاران، امکان دستیابی به اهداف دیگر از جمله توسعه اقتصادی و کاهش تورم از طریق تجهیز و تخصیص بهینه منابع مالی را فراهم می‌کند (حسینی، ۱۳۹۶ش، ص ۱۱۶). امروزه فرآیندهای سرمایه‌گذاری عامل مهمی برای تغییرات ساختاری بنیادین توسعه و رقابت‌پذیری محصولات است. در اقتصاد تنها در بخش‌هایی که استمرار سرمایه‌گذاری وجود دارد، رشد اقتصادی پایدار، تنوع اقتصاد و رشد بالقوه فناورانه مشاهده می‌شود. بر عکس زمانی که حجم سرمایه‌گذاری کاهش می‌یابد، همه شاخص‌های رشد اقتصادی کاهش یافته و صنعت و سایر بخش‌ها دچار رکود می‌شوند. در این مرحله پیشنهاد می‌شود که از سرمایه‌گذاری جسورانه به عنوان یک عامل شتاب‌دهنده توسعه فعالیت‌های نوآورانه استفاده شود. سرمایه‌گذاری جسورانه، نوعی از سرمایه‌گذاری جدید با طیف کمابیش گسترده در کشورهای توسعه‌یافته است. این نوع تأمین مالی مبتنی بر ریسک نه تنها مرزهای اقتصادی اشکال سنتی مدیریت را توسعه می‌دهد بلکه نوآوری را نیز بهبود می‌بخشد. این نوع از سرمایه‌گذاری شامل مواردی از جمله صندوق‌های سرمایه‌گذاری جسورانه، مالکان سرمایه‌گذاری جسورانه^۱ و شرکت‌های بزرگ فعال در فعالیت‌های جسورانه می‌شود.

در حال حاضر، منابع اصلی تأمین مالی فعالیت‌های نوآورانه، بودجه‌های دولت‌ها در سطوح ملی و محلی، صندوق‌های طراحی شده برای توسعه علم و فناوری با بودجه‌های کلان خاص، منابع مالی انواع مختلف ساختارهای تجاری (شرکت‌های سرمایه‌گذاری، بانک‌های تجاری، شرکت‌های بیمه‌ای، گروه‌های صنعتی و مالی)، منابع اعتباری بانک‌های تجاری، سرمایه‌گذاری‌های خارجی، صندوق‌های ملی و صندوق‌های سرمایه‌گذاری در علم خارجی و پس‌اندازهای خصوصی افراد است (ارگاشف^۲، ۲۰۲۰: ۱).

1. Venture Capital Owners

2. Ergashev

بر اساس پژوهش‌ها، یکی از چالش‌های اصلی پیش‌روی صنعت کمک‌نوآور^۱، تأمین مالی و دسترسی به منابع مالی است. همچنین در میان روش‌های مختلف تأمین مالی این بخش مانند وام‌های بانکی، منابع داخلی شرکت‌ها، منابع عمومی دولت و غیره، سرمایه‌گذاری جسورانه نیز به عنوان یک روش مهم مطرح می‌است (وزارت امور اقتصادی و انرژی فدرال^۲، ۲۰۱۷: ۳).

در ایران نیز پس از تصویب قانون بازار اوراق بهادار در سال ۱۳۸۴ و قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی جدید در سال ۱۳۸۸، ابزارها و نهادهای مالی جدید و متنوعی در بازار سرمایه ایران تأسیس شد و هر بر تعداد این ابزارها به لحاظ تنوع و کمیت افزوده می‌شود. در میان انواع نهادهای مالی جدید، صندوق‌های سرمایه‌گذاری و به‌طور خاص صندوق‌های سرمایه‌گذاری جسورانه^۳ یکی از نهادهای مالی جدید می‌باشد که در بازار سرمایه راه‌اندازی شده است. از دیدگاه حقوقی این نهاد مالی از مصادیق نهادهای مالی بند ۲۱ ماده ۱ قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران به شمار می‌رود (سکوتی و همکاران، ۱۴۰۱ش، ص ۲۷۰).

در این مقاله پس از بررسی پیشینه پژوهش‌های انجام شده در حوزه سرمایه‌گذاری جسورانه، نخست ادبیات موضوع آن شامل تعریف، انواع، ساختار و سازوکار صندوق جسورانه تبیین می‌شود و در نهایت خاستگاه فقهی و حقوقی این صندوق‌ها و قالب قراردادی فرآیند سرمایه‌گذاری در آن بررسی می‌شود.

مبانی نظری و توسعه فرضیه‌ها

تاکنون در زمینه سرمایه‌گذاری جسورانه و صندوق‌های سرمایه‌گذاری جسورانه پژوهش‌های زیادی انجام شده است که برخی از آن‌ها به شرح زیر است:

ارگاشف و همکاران (۲۰۲۰) در مقاله «تأمین مالی جسورانه به عنوان منبع تأمین مالی فعالیت‌های نوآورانه در بخش خدمات» نقش فرآیندهای سرمایه‌گذاری-نوآورانه را در توسعه نوآورانه اقتصاد ملی بررسی و منابع تأمین مالی شرکت‌های نوآور، سرمایه‌گذارها و

1. Start-Up Industry

2. Federal Ministry for Economic Affairs and Energy

3. Venture Capital

کسب‌وکارهای جسورانه، سیستم سرمایه‌گذاری‌های جسورانه و ساختار صندوق‌های جسورانه را تبیین کرده است.

ویلی^۱ و همکاران (۲۰۱۹) در مقاله «صندوق‌های جسورانه در آمریکا و انگلیس» ضمن معرفی ساختار پایه صندوق جسورانه، برخی تفاوت‌ها میان صندوق جسورانه در آمریکا و انگلیس را بیان کرده و سپس برخی موضوعات مطرح شده در شکل‌گیری و بازاریابی آن‌ها را تشریح کرده است.

وزارت امور اقتصاد و انرژی آلمان^۲ (۲۰۱۷) در گزارش «کمک‌نوآورها: تأمین مالی و سرمایه‌گذاری جسورانه» ضمن معرفی کمک‌نوآور و تعریف آن، چالش‌های مربوط به این بخش از اقتصاد را معرفی کرده است که در میان آن‌ها تأمین مالی و سرمایه در گردش به عنوان یک چالش عمده مطرح است. سپس سرمایه‌گذاری جسورانه را معرفی و آن را به عنوان یکی از راه‌های تأمین مالی این بخش معرفی کرده است.

اندرسون^۳ و همکاران (۲۰۱۷) گزارش «نقش سرمایه‌گذاری جسورانه، موضوعات و روندهای جهانی از دیدگاه اروپای شمالی» صنعت سرمایه‌گذاری جسورانه را از دیدگاه جهانی بررسی و روندها، خط‌مشی‌ها و چالش‌های آن را در طول چند سال مقایسه کرده است. سپس به بررسی این صنعت در کشور سوئد و دانمارک پرداخته است و در نهایت پیشنهادهایی برای توسعه این صنعت استوار بر چالش‌ها ارائه کرده است.

دزیکونسکی^۴ و همکاران (۲۰۱۵) در مقاله «ترجیحات سرمایه‌گذاری صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی و جسورانه در کشورهای منتخب» ضمن معرفی انواع روش‌های بازار سرمایه در تأمین مالی شرکت‌های کوچک و متوسط از قبیل صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی، صندوق‌های جسورانه و... به بررسی و تحلیل آماری راهبردهای سرمایه‌گذاری صندوق‌های خصوصی و جسورانه در کشورهای منتخب پرداخته است.

1. Vili

2. German Ministry of Economy and Energy

3. Anderson

4. Dzikonski

زیدر^۱ (۲۰۱۱) در مقاله «سرمایه‌گذاری جسورانه چطور کار می‌کنند؟» ضمن معرفی سرمایه‌گذاری جسورانه و ارائه بازدهی‌های مربوط به این بخش از اقتصاد در آمریکا، فرآیند کار در سرمایه‌گذاری جسورانه و چگونگی ارتباط آن با سایر بخش‌ها از جمله شرکت تأمین سرمایه، دولت و شرکت‌های خصوصی نشان داده است.

ناسیری^۲ و همکاران (۲۰۱۱) در مقاله «صندوق‌های جسورانه سبز برای تأمین مالی فناوری‌های پاک در کشورهای در حال توسعه» ضمن معرفی یک ساختار از صندوق‌های جسورانه سبز و تبیین مدل آن، اصول و عوامل کلیدی دو صندوق یعنی توسعه فناوری و نوآوری فناوری را بیان کرده است. سپس برخی موضوعات کلیدی از مانند رفتارهای متفاوت سرمایه‌گذاران دولتی و خصوصی و رویکردهای ممکن برای تعیین اولویت‌های فناوری را توضیح داده است.

بانک سرمایه‌گذاری اروپا^۳ (۲۰۰۱) در پژوهش «تأمین مالی شرکت‌های نوآور از طریق سرمایه‌گذاری جسورانه» سرمایه‌گذاری جسورانه را معرفی کرده و ضمن معرفی نقش و آن انواع از جمله صندوق جسورانه، ساختار و سازوکار این صندوق‌ها را معرفی کرده و به ارزیابی بازار سرمایه‌گذاری جسورانه و بازار صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی پرداخته و به طور مشخص عملکرد آن‌ها را در اروپا و آمریکا بررسی کرده است.

ادبیات موضوع

۱- تعریف صندوق جسورانه متعارف

صندوق جسورانه نوعی ابزار سرمایه‌گذاری جمعی با مدیریت فعال است که کمابیش به طور انحصاری در اوراق بهاداری که بورسی نیست یا به طور عمومی معامله نمی‌شود، سرمایه‌گذاری می‌کند. در واقع این صندوق‌ها در شرکت‌های کمک‌نوآور نوپا که بازدهی بالقوه بالا و درجه ریسک بالایی دارند، سرمایه‌گذاری می‌کنند. این صندوق توسط شرکت

1. Zeider

2. Nasiri

3. European Investment Bank

سرمایه‌گذاری جسورانه مدیریت می‌شود و سرمایه‌گذاران آن بیشتر، نهادها یا افراد ثروتمند^۱ هستند. هدف این صندوق اعطای بازدهی به سرمایه‌گذاران آن در طول عمر صندوق است که معمولاً حدود ۱۰ سال طول می‌کشد. تمرکز صندوق به طور معمول روی افزایش سرمایه بیش از میزان عایدی است که از طریق تملک سبدي از سهام شرکت‌های خصوصی کسب می‌شود. همچنین مدیریت این سرمایه‌گذاری‌ها برای حداکثر کردن ارزش آن‌ها در هنگام فروش یا خروج از سرمایه‌گذاری از اهداف این صندوق است. صندوق‌های جسورانه بیشتر در شرکت‌های تازه تأسیس با پتانسیل رشد بالا سرمایه‌گذاری می‌کنند. این سرمایه‌گذاری می‌تواند در مرحله پیش از تولد، تولد، توسعه یا بلوغ انجام شود. همچنین این صندوق‌ها همواره در بخش‌های فناوری‌محور مانند هوش مصنوعی، زیست‌فناوری و سلامت، امنیت سایبری و فناوری اطلاعات و ارتباطات سرمایه‌گذاری می‌کنند (ویلی و همکاران، ۲۰۱۹، ص ۳).

۲- شرکت سرمایه‌گذاری جسورانه

شرکت سرمایه‌گذاری جسورانه یک نقش دوگانه در صندوق ایفا می‌کند یعنی هم به عنوان سرمایه‌گذار و هم به عنوان مدیر صندوق. در نقش سرمایه‌گذار، این شرکت‌ها بیشتر ۱ تا ۲ درصد منابع را تأمین می‌کنند که به منظور نشان دادن به سایر سرمایه‌گذاران است که آنان برای موفقیت صندوق متعهد هستند. در نقش مدیر صندوق نیز شرکت‌های سرمایه‌گذاری جسورانه شناسایی فرصت‌های سرمایه‌گذاری، مدل‌های کسب‌وکار نوآورانه، یا فناوری‌ها و فرصت‌های بالقوه که توانایی ایجاد بازدهی بالا برای صندوق دارند، را به عهده دارند.

۳- انواع صندوق‌های سرمایه‌گذاری جسورانه متعارف

صندوق‌های جسورانه بیشتر روی یک صنعت، یک بخش بازار، مرحله تأمین مالی، منطقه جغرافیایی یا ترکیبی از هر یک از این موارد تمرکز می‌کنند. برای مثال، یک صندوق ممکن

1. High Net Worth Individuals:

افراد دارای ثروت بالا به افرادی اطلاق می‌شود که حداقل دارای ثروت خالص ۱ میلیون دلار از نوع با نقدشوندگی بسیار بالا نظیر پول نقد باشد.

است تنها در شرکت‌های زیست‌فناور آمریکائی یا در کمک‌فناورهای نوپا در چندین صنعت سرمایه‌گذاری کند.

۴- ساختار صندوق‌های جسورانه

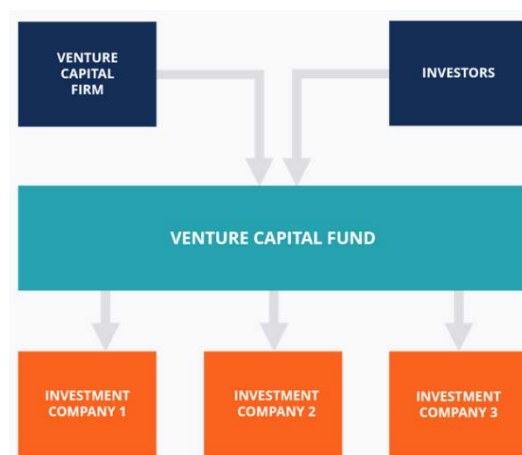
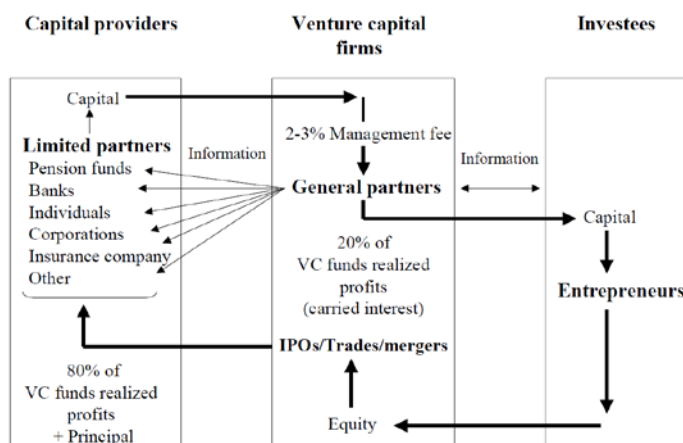
افرادی که به دنبال تأمین مالی جسورانه هستند، سرمایه را از تعدادی سرمایه‌گذار جمع‌آوری کرده و آن را از طریق یک صندوق که از دیدگاه ساختاری بسیار شبیه یک شرکت تضامنی مختلط است، سرمایه‌گذاری می‌کند. در این ساختار، سرمایه‌گذاران به عنوان شرکا نزد صندوق پذیرهنویسی کرده و ورود مبلغی معین را طی طول عمر صندوق تعهد می‌کنند. شرکت سرمایه‌گذاری جسورانه یا تیمی از مدیران سرمایه‌گذاری مدیر صندوق خواهند بود که به عنوان شریک تضامنی محسوب می‌شود. مدیر صندوق از سرمایه سرمایه‌گذارانی که تعهد کرده‌اند جذب خواهد کرد زیرا نیاز به انجام سرمایه‌گذاری، پوشش هزینه‌ها و کارمزدهای مدیریت خودش وجود دارد. یک صندوق سرمایه‌گذاری بیشتر ۲ تا ۳ سال طول می‌کشد تا به طور کامل منابع را جذب کند و سرمایه‌گذاری‌های ۱۰ تا ۲۰ ساله انجام دهد. عمر صندوق همواره محدود به ۱۰ سال است که در آن زمان مدیر باید از همه سرمایه‌گذاری‌ها خارج شود البته امکان افزایش عمر صندوق برای ۲ تا ۳ سال وجود دارد اگر بیشتر شرکا موافق باشند.

در ساختار اشاره شده در بالا سرمایه توسط مدیر صندوق نگه داشته نمی‌شود بلکه بی‌درنگ بعد از جذب، سرمایه‌گذاری می‌شود و زمانی که بازده سرمایه‌گذاری‌ها محقق شد، میان سرمایه‌گذاران توزیع می‌شود. در این راستا، صندوق خودنقدشونده^۱ است. ساختارهای جایگزین مانند صندوق‌های سرمایه‌گذاری همیشه سبز^۲ که وجوه آنان توسط مدیر صندوق نگهداری و سرمایه‌گذاری مجدد می‌شود و نیز قراردادهای سرمایه‌گذاری موازی^۳ که مدیر سرمایه‌گذاری از طرف سرمایه‌گذاران به طور مستقیم در شرکت‌های پایه سرمایه‌گذاری انجام می‌دهد و همچنین بسیاری دیگر وجود دارند که نیازهای سرمایه‌گذاران مختلف را برآورده می‌کنند.

1. "Self-Liquidating"

2. "Evergreen" Funds

3. "Parallel" Investment Arrangements



نمودار ۱. ساختار صندوق‌های سرمایه‌گذاری جسورانه

ساختار مختلط تضامنی سرمایه‌گذاری جسورانه بازتاب‌دهنده سازوکارهای قراردادی موجود (جبران خسارت، پیمان‌ها و محدودیت‌ها) است که مستلزم موازنه انگیزه‌های دو طرف در سرمایه‌گذاری جسورانه است (افرادی که دنبال تأمین مالی جسورانه هستند و سرمایه‌گذاران). شرکت سرمایه‌گذاری جسورانه در ساختار بندی یک صندوق به ایجاد جذابیت برای سرمایه‌گذاران از طریق دنبال کردن نیازها و نگرانی‌های آنان کمک خواهد کرد: نخست. محدود کردن تعهدات سرمایه‌گذاران به میزان سرمایه‌گذاری آنان زیرا آنان هیچ دخالتی در مدیریت سرمایه‌گذاری‌ها ندارند.

دوم. پرهیز از هزینه مالیات مضاعف - زمانی که بازده سرمایه‌گذاری توسط صندوق شناسایی می‌شود و بار دوم زمانی که سرمایه‌گذاران، عایدات سرمایه‌گذاری را از صندوق دریافت می‌کنند.

سوم. اطمینان از کارایی هزینه‌های اداری، کارمزدهای مدیریت و مشوق‌ها؛
چهارم. مناسب کردن صندوق برای سرمایه‌گذاری طیف گسترده‌ای از افراد یک کشور شامل نهادهای مالی، شرکت‌ها، افراد خصوصی و غیره و کشورهای مبدأ؛
پنجم. کمک به سادگی مدیریت تا حدی که با اهداف فوق مطابقت داشته باشد.
 در ایجاد یک صندوق، شرکت سرمایه‌گذاری جسورانه اصطلاحات و شرایط اصلی قابل اجرا را به صورت زیر تعریف می‌کند:

نخست. کارمزد مدیریت که به ندرت بیشتر از ۲/۵ درصد سرمایه تعهد شده است و همواره برای صندوق‌های بزرگ کمتر است. کارمزد مدیریت به صورت فصلی پرداخت می‌شود و بیشتر بعد از دوره جمع‌آوری وجوه از جمع مبلغ سرمایه‌گذاری شده کسر می‌شود البته در طی فرآیند عمر صندوق؛

دوم. دوره جمع‌آوری وجوه که همواره تا ۵ سال طول می‌کشد با درصدی از تعهدات به طور معمول حدود ۲۰ درصد است. مابقی وجوه که بعداً جمع‌آوری می‌شود برای تأمین مالی مرحله دوم یا سوم که به منظور توسعه و رشد شرکت‌های سرمایه‌پذیر اصلی است، مورد استفاده قرار می‌گیرد. بیشتر شرایطی برای سرمایه‌گذاری دوباره سودهای تحقق یافته وجود دارد که برای کمتر از یک سال انجام می‌شود.

سوم. هزینه‌ها که برای تأسیس صندوق و هزینه‌های راه‌اندازی بعدی استفاده می‌شود (مانند هزینه‌های قانونی) و حدود یک درصد سرمایه تعهد شده است (مانند هزینه‌های حسابداری و امانت‌داری، هزینه‌های تهیه گزارش‌های سالانه و جلسات سرمایه‌گذاران، هزینه‌های مشاوران خارجی خبره و غیره). از این‌رو، فشار زیادی از سوی سرمایه‌گذاران برای محدود کردن هزینه‌های صورت گرفته توسط صندوق و متقاعد کردن آنان برای تأمین این هزینه‌ها از محل کارمزد مدیریت وجود دارد.

چهارم. مشوق‌ها که برای تیم مدیریت صندوق نوعی انگیزه ایجاد می‌کند تا عملکرد صندوق را حداکثر کند و پاداشی است برای مسئولیت و تخصص تیم در مدیریت سرمایه‌گذاری. این مشوق‌ها با سهام در ارتباط است و بیشتر بین ۱۵ تا ۲۰ درصد سود تحقق یافته

صندوق است. این پاداش بعد از آن که سرمایه‌گذاران سرمایه‌گذاری اولیه خود را پوشش مجدد دادند، و به بازدهی ترجیحی از پیش تعیین شده دست یافتند، پرداخت می‌شود. این پاداش می‌تواند بسیار متنوع باشد به عنوان مثال می‌توند از کل صندوق گرفته شود یا به صورت مورد به مورد از هر سرمایه‌گذار گرفته شود.

پنجم. سایر هزینه‌های تیم مدیریت صندوق از قبیل انحلال که همواره توسط اکثریت اجاره داده می‌شود. منظور از اکثریت همواره بالای ۷۰ درصد است.

۵- سازوکار صندوق‌های سرمایه‌گذاری جسورانه

سازوکار صندوق‌های جسورانه می‌تواند به صورت یک چرخه در نظر گرفته شود. این چرخه با فرآیند جمع‌آوری وجوه شامل سرمایه‌گذاری عایدات و رصد آن شروع می‌شود تا به ارزش فزوده شرکت اضافه شود در نهایت تیم مدیریت از سرمایه‌گذاری‌های موفق خارج می‌شود و عایدات آن را میان سرمایه‌گذاران توزیع می‌کند. این چرخه با تیم مدیریت و جمع‌آوری مجدد وجوه تکرار می‌شود. فرآیند جمع‌آوری وجوه می‌تواند چندین ماه طول بکشد و در طی آن تیم مدیریت از سرمایه‌گذاران ایفای تعهدات را مطالبه کند. بدین منظور تیم مدیریتی یک تفاهم‌نامه اطلاعاتی^۱ تهیه کرده که در آن افزون بر شرایط و ضوابط اصلی، موارد زیر را نیز بیان می‌کند:

نخست. راهبرد سرمایه‌گذاری صندوق، تمرکز (مرحله، بخش، منطقه جغرافیایی و غیره) و بیان دلایل منطقی سرمایه‌گذاری در صندوق؛

دوم. اندازه مورد نظر صندوق و حداقل اندازه آن برای نخستین مرحله پذیرهنویسی با توجه به تاریخ اتمام پذیرهنویسی؛

سوم. بازار شرکت‌های سرمایه‌پذیر بالقوه و راهبرد بازاریابی پیشنهادی برای ایجاد جریان معاملات؛

چهارم. ظرفیت و تجربه تیم مدیریت برای ارزیابی معاملات پیشنهادی؛

پنجم. فرآیند تصمیم‌گیری برای اطمینان از این که صندوق به درستی سرمایه‌گذاری کرده است؛ ششم. تعداد مورد انتظار، اندازه فردی و اهمیت نسبی برای اندازه صندوق از سرمایه‌گذاری‌های آن؛

هفتم. نگرش تیم مدیریت به شرکت‌های سرمایه‌پذیر (برای مثال، مدیریت عملی، مشارکت هیئت مدیره و غیره) و توانایی ابرای ایجاد ارزش، رشد شرکت‌ها در طول دوره زمانی و خروج از سرمایه‌گذاری؛

هشتم. گزارش به سرمایه‌گذاران شامل گزارش‌های سالانه و جلسات و ...

تیم‌ها و شرکت‌های سرمایه‌گذاری جسورانه با صندوق‌های تحت مدیریت ممکن است به طور منظم درخواست سرمایه‌گذاری دریافت کنند که بسته به تمرکز و راهبرد سرمایه‌گذاری، این سرمایه‌گذاری‌ها می‌تواند معطوف به مراکز پژوهش‌های بنیادین دانشگاهی و یا مراکز پژوهش و توسعه باشد (تأمین مالی سرمایه‌گذاری‌های کمک‌نوآور). در غیر این مورد، سرمایه‌گذاری‌ها مربوط به نهادهای مالی متعارف است (مرحله رشد و بعد از آن). در هر صورت، شرکت سرمایه‌گذاری جسورانه از طریق اتکا و دقت نظر به سرمایه‌گذاری‌های قبلی و فعلی در پی توسعه مستمر شبکه سرمایه‌گذاری‌های خود است.

۶- راه‌های خروج از سرمایه‌گذاری جسورانه

راه‌های خروج در سرمایه‌گذاری جسورانه عبارتند از: فروش تجاری^۱؛ عرضه اولیه^۲؛ بازخرید سهام^۳، تملک^۴، ایجاد سکو^۵.

نخست. فروش تجاری معمولاً فروش کسب‌وکار به خریدار صنعتی یا یک خریدار مالی است. فروش تجاری یکی از متداول‌ترین راه‌های خروج از سرمایه‌گذاری در اروپا است. این روش کمابیش برای شرکای تضامنی و با مسئولیت محدود جذاب است زیرا پرداخت در آن به صورت نقدی یا اوراق بهادار است و ارتباط شرکا با صندوق پایان می‌پذیرد. در مقایسه با عرضه اولیه، فروش تجاری سریع‌تر و ارزان‌تر است. شرکت‌های بزرگ، به ویژه آن‌هایی که محصولات پرترفدار و جریان نقدی مستمر دارند، علاقه‌مندتر به فروش کمک‌نوآورهای سودآور هستند.

دوم. عرضه اولیه نیز زمانی رخ می‌دهد که اوراق بهادار برای نخستین بار به عموم مردم فروخته می‌شود با امید آن که نقدشوندگی دارایی توسعه یابد.

-
1. Trade Sales
 2. Initial Public Offerings (IPO)
 3. Share Buy Backs
 4. Acquisition
 5. Platform Building

سوم. بازخرید سهام بیشتر توسط مدیریت یا سرمایه‌گذاران شریک صورت می‌گیرد. این روش به عنوان یک مسیر خروج پشتوانه محسوب می‌شود و وقتی استفاده می‌شود که سرمایه‌گذاری موفقیت‌آمیز باشد.

چهارم. در تملک، شرکت دیگری که معمولاً از جمله شرکت‌های بزرگ است، شرکت سرمایه‌گذاری را خریداری می‌کند و با خرید از سوی این شرکت، صندوق جسورانه سهم خود را واگذار می‌کند و از سرمایه‌گذاری خارج می‌شود.

پنجم. ایجاد سکو، راهبرد کنار هم قراردادن کمک‌نوآورهاى فعال در یک بخش به منظور دستیابی به تولید انبوه دارایی است.

در نتیجه، شروع کارهای جدید پرهزینه است به ویژه اگر مدیریت از سرمایه برای تأمین مالی کمک‌نوآور استفاده کند و ریسک بیشتری دارد. در نتیجه، تملک کمک‌نوآور می‌تواند یک راهبرد خوب به دلایل مختلف باشد:

۱. تملک از سوی مردم، مهارت‌ها یا دارایی فکری (به ویژه در بخش‌های دارای فناوری‌های پیشرفته)؛
۲. توانایی یکپارچه کردن کمک‌نوآورها به سایر عملیات‌ها؛
۳. تمایل برای ورود به زندگی جدید در کسب و کارها از طریق مدیریت، سرمایه‌گذاری‌ها یا فرآیندهای متمایز؛
۴. تمایل رقابت‌کننده به افزایش سهم بازار.

۷- صندوق‌های جسورانه در بازار سرمایه ایران

صندوق‌های سرمایه‌گذاری جسورانه یکی از انواع نهادهای مالی است که تحت نظارت سازمان بورس و اوراق بهادار فعالیت می‌کند. هدف از راه‌اندازی این صندوق‌ها، جمع‌آوری سرمایه از سرمایه‌گذاران و سرمایه‌گذاری وجوه آنان در طرح‌های نوآورانه و شرکت‌های نوپیان دارای پتانسیل رشد زیاد و سریع است. مطابق اساسنامه نمونه، موضوع فعالیت اصلی صندوق، جمع‌آوری منابع مالی و سرمایه‌گذاری در اوراق مالکیتی (سهام) اشخاص حقوقی با موضوع فعالیت در پروژه‌های فکری و نوآورانه به منظور به بهره‌برداری رساندن و تجاری‌سازی

دارایی‌های یاد شده است. ایجاد این صندوق‌ها سبب خواهد شد که بخشی از سرمایه‌گذاران حقوقی یا حقیقی که دارای منابع مالی زیادی هستند، بتوانند پرتفوی خود را با حضور در سرمایه‌گذاری صنایع نوظهور و فن‌آوری‌های پیشرفته تنوع بخشند.

نظارت سازمان بورس و اوراق بهادار بر این صندوق‌ها به منظور حصول اطمینان از رعایت مقررات قانونی و مصوبات سازمان بورس و اوراق بهادار و شفافیت اطلاعاتی بوده و به منزله تأیید مزایا، تضمین سودآوری یا پیشنهاد و سفارش سازمان بورس و اوراق بهادار به سرمایه‌گذاری در صندوق نیست.

سرمایه‌گذاری جسورانه یک مدل سرمایه‌گذاری برای راه‌اندازی کسب و کارهای نوپا و شرکت‌های کوچک با پتانسیل رشد بلندمدت است، در واقع این نوع سرمایه‌گذاری منبع بسیار مهمی برای راه‌اندازی کسب‌وکارهایی است که کوچک‌تر از آن هستند که بتوان دسترسی مناسب به بازار سرمایه یا بانک‌ها داشته باشند و به طور عمده از ریسک بالا و پیرو آن بازدهی مورد انتظار بالایی برای سرمایه‌گذار، برخوردارند.

همواره کسب وجوه مورد نیاز برای راه‌اندازی فعالیت‌های جدید، به‌عنوان یک چالش برای کارآفرینان مطرح بوده است، فرآیند به دست آوردن این نقدینگی، ممکن است ماه‌ها به طول انجامد و کارآفرینان را از ایجاد کسب‌وکارهای جدید منصرف کند.

صندوق‌های سرمایه‌گذاری جسورانه در واقع صندوق‌های سرمایه‌گذاری هستند که پول سرمایه‌گذارانی که به دنبال داشتن سهام در کسب و کارهای نوپا (استارت آپ‌ها) و کسب و کارهای کوچک و متوسط هستند و پتانسیل رشد بالایی دارند را با ایجاد پرتفوی مدیریت می‌کنند. این نوع از سرمایه‌گذاری‌ها سرمایه‌گذاری‌هایی با بازده و ریسک بالا محسوب می‌شوند.

مواردی همچون توسعه تجاری‌سازی دارایی‌های فکری، بهبود تأمین مالی استارت‌آپ‌ها و شرکت‌های دانش‌بنیان در بازار سرمایه، بهبود ساختار مدیریت و حاکمیت شرکتی این بنگاه‌ها ذیل مدیریت نهاد سرمایه‌گذاری جسورانه، هدایت منابع مالی خصوصی و عمومی به این ساختارها و افزایش ارزش افزوده تولید داخلی از طریق حمایت از صنایع دانش‌بنیان از جمله

مزایای ایجاد و بهبود زمینه فعالیت صندوق‌های سرمایه‌گذاری جسورانه از طریق بازار سرمایه است.

۸- انواع سرمایه‌گذاری صندوق جسورانه در بازار سرمایه ایران

وجوه جمع‌آوری شده در صندوق در اختیار مدیر صندوق قرار دارد. مطابق اساسنامه، وجوه یادشده را می‌توان به صلاحدید مدیر صندوق به یکی از دو صورت زیر یا ترکیبی از آن‌ها سرمایه‌گذاری کرد:

الف- خرید اوراق مالکیت

در این نوع سرمایه‌گذاری، مدیر صندوق از ابتدا تمام یا بخشی از وجوه صندوق را برای خرید سهام یا سهم‌الشرکه شرکت نوبینان اختصاص می‌دهد. در این مدل، سرمایه شرکت نوبینان عبارت خواهد بود از آورده نقدی صندوق و ایده جدید طراح. به عنوان مثال ۵۰ درصد سهام شرکت در ازای آورده نقدی به صندوق تعلق خواهد داشت و ۵۰ درصد دیگر آن در ازای ایده جدید به طراح تعلق خواهد داشت. سرمایه‌گذاری در این مدل با ریسک بسیار زیادی همراه است که ناشی از ماهیت این گونه سرمایه‌گذاری است. البته، تمهیدات لازم به عمل آمده است تا سرمایه‌گذاری‌های این صندوق سودآور باشد ولیکن هیچ تضمینی در خصوص سود یا اصل سرمایه وجود ندارد. ممکن است در اثر کاهش ارزش خالص دارایی‌های صندوق، سرمایه‌گذار در موقع فروش واحدهای سرمایه‌گذاری خود، مبلغی دریافت کند که از مبلغ پرداختی وی هنگام پذیره‌نویسی و یا خرید واحدهای سرمایه‌گذاری بسیار کمتر باشد.

ب- انعقاد قرارداد مشارکت

در ماده ۳ اساسنامه صندوق‌های جسورانه آمده است که: «صندوق می‌تواند در قالب انعقاد قرارداد مشارکت با اشخاص حقوقی یاد شده نسبت به تخصیص منابع به آن‌ها اقدام نماید. در قرارداد مذکور باید نحوه تبدیل منابع واگذار شده به اوراق مالکیت شخص حقوقی سرمایه‌پذیر مشخص شده باشد. صندوق مانده وجوه خود را می‌تواند به اوراق بهادار با درآمد ثابت، سپرده‌ها و گواهی سپرده بانکی تخصیص دهد. خصوصیات و جزئیات موضوعات سرمایه‌گذاری و حد نصاب‌های مربوطه در امیدنامه ذکر شده است».

مطابق این مدل که برگرفته از مدل متعارف آن تحت عنوان وام مشروط^۱ است، صندوق نسبت به موفقیت پروژه و جلب اعتماد مصرف کنندگان، تردید دارد و حاضر به پذیرش ریسک از دست دادن اصل سرمایه نیست از این رو در ابتدا وجوه صندوق را در قالب تسهیلات وام مشارکت در اختیار شرکت نوبنیان قرار دهد تا در صورت شکست پروژه و زیان ده بودن طرح، شرکت دانش بنیان ملزم به تسویه وام مشارکت خود باشد و در نتیجه صندوق جسورانه از خطر از دست دادن اصل سرمایه درپناه باشد و از طرفی چنانچه پس از مدتی موفقیت پروژه مشخص شد و طرح فناورانه سودآور بود، تسهیلات وام مشارکت اعطایی، قابل تبدیل به سهام بوده و در نتیجه تبدیل به مالکیت سهام شرکت نوبنیان شده و به این طریق صندوق جسورانه از سود ناشی از سرمایه گذاری منتفع شود.

۹- نقد و بررسی فقهی - حقوقی صندوق های جسورانه در بازار سرمایه ایران

ابتدا لازم است در خصوص هر دو مدل سرمایه گذاری بررسی فقهی-حقوقی صورت گیرد.

۱- روش اول؛ خرید اوراق مالکیت

در خصوص روش خرید اوراق مالکیت شرکت نوبنیان توسط صندوق، دو شبهه مطرح است:

- ۱) امکان مشارکت صندوق با شخصی که تنها آورده او، ایده جدید است. در اینجا این پرسش مطرح است که اساساً چنین مشارکتی صحیح است؟
- ۲) این نوع سرمایه گذاری مستلزم پذیرش ریسک بسیار زیادی بوده و صندوق نسبت به سرنوشت سرمایه گذاری خود ناآگاه است، بنابراین این پرسش مطرح است که این نوع سرمایه گذاری غرری نیست؟

* بررسی شبهه اول

پاسخ به این شبهه بنا بر قبول یا عدم قبول شخصیت حقوقی متفاوت است، توضیح بیشتر این که چنانچه قائل به قبول شخصیت حقوقی از منظر فقهی و حقوقی شویم، شرکت دانش بنیان دارای شخصیت حقوقی بوده و خرید اوراق مالکیت در واقع به منزله خرید سهام شرکت حقوقی

1. Conditional Loan

می‌باشد و مشکلی وجود ندارد. اما در صورتی که مطابق نظر بیشتر فقهاء، قائل به عدم قبول شخصیت حقوقی شویم و پیرو آن خرید سهام شرکت را به منزله خرید سند مالکیت مشاع بر دارایی‌های شرکت بدانیم، برای پاسخ به شبهه اول باید این مسأله را از منظر انواع شرکت‌ها مورد تحلیل قرار داد.

در یک تقسیم‌بندی کلی دو نوع شرکت وجود دارد: شرکت عقدی (شرکت مدنی/ اموال/ عنان) و شرکت غیر عقدی. شرکت غیر عقدی (قهری) طبق تعریف فقهاء، عبارت است از جمع شدن حقوق مالکان در یک چیز به نحوی که همه مشاعاً در آن شیء واحد حق داشته باشند. (نجم الدین حلی، ۱۴۰۸، ج ۲، ص ۱۰۵) این نوع شرکت که جنبه اختیاری نداشته و بدون اراده مالکان به وجود می‌آید، طبق ماده ۵۷۱ قانون مدنی، عبارت است از: «اجتماع حقوق مالکین متعدد در شیء واحد به نحو اشاعه».

شرکت عقدی نیز طبق بیان فقهاء به معنای عقدی است که در آن التزام ایجاد می‌شود به مشترک بودن دو مال در سود و زیان، یعنی در یک پروژه سودآور که درآمد حاصل از آن پروژه بر اساس آنچه طرفین توافق می‌کنند مال هر دو طرف باشد و خسارت حاصل نیز بر اساس مالی که هر دو طرف وارد پروژه کرده‌اند یا بر اساس توافق دو طرف، متعلق به هر دو طرف باشد. (هاشمی شاهرودی، ۱۴۳۴ق، ص ۲۰) به عبارت دیگر، شرکت عقدی که به طور ارادی و اختیاری از جانب صاحبان و مالکان یک شیء به وجود می‌آید، عقد و قراردادی بین دو یا چند نفر است که به معامله مالی که میان آن‌ها مشترک است، اشاره دارد.

شایان بیان است که با توجه به مسائل مستحدثی که در زمینه شرکت‌ها و شخصیت حقوقی شرکت‌ها در بستر قوانین مطرح است، به موجب آئین‌نامه‌های قانون عملیات بانکی بدون ربا و دیگر قوانین شرکت‌ها، می‌توان شرکت عقدی را به دو نوع تقسیم کرد:

الف) شرکت مدنی؛

ب) شرکت حقوقی.

اقسام شرکت‌های حقوقی در قانون تجارت عبارت‌اند از: شرکت‌های سهامی (عام و خاص)، شرکت با مسئولیت محدود، شرکت تضامنی؛ شرکت مختلط غیر سهامی، شرکت مختلط سهامی، شرکت نسبی و شرکت تعاونی تولید و مصرف.

اگرچه هر یک از این دو نوع مشارکت در قالب شرکت عقدی تحقق دارند و در نتیجه توافق شرکاء و آوردن مالی به وجود می‌آید، ولی تفاوت‌های اساسی وجود دارد از جمله این که

شرکت مدنی تابع اراده شرکاء است و طبق توافقی که با یکدیگر دارند، آن را اداره می کنند و کلیه اقداماتی که در شرکت صورت می گیرد به نام شرکاء انجام می شود و هر یک از شرکاء شخصاً در مقابل اشخاص ثالث - طبق قواعد قانونی مدنی - مسئول هستند. اما در شرکت های حقوقی باید توافق شرکاء در ایجاد شرکت، طبق قواعد و ضوابطی که قانون گذار معین کرده است، باشد. پس از حصول این توافق، اراده شرکاء در اساسنامه شرکت و قواعد قانون تجارت منعکس شده و تشکیلات منظم و سازمان یافته ای به وجود می آید که آورده شرکاء به این سازمان مستقل حقوقی اختصاص پیدا می کند و اراده اکثریت شرکاء سرنوشت شرکت را هدایت می کند (موسویان، ۱۳۸۶، صص ۱۰۲-۱۰۱).

در شرکت های مدنی، سرمایه شرکت (مال الشرکه) و اموالی که شرکاء به عنوان سرمایه برای شرکت می آورند، باید دارای شرایط زیر باشد:

الف) سرمایه باید عین باشد. بنابراین دین و منفعت نمی تواند سرمایه شرکت واقع شود (یزدی، ۱۴۰۹ق، ج ۲، ص ۶۹۹).

ب) سرمایه باید از جهت جنس و مقدار معلوم و معین باشد. بنابراین مال مجهول و نامشخص - از حیث مقدار و جنس، نمی تواند سرمایه شرکت محسوب شود (حلی، ۱۴۱۳، ج ۲، ص ۳۲۶).

ج) سرمایه شرکاء باید به گونه ای مخلوط و ممزوج شود که نتوان عین سهم هر یک از شرکاء را تعیین کرد (حسینی عاملی، ۱۴۱۹، ج ۲۰، ص ۳۳۴).

همان طور که بیان شد سرمایه شرکت در شرکت های مدنی باید عین بوده و دین و منفعت قابلیت سهم الشرکه بودن را نخواهد داشت. اما از نظر حقوقی در شرکت های تجاری بیان شده در قانون تجارت، امکان آوردن سرمایه غیرمادی وجود دارد و بنابراین حرفه، تخصص یا ایده می تواند به عنوان آورده شریک در نظر گرفته شود و این آورده، قابل ارزش گذاری و تقویم است. البته ماهیت فقهی و حقوقی ایده و طرح فناورانه نیز باید مورد بررسی و تحلیل واقع شود تا بتوان مشخص کرد که در چه عقود می تواند به عنوان سرمایه در بین طرفین قرارداد، از آن استفاده کرد.

در این راستا باید عنوان نمود که از منظر فقهی معمولاً مال به اعتبار وجود آن در خارج به سه قسم تقسیم می شود: عین، منفعت و حق (خمینی، ۱۴۱۵ق، ج ۱، ص ۱۶). عین به مالی گفته می شود که وجود خارجی داشته باشد و با حواس ظاهری قابل حس باشد. منفعت به فایده ای

گفته می‌شود که از اشیاء خارجی به دست می‌آید (نائینی، ۱۴۱۳ق، ج ۱، ص ۲۰۶). اما درباره حق، فقها در بیان معنای اصطلاحی حق اختلاف نظر دارند. برخی آن را به «سلطنت بر شیء» تعبیر کرده‌اند و آن را مرتبه ضعیفی از ملکیت برشمرده‌اند (نائینی، ۱۴۱۳ق، ج ۱، ص ۹۲).

به نظر حقوقدانان، ویژگی‌های حق بر حقوق مالکیت فکری انطباق دارد. برخی نظام‌های حقوقی، حقوق فکری را از نوع حقوق عینی و برخی دیگر از نوع حقوق دینی، و شماری دیگر حقی خاص دانسته‌اند که در قالب این تقسیم‌بندی سنتی در حقوق نمی‌گنجد. بر پایه نظر مقبول‌تر در حقوق ایران و فقه اسلامی، حقوق فکری حقی عینی و از نوع حق مالکیت است، هرچند نظریه حق عینی محض هم پیروانی دارد (کاتوزیان، ۱۳۸۱، ص ۴۵ و لنگرودی، ۱۳۷۶، ص ۱۴۲). حق مالی عینی، حقی است که شخص نسبت به عین خارجی دارد مانند حق مالکیت نسبت به عین، منفعت، حق انتفاع و حق تحجیر و امثال آن (امامی، بی‌تا، ج ۱، ص ۳۲).

همچنین در شرکت‌های مدنی سهم‌الشرکه هر یک از شرکا باید به میزان آورد[ایشان در نظر گرفته شود و تغییر نسبت سهم‌الشرکه منوط به کار یا فعالیت اضافی است. اما شرکت‌های حقوقی چنین محدودیتی را نداشته و با توافق شرکا می‌توان نسبت سهم‌الشرکه را بدون هیچ‌گونه کار یا فعالیت اضافی به نفع یا ضرر بعضی شرکا تغییر داد.

لازم به بیان است که درست است که در این فرآیند از تعبیر خرید «اوراق مالکیت» و «سهم‌الشرکه» استفاده می‌شود ولی آنچه از نظر فقهی و حقوقی بین طرفین منعقد می‌شود، عقد شرکت است و اصطلاح بیع و خرید نوعی تعبیر تسامحی است.

حال با توجه به آنچه بیان شد باید بررسی کرد که این نوع مشارکتی که صندوق‌های سرمایه‌گذاری با شرکت‌های دانش‌بنیان برقرار می‌کنند، کدام نوع شرکت عقدی می‌باشد. به نظر می‌رسد که این نوع مشارکت از نوع شرکت‌های حقوقی مستحدث ذیل قانون تجارت است و از آنجایی که مطابق آنچه بیان شد، در این نوع از شرکت‌ها محدودیتی در نوع سهم‌الشرکه وجود ندارد، ایده و طرح فناورانه نیز در صورتی که تقویم و تسلیم شود، می‌تواند به عنوان سهم‌الشرکه مورد قبول واقع شود.

❖. بررسی شبهه دوم

از آنجایی که حقیقت شرعی در مورد غرر اثبات نشده است، غرر اصطلاحی شرعی نیست بلکه دارای مفهوم عرفی بوده و بنابراین برای فهم و درک مفهوم آن باید به عرف مراجعه کرد.

بنابراین برای تشخیص غرری بودن یک معامله، باید به عرف مراجعه کرده و بررسی کرد که آیا در فلان معامله غرر تحقق یافته است یا خیر؟

برای کلمه غرر، در کتاب‌های لغت و کلام فقهاء، معانی فراوانی آمده است ولی آنچه بیشتر با حدیث «نهی النبی عن بیع الغرر» (حرّعاملی، ۱۴۰۳ق، ج ۱۷، ص ۴۴۸) تناسب دارد، دو معنای خدعه و خطر است. هر چند در کتاب‌های لغت غرر به معنای جهل نیامده اما به هریک از این دو معنای بیان شده باشد، می‌تواند مجهول بودن مورد معامله را نیز در برگیرد زیرا شخصی که شناخت کافی از موضوع قرارداد ندارد، این معامله برای وی خطرناک است، چون ممکن است فریب خورده و تصورات او از مورد معامله بر خلاف واقع درآید و به این ترتیب، مال خود را بیهوده از دست بدهد. به عبارت دیگر آنچه در حدیث غرر، مورد نهی پیامبر اکرم (ص) قرار گرفته، بیع و یا هرگونه قراردادی است که مشتمل بر نوعی فریب یا مخاطره است، خواه این فریب یا خطر به دلیل مجهول بودن مورد معامله و یا چیز دیگری مانند تردید در قدرت تسلیم باشد (وحدتی شبیری، ۱۳۷۹ش، ص ۵۹ و ۶۰).

عرف عقلاء نیز هرگونه ضرری را موجب تحقق غرر نمی‌دانند و تنها اگر در معامله‌ای ضرر فاحشی به یکی از متعاقدين از ناحیه جهل به عوضین وارد شود، آن معامله را غرری می‌دانند. زیرا احتمال ضرر کم در هر قرارداد و معاوضه‌ای وجود دارد و بیشتر معاملات همراه با خطر هستند. بنابراین غرر و ضرر ناشی از جهالتی موجب بطلان عقد است که قابل تسامح عرفی و عادی نباشد (مغنیه، ۱۴۲۱ق، ج ۳، ص ۱۳۳).

بنابراین هر نوع خطر و ریسکی باعث غرری شدن معامله نمی‌شود. به عبارت دیگر خطری که به علت وجود غرر در معامله پدید می‌آید نوعی خطر غیرقابل قبول است که به عدم اطمینان در ارکان قرارداد مربوط می‌شود و این مخاطره را می‌توان با شفافیت بیشتر در ارکان کاهش داد. اما خطر در مفهوم استاندارد ریسک مالی نوعی خطر قابل قبول است که مربوط به آینده دارایی است که افراد آن را با کوشش بیشتر کاهش می‌دهند.

سرمایه‌گذاری در صندوق‌های جسورانه از آنجایی که یک طرح فناورانه و بنیادی جدید دارد، دارای ریسک سرمایه‌گذاری زیادی است ولی با توجه به عدم ابهام و جهلی که نسبت به ارکان قراردادی و فرآیند سرمایه‌گذاری در آن وجود دارد، خطر فاحش و خارج از تحمل عرف که ناشی از جهل و ابهام و فریب باشد در آن مصداق ندارد.

همچنین طبق این مدل مشارکت، روش‌های دیگری را نیز می‌توان مطرح کرد از جمله این که صندوق با شرکت نوبیان عقد مشارکت مشروط منعقد کرده در ضمن عقد مشارکت شرط می‌شود که مدت این قرارداد شش ماه است و پس از آن نسبت به ادامه یا خاتمه قرارداد مشارکت تصمیم‌گیری شود. در پایان شش ماه پس از ارزیابی اقتصادی طرح، در صورت موفقیت نسبی طرح فناورانه، صندوق مطابق توافق، درصدی از سهام شرکت نوبیان را خریداری کرده و مشارکت در قالب سهامداری ادامه یابد اما اگر موفقیت اقتصادی طرح مورد رضایت نبود، شرکت نوبیان موظف است سهم‌الشرکه صندوق را به قیمت اصل سرمایه اولیه که در اختیار شرکت دانش‌بنیان قرار داده است، خریداری کرده و با خرید سهم‌الشرکه صندوق سرمایه‌گذاری توسط شرکت دانش‌بنیان، قرارداد مشارکت آن‌ها خاتمه خواهد یافت. همچنین برای اطمینان از تمکن شرکت برای خرید سهم‌الشرکه صندوق، می‌توان اقدام به گرفتن ضمانتنامه بانکی از وی کرد.

با توجه به این که این نوع مشارکت در سهم‌الشرکه شرکت دانش‌بنیان به شکل سهامداری است و در قالب شرکت‌های حقوقی و تجاری قانون تجارت شکل می‌گیرد، مشکلی از نظر قرار گرفتن طرح و ایده به عنوان سهم‌الشرکه و نیز تعیین سهم‌الشرکه به نسبتی غیر از آورده شرکاء، وجود ندارد.

۲- روش دوم: تسهیلات مشارکتی مشروط

در این روش صندوق، تسهیلات مشارکتی مشروط به شرکت نوبیان اعطا می‌کند و در ضمن عقد مشارکت مدنی شرط می‌کند که شرکت متعهد است در سررسید، میزان موفقیت طرح را ارزیابی کرده و چنان‌چه متقاضیان طرح در حد قابل قبولی بود که نشان‌دهنده موفقیت طرح است، تسهیلات گرفته شده را تبدیل به سهام شرکت نوبیان کند و اما در صورت شکست طرح (که از میزان متقاضیان طرح قابل تشخیص است)، صندوق جسورانه سهم‌الشرکه خود را به شریک (شرکت دانش‌بنیان) فروخته و وی باید برای تسویه نقدی و یا تقسیط سهم‌الشرکه اقدام لازم را انجام دهد.

در آمیختن سهم‌الشرکه نقدی یا غیرنقدی شریک با سهم‌الشرکه نقدی یا غیرنقدی شریک دیگر به صورت مشاع برای انجام کاری معین درباره فعالیت‌های تولیدی، بازرگانی و خدماتی به مدت محدود به قصد انتفاع بر حسب قرارداد را ذیل تسهیلات مشارکت مدنی (وام مشارکتی) معرفی می‌کنند.

حال در این فرآیند باید نحوه تبدیل شدن سهم‌الشرکه صندوق جسورانه به سهام شرکت دانش‌بنیان مورد تحلیل و بررسی واقع شود. همانطور از تبیین قرارداد مشارکت مدنی مشخص شد، سهم‌الشرکه در آن، ماهیت «عین» داشته و صندوق جسورانه، مالک مشاع از یک عین است. بنابراین چنانچه طبق نظر مشهور فقهاء، ماهیت سهام را نیز «عین» بدانیم، تبدیل سهم‌الشرکه با سهام، در واقع تبدیل یا تعویض بین دو «عین» خواهد بود. به این منظور تبدیل سهم‌الشرکه صندوق جسورانه را می‌توان در قالب قراردادهای بیع، صلح و معاوضه تحلیل بررسی کرد.

الف- بیع

با توجه به این که عوضین در تبدیل سهم‌الشرکه به سهام، عین است، بهترین قالب حقوقی برای آن، «بیع» است. بیع که شایع‌ترین و عام‌ترین مصداق تجارت است، در لغت به معنای مبادله مال در برابر مال معنا شده است (فیومی، ۱۴۱۴ق، ج ۲، ۶۹). اما در اصطلاح فقهی، فقهاء تعریف‌های متفاوتی از بیع ارائه داده و هر کدام کوشیده‌اند با بهترین و کوتاه‌ترین عبارت، ماهیت این عقد را بیان کنند. مشهورترین تعریف در میان فقهای متأخر «انشاء تملیک عین به عوض» است (یزدی، ۱۴۲۱ق، ج ۱، ۵۳؛ خمینی، ۱۴۲۱ق، ج ۲، ۴۰۳) و در اصطلاح حقوقی نیز، قانون مدنی در ماده ۳۳۸ به تبعیت از فقهاء، بیع را این چنین تعریف کرده است: «بیع عبارت است از تملیک عین به عوض معین». بنابراین در فرآیند وام مشارکتی، بر اساس شرط ضمن عقد، شرکت دانش‌بنیان متعهد می‌شود که در سررسید، در صورت درخواست صندوق جسورانه، سهام خود را به صندوق در قالب عقد بیع بفروشد.

ب- صلح

یکی دیگر از قالب‌هایی که امکان تبدیل سهم‌الشرکه با سهام در آن وجود دارد، عقد صلح است. عقد صلح عبارت است از تسالم و تراضی طرفین عقد بر امری که این امر ممکن است تملیک عین یا منفعت یا اسقاط دین یا حق و یا چیزی جز این‌ها باشد (خمینی، بی تا، ج ۱، ۵۶۱). آن چه از مفاد روایات درباره صلح بر می‌آید، شرط تحقق و اعتبار صلح، دو چیز است: نخست این که طرفین صلح در مورد آن تراضی و طیب نفس داشته باشند (حرعاملی، ۱۴۰۹ق، ج ۱۸، ۴۴۸) و دیگر این که صلح بر کاری که محلل حرام یا محرم حلال است، نباشد (شیخ صدوق، ۱۴۱۳ق، ج ۳، ۳۲).

این ویژگی های خاص عقد صلح، موقعیتی ممتاز به آن می بخشد، به گونه ای که می توان به وسیله این عقد، اقدام به ایجاد بسیاری از عقود معین کرد، بدون آن که به احکام و شرایط خاص آن عقود پایبند بود، و یا دست به تأسیس عقود و معاملات جدید زد در حالی که در تمام این ها هیچ گونه پیشینه خصومت و نزاع و یا احتمال آن وجود ندارد.

بنابراین در فرآیند وام مشارکتی، بر اساس شرط ضمن عقد، شرکت دانش بنیان متعهد می شود که در سررسید، در صورت درخواست صندوق جسورانه، سهام خود را به صندوق در قالب عقد صلح، مصالحه کند.

ج- معاوضه

معاوضه نیز یکی از عقود است که تبدیل سهم الشرکه با سهام می تواند در قالب آن صورت پذیرد. در فقه، معاوضه به عنوان عقد معین محسوب نشده در حالی که قانون مدنی آن را جزء عقود معین آورده است. ماده «۴۶۴» قانون مدنی می گوید: «معاوضه عقدی است که به موجب آن یکی از طرفین مالی می دهد به عوض مال دیگر که از طرف دیگر اخذ می کند بدون ملاحظه این که یکی از عوضین مبیع و دیگری ثمن باشد». با توجه در مفاد ماده فوق معلوم می شود که معاوضه مانند بیع یکی از عقود معین معاوضی است. بنابراین کلیه احکام و آثاری که لازمه عقد معوض است در عقد معاوضه نیز جاری می شود.

معاوضه دارای دو مورد است که یکی را معوض و دیگری را عوض می گویند، به این صورت که آنچه ابتداء مورد معاوضه قرار می گیرد معوض و آنچه در مقابل آن قرار می دهند، عوض است. از نظر تحلیلی عنوان عوض و معوض اعتباری است و مانند عنوان ثمن و مبیع است. هر یک از عوضین (معوض و عوض) می تواند عین خارجی و در حکم آن یا کلی فی الذمه باشد، هم چنانی که ممکن است دین، منفعت، عمل و حق قرار گیرد (امامی، ۱۳۷۴، ج ۱، ۵۷۸ و ۵۷۹).

تمیز بیع و معاوضه وابسته به قصد مشترک طرفین است اگر آنان خواسته باشند که دو چیز را بدون هیچ امتیازی با هم مبادله کنند، توافق آنان تابع قواعد معاوضه است. و هرگاه چنین اراده کنند که یکی از دو عوض مبیع و دیگری بهای آن باشد، قرارداد یادشده بیع است.

با توجه به آنچه در مورد معاوضه بیان شد، در فرآیند وام مشارکتی نیز، بر اساس شرط ضمن عقد، شرکت دانش بنیان متعهد می شود که در سررسید، در صورت درخواست صندوق جسورانه، سهام خود را به صندوق در قالب عقد معاوضه، انتقال دهد.

پیشنهادهای جایگزین

۱- قرارداد سفارش ساخت (استصناع)

استصناع عبارت است از توافق سفارش دهنده با صنعتگر برای ساختن کالایی معین. در این توافق نامه، تهیه مواد اولیه و عملیات ساخت کالا بر عهده سازنده است (هاشمی شاهرودی، ۱۴۲۳، ق، ج ۲، ص ۲۴۹).

بر اساس قرارداد استصناع در این فرآیند، صندوق سرمایه گذاری جسورانه یا شرکت نوبیان یک قرارداد سفارش ساخت محصول فناورانه مبتنی بر ایده و طرح نوآورانه منعقد می کند. بعد از تولید محصول و بازاریابی و تجاری سازی آن، در صورتی که از طرح و محصول فناورانه استقبال قابل قبولی صورت نگیرد و تقاضای سرمایه گذاری و تجاری کمی را جذب کرد، از آنجایی که صندوق جسورانه نیازی به محصول ندارد، شرکت نوبیان آن را در بازار فروخته و مبلغ آن را به صورت نقد با صندوق تسویه می کند.

همچنین در صورتی که از طرح و محصول فناورانه استقبال قابل قبولی صورت گرفت و تقاضای سرمایه گذاری و تجاری خوبی را جذب کرد، از آنجایی که ادامه سرمایه گذاری در این طرح فناورانه برای صندوق جسورانه دارای منافع تجاری است، صندوق ترجیح می دهد که در ادامه تولید محصول با شرکت نوبیان مشارکت کند. پس شرکت نوبیان با فروش محصول یا محصولات که در قالب قرارداد استصناع برای صندوق جسورانه ساخته است، به جای پرداخت نقدی مبلغ بالا، سهم الشرکه را به ملکیت صندوق در می آورد و وی را در سرمایه شرکت نوبیان شریک می کند.

۲ - قرارداد جعاله

جعاله در کتب فقهی به عنوان صیغه ای تعریف شده است که نتیجه آن، به دست آوردن منفعت است در برابر عوضی، بدون آن که علم به آن دو (عمل و عوض) شرط باشد. به عبارت دیگر جعاله عبارت است از التزام به پرداخت عوضی معلوم در ازای انجام دادن کاری (سبزواری، ۱۴۱۳ق، ج ۱۸، ص ۲۰۲).

در این فرآیند بر اساس قرارداد جعاله، صندوق سرمایه گذاری جسورانه یا شرکت نوبیان یک قرارداد جعاله جهت تولید محصول فناورانه استوار بر ایده و طرح نوآورانه منعقد می کند تا در ازای ساخت آن، مبلغ معینی را طبق قرارداد جعاله به شرکت نوبیان پرداخت کند. بعد از

تولید محصول و بازاریابی و تجاری‌سازی آن، در صورتی که از طرح و محصول فناورانه استقبال قابل قبولی صورت نگیرد و تقاضای سرمایه‌گذاری و تجاری کمی را جذب کرد، از آنجایی که صندوق جسورانه نیازی به محصول تولید شده ندارد، شرکت نوپیان آن را در بازار فروخته و مبلغ آن را به صورت نقد با صندوق تسویه می‌کند.

همچنین در صورتی که از طرح و محصول فناورانه استقبال قابل قبولی صورت گرفت و تقاضای سرمایه‌گذاری و تجاری خوبی را جذب کرد، از آنجایی که ادامه سرمایه‌گذاری در این طرح فناورانه برای صندوق جسورانه دارای منافع تجاری است، صندوق ترجیح می‌دهد که در ادامه تولید محصول با شرکت نوپیان مشارکت کند. بنابراین شرکت نوپیان با فروش محصول یا محصولاتش که در قالب قرارداد جعاله برای صندوق جسورانه ساخته است، به جای پرداخت نقدی مبلغ بالا، سهم‌الشرکه را به ملکیت صندوق در می‌آورد و وی را در سرمایه شرکت نوپیان شریک می‌کند.

بحث و نتیجه‌گیری

در صندوق‌های سرمایه‌گذاری جسورانه، وجوه جمع‌آوری شده در صندوق در اختیار مدیر صندوق قرار گرفته و وی مطابق اساسنامه، وجوه یادشده را می‌تواند به روش خرید اوراق مالکیت و یا انعقاد قرارداد مشارکت، سرمایه‌گذاری کند.

از نظر حقوقی در شرکت‌های تجاری مندرج در قانون تجارت، امکان آوردن سرمایه غیرمادی وجود دارد و بنابراین حرفه، تخصص یا ایده می‌تواند به عنوان آورده شریک در نظر گرفته شود و این آورده قابل ارزش‌گذاری و تقویم است. حال چنانچه مشارکتی که صندوق‌های سرمایه‌گذاری با شرکت‌های دانش‌بنیان برقرار می‌کنند، از این نوع شرکت‌های عقدی باشد، قابلیت این که ایده و طرح نوآورانه به عنوان سهم‌الشرکه قرار بگیرد را دارد.

سرمایه‌گذاری در صندوق‌های جسورانه از آنجایی که یک طرح فناورانه و بنیادی جدید دارد، دارای ریسک سرمایه‌گذاری زیادی است ولی با توجه به عدم ابهام و جهلی که نسبت به ارکان قراردادی و فرآیند سرمایه‌گذاری در آن وجود دارد، خطر فاحش و خارج از تحمل عرف که ناشی از جهل و ابهام و فریب باشد در آن مصداق ندارد و بنابراین تحقق غرر در آن منتفی است.

همچنین با توجه به این که این نوع مشارکت در سهم‌الشرکه شرکت دانش‌بنیان به شکل سهامداری است و در قالب شرکت‌های حقوقی و تجاری قانون تجارت شکل می‌گیرد، مشکلی از نظر قرار گرفتن طرح و ایده به عنوان سهم‌الشرکه و نیز تعیین سهم‌الشرکه به نسبتی غیر از آورده شرکاء، وجود ندارد.

در مدل وام مشروط این صندوق‌ها نیز باید خاطر نشان کرد که وام مشارکتی در قالب قرارداد مشارکت مدنی به شرکت دانش‌بنیان اعطا می‌شود و ذیل آن به صورت شرط ضمن عقد مقرر می‌شود که در صورت موفقیت طرح فناورانه، به جای تسویه نقدی وام مشارکتی، سهم‌الشرکه صندوق جسورانه در قالب بیع، صلح و یا معاوضه به سهام شرکت دانش‌بنیان تبدیل شود و نیز در صورت عدم موفقیت طرح فناورانه، صندوق جسورانه، سهم‌الشرکه خود را به شرکت دانش‌بنیان فروخته و وی نیز برای تسویه نقدی و یا تقسیط آن، اقدام لازم را انجام می‌دهد. شایان یادآوری است که قالب قراردادی سفارش ساخت (استصناع) و قرارداد جعاله را نیز می‌توان برای تصحیح قراردادی صندوق‌های سرمایه‌گذاری جسورانه، تحلیل و تطبیق کرد.

References

- Emami, H. (1995), Civil Laws, Tehran: Islamic Publications, Vol. 1, 4, (In Persian).
- Emami, H. (n.d), Civil Law, Islamic Publications, Tehran - Iran, vol 1, (In Persian).
- Fayoumi, A. (1993), Al-Masbah al-Munir fi Gharib al-Sharh al-Kabeer by Al-Rafa'i, Qom, Dar al-Hijra Foundation, vol. 2, (In Persian).
- Hali, A, H. (1992), Qaqib al-Ahkam fi Marafah al-Halal wa Haram, Qom - Iran: Islamic Publications Office affiliated with the Qom Seminary Teachers Society, (In Persian).
- Hashemi Shahrudi, S. M. (2002), Contemporary Jurisprudential Readings, Institute of Islamic Jurisprudence Encyclopaedia on the Religion of Ahl al-Bayt, peace be upon them, Qom - Iran, I, Vol.2, (In Persian).
- Hashemi Shahrudi, S. M. (2012), Researches in Fiqh Kitab Al-Sharka, Qom: Ahl al-Bayt Institute of Jurisprudence and Education, (In Persian).
- Horr al-Amili, M. (1982), the means of the Shiites to study the issues of the Shari'ah, Beirut: Dar Ihiya al-Tarath al-Arabi, vol.15, (In Persian).
- Hosseini Aamili, J. (1998), Miftah al-Karama fi Sharh al-Qa'aa al-Alama, Qom: Islamic Publications Office attached to the Qom Theological Seminary Society, vol.16,20, (In Persian).
- Hosseini, M; Khodaei, M; Saidi, A (2016) Stock Exchange Quarterly, Year 10, Number 40, (In Persian).
- <http://iked.org/pdf/the%20role%20of%20venture%20capital,global%20trends%20and%20issues.pdf>
- <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/trading-investing/venture-capital-fund/>
- https://www.cgdev.org/sites/default/files/1424899_file_Nassiry_Wheeler_Green_Venture_Fund_FINAL.pdf
- <https://www.econstor.eu/bitstream/10419/147137/1/857511882.pdf>
- https://www.existenzgruender.de/SharedDocs/Downloads/EN/GruenderZeiten-englisch/GruenderZeiten-28-engl.pdf?__blob=publicationFile
- https://www.mycapital.com/VenatureCapital101_MyCapital.pdf

- Katouzian, N. (1992), civil rights, general rules of contracts, publishing company, (In Persian).
- Katouzian, N. (2002), Philosophy of Law, Tehran, Publishing Co., vol.3, (In Persian).
- Khomeini, S. R. (1994), Kitab al-Baya, Qom, Al-Nashar al-Islami Foundation, fifth edition, vol.1, (In Persian).
- Khomeini, S. R. (2000), Kitab al-Bai, Tehran, Institute for Editing and Publishing the Works of Imam Khomeini (RA), Vol.1,2, (In Persian).
- Khomeini, S. R. (n.d), Tahrir al-Wasila, Dar-e-Alam Press Institute, Qom - Iran, 1, vol.1, (In Persian).
- Langroudi, M. (1997), property rights, Tehran, vol.1, (In Persian).
- Mousaviyan, S. A. (2007), dictionary of jurisprudential and legal terms of transactions, Tehran: Monetary and Banking Research Institute - J.A Central Bank, (In Persian).
- Mughniyeh, M. (2000), Fiqh of Imam al-Sadiq, peace be upon him, Qom: Ansarian Institute, second edition, vol. 3, (In Persian).
- Naini, M. (1992), al-Makasab wa Baya, Qom, Islamic Publications Office, vol. 1, (In Persian).
- Najm al-Din Halli, J. (1997), Al-Mukhtasar al-Nafi fi fiqh al-Imamiya, Qom: Al-Makhsbatat Al-Diniya Foundation, vol. 1, (In Persian).
- Sabzevari, S. A. (1992), Mahduz al-Ahkam, Al-Manar Institute - Office of Hazrat Ayatollah, Qom - Iran, 4, (In Persian).
- Sekoti, N; Hekmatnia, M; Hosseinzadeh, J (2022). The Structure of Soorane Investment Fund, Stock Exchange Quarterly, Year 15, Number 59. (In Persian).
- Sheikh Sadouq (1992), Man La Yahdara Al-Faqih, Qom, Islamic Publications Office affiliated with the Qom Theological Seminary Society, second edition, vol.3, (In Persian).
- The Securities and Exchange Organization, the charter of the Soorane Investment Fund, (In Persian).
- The Securities and Exchange Organization, the prospectus of Jouraneh Investment Fund, (In Persian).

- Vahdati Shabeiri, H. (2000), the unknowingness of the transaction, Qom: Islamic Propaganda Office Publications, first edition, (In Persian).
- Yazdi, S. M. (1988), Al-Arwa Al-Wathqi, Al-Alami Publishing House, Beirut-Lebanon, II, Vol.2, (In Persian).
- Yazdi, S. M. (2000), Hashiya Al-Makasab, Ismailian Institute, Qom - Iran, II, Vol.1, (In Persian).