

تحلیل حقوقی شروط قراردادی سرمایه‌گذاران خطرپذیر و ارتباط آن با تأمین مالی شرکت‌های اقتصاد دیجیتال از طریق عرضه

عمومی اولیه^۱

زینب صنیعی منش

دانشجوی دکتری حقوق تجارت و سرمایه‌گذاری خارجی، دانشکده حقوق و علوم سیاسی، دانشگاه تهران، تهران، ایران.

zeinabsanieimanesh@gmail.com

محسن صادقی (نویسنده مسئول)

دانشیار، گروه حقوق خصوصی، دانشکده حقوق و علوم سیاسی، دانشگاه تهران، تهران، ایران.

sadeghilaw@ut.ac.ir

قابل انتشار در دوره ۲۷ شماره ۷۳ (بهار ۱۴۰۷) نشریه پژوهش‌های حقوقی

چکیده

عموماً ماهیت شرکت‌های اقتصاد دیجیتال به عنوان یک نوع شرکت استارت‌آپی در نظر گرفته می‌شود. این نوع شرکت‌ها نیازمند جذب سرمایه بوده و در این راستا انعقاد قراردادهای سرمایه‌گذاری با سرمایه‌گذاران خطرپذیر به عنوان یکی از اشخاص مطرح در جریان سرمایه‌گذاری، برای این نوع شرکت‌ها اجتناب‌ناپذیر می‌باشد. از سوی دیگر عرضه اولیه و ورود به بازار سرمایه، افق روشن تأمین مالی برای شرکت‌های استارت‌آپی است. اصول منحصر به فرد بازار سرمایه و مقررات آن و همچنین خصوصیات و توافقات قراردادی شرکت‌های اقتصاد دیجیتال با سرمایه‌گذاران، می‌تواند شرایط متفاوتی را برای شرکت ناشر، بازار سرمایه، کارآفرینان شرکت اقتصاد دیجیتال و سرمایه‌گذاران آن شرکت ایجاد نماید. سؤال اصلی آن است که تا چه اندازه مقررات مربوط به تأمین مالی این نوع شرکت‌ها از طریق عرضه عمومی اولیه با شروط قراردادی سرمایه‌گذاران خطرپذیر هماهنگ است و چه چالش‌های حقوقی در این زمینه مطرح می‌شود؟ این نوشتار با روش توصیفی-تحلیلی و بررسی شروط قراردادی مرتبط با سرمایه‌گذاران این نوع شرکت‌ها، به این نتیجه می‌رسد که اولاً تأمین مالی شرکت‌های اقتصاد دیجیتال از طریق عرضه عمومی اولیه نیازمند امکان سنجی متناسب با شرایط شرکت می‌باشد، ثانیاً این روش می‌تواند شرایط قراردادی سرمایه‌گذاران در شرکت متقاضی جذب سرمایه را تحت الشعاع قرار دهد.

کلید واژگان:

شرکت‌های استارت‌آپ، شروط کنترل، شروط خروج، سرمایه‌گذاران مخاطره‌پذیر، عرضه اولیه.

^۱ Initial Public Offering

Legal analysis of the contractual terms of venture capital investors and their relationship with the financing of digital economy companies through Initial Public Offering

Abstract

Digital economy companies in Iran are considered as a type of startup. These companies require capital and, in this regard, entering into investment contracts with venture capital investors—who are prominent players in the investment process—is essential. On the other hand, initial public offerings (IPOs) and entering into the capital market, represent a promising avenue for financing startups. The unique principles and regulations of the capital market, along with the characteristics and contractual agreements of digital economy companies with their investors, can create different conditions for the issuing company, the capital market, entrepreneurs in the digital economy sector, and the investors of these companies. The main question is whether the regulations established for financing these types of companies align with previous contractual agreements and the practical requirements governing those companies, or whether they lead to legal challenges. This paper, through a descriptive-analytical method and by examining the relevant contractual terms of investors in these types of companies, concludes that, firstly, financing digital economy companies through IPOs requires feasibility assessments accordant to the company's conditions, and secondly, this method can influence the contractual conditions of investors in the applicant company.

Keywords:

Startup companies, Control terms, Exit terms, , Venture capital investors.

مقدمه

هر نوع فعالیت تجاری نیاز به منابع مالی دارد. در حقیقت، هدف اصلی از هر نوع فعالیت اقتصادی، سودآوری است و کسب سود بدون وجود منابع مالی و تامین مالی امکان پذیر نمی‌باشد. در واقع تامین مالی^۱ عبارت است از تهیه وجوه و استفاده مؤثر از آن‌ها در امور تجاری. اشخاص می‌توانند برای تامین مالی از روش‌ها و ابزارهای متفاوتی در دو بازار پول (مبتنی بر بانکداری) و سرمایه (بازار سرمایه) استفاده نمایند. وام‌های بانکی، صدور سهام، اوراق مشارکت، اوراق اجاره، اوراق منفعت، اوراق سلف، اوراق خرید دین و اوراق دیگر، از ابزارهای موجود در بازار سرمایه است.^۲

استفاده از منابع مذکور برای شرکت‌ها بسته به نوع فعالیت، کارکرد و دارایی‌های خود، جهت تامین مالی ضروری می‌باشد. از میان شرکت‌ها، شرکت‌های اقتصاد دیجیتال نیز به علت ایفای نقش کلیدی در ایجاد اشتغال و رشد اقتصادی، با سمت بازیگران مطرح عرصه اقتصاد دیجیتال، نیازمند تامین مالی می‌باشند.

تامین مالی شرکت‌های اقتصاد دیجیتال^۳ از روش‌های مختلفی صورت می‌پذیرد. نوع تامین مالی این شرکت‌ها به مرحله‌ای از چرخه عمر که کسب و کار در آن قرار دارد بستگی دارد. در صورتی که شرکت در مراحل اولیه رشد خود باشد، نیاز به تامین مالی از طریق انعقاد قرارداد سرمایه‌گذاری با سرمایه‌گذاران داشته و در صورتی که در مراحل انتهایی رشد بوده و به مرحله بلوغ رسیده باشد، تامین مالی خود را از طریق عرضه عمومی اولیه سهام شرکت خود در بازار سرمایه انجام خواهد داد.

اصلی‌ترین قرارداد برای جذب سرمایه (در مراحل اولیه) که مهمترین رکن در این دست از شرکت‌ها می‌باشد، قرارداد سرمایه‌گذاری است. قراردادهای سرمایه‌گذاری به عنوان کاربردی‌ترین نوع قراردادها در این شرکت‌ها فیما بین سرمایه‌گذاران خطرپذیر و کارآفرینان منعقد می‌گردد و دارای شروطی از جمله حق الزام سایر سهامداران به فروش سهام، حق بازخرید سهام، شرط کنترل بر اعضا هیئت مدیره و حق تغییر مدیرعامل می‌باشند که ماهیت این شروط بر مبنای اعمال فشار برای تحمیل راهبرد خروج مدنظر سرمایه‌گذار خطرپذیر به کارآفرینان شرکت و همراه نمودن آن‌ها در فرآیند خروج می‌باشد و بدین ترتیب سرمایه‌گذار خطرپذیر، خود اختیار تعیین شرایط و زمان خروج از شرکت را تعیین می‌نماید. با این حال در یک دسته بندی کلی تمام شروط این قراردادها به ۳ دسته شروط مالی، شروط کنترلی و شروط خروج تقسیم بندی می‌شوند^۴ که برخی از این شروط ارتباط تنگاتنگی با مقررات تعیین شده جهت عرضه عمومی اولیه دارا می‌باشند.

از سوی دیگر، مقررات بازار سرمایه با رویکرد کنترلی، جهت تعیین شرایط ورود این نوع شرکت‌ها به بازار سرمایه و عرضه عمومی سهام آن‌ها مورد بررسی قرار می‌گیرد. در اصلی‌ترین مقررره به نام "مصوبه ضوابط اختصاصی پذیرش سهام شرکت‌های دانش‌بنیان، فعال در حوزه اقتصاد دیجیتال، فناور و خلاق (اصلاحی ۱۴۰۲/۰۵/۰۹)"^۵ (پیوست شماره ۱ دستورالعمل پذیرش، عرضه و نقل و انتقال اوراق بهادار در فرابورس ایران)^۶ (شرکت سهامی عام)، تعهداتی برای صاحبان سهام عمده آن شرکت‌ها اعم از الزام به باقی ماندن در شرکت و عدم انتقال سهام خود در نظر گرفته شده است که ضروری است مورد بررسی قرار گیرد.

^۱ Financing

^۲ توحیدی، محمد و کاشانی، مریم، «ارائه الگوی تامین مالی شرکت‌های نوپای حوزه تماشای آنلاین»، فصلنامه مطالعات رسانه‌های نوین، س. نهم، ش. ۳۳، ۱۴۰۲، صص. ۳۹۱ - ۴۲۴، ص. ۴۰۰.

^۳ Digital Economy Company

^۴ سلطانی، محمد و اعظم پور، محمدطاهر، «توافقات کنترل در قراردادهای سرمایه‌گذاری خطرپذیر»، فصلنامه تحقیقات حقوقی، ش. ۸۸، ۱۳۹۸، صص. ۲۰۱-۲۲۸، ص. ۲۰۸.

^۵ که در نوشتار حاضر "مصوبه" نامیده می‌شود.

^۶ که در نوشتار حاضر "دستورالعمل" نامیده می‌شود.

ماهیت شروط ذکر شده در قراردادها و ارتباط آن‌ها با مقررات تعیین شده برای عرضه عمومی این نوع شرکت‌ها در بازار سرمایه و همچنین حقوق سرمایه‌گذاران خطرپذیر، تمرکز اصلی نوشتار حاضر جهت بررسی و تطبیق با قوانین و مقررات مرتبط بازار سرمایه ایران است. در این خصوص، با بررسی شروط این قراردادها، بر آنیم تا این فرضیه را تحلیل کنیم که تأمین مالی شرکت‌های اقتصاد دیجیتال از طریق عرضه عمومی اولیه، به دلیل تعارضات احتمالی با شروط قراردادی سرمایه‌گذاران و مقررات حاکم، ممکن است چالش‌هایی حقوقی در پی داشته باشد. نوشتار حاضر به سه بخش اصلی تقسیم می‌شود. در بخش اول به بیان مفاهیم و مبانی شرکت‌های اقتصاد دیجیتال، عرضه عمومی اولیه و سرمایه‌گذاران خطرپذیر و فلسفه الزام مقررات بازار سرمایه و ماهیت شروط قراردادی سرمایه‌گذاری خواهیم پرداخت. در بخش دوم به بررسی شروط قراردادی مرتبط فیما بین سرمایه‌گذاران خطرپذیر و سرمایه‌پذیران در آن شرکت‌ها خواهیم پرداخت و در بخش سوم به مقررات مرتبط و در نهایت به تعارضات شروط قراردادی یاد شده با مقررات مربوطه اشاره می‌نماییم.

۱. بررسی مفاهیم

در این قسمت مفاهیم شرکت‌های اقتصاد دیجیتال، شرکت خلاق، شرکت فناور و ماهیت شرکت‌های استارت‌آپ و ارتباط نهادهای مذکور با شرکت‌های اقتصاد دیجیتال، مفهوم عرضه عمومی اولیه و سرمایه‌گذاران خطرپذیر مورد بررسی قرار می‌گیرند.

۱.۱. مفهوم استارت‌آپ و شرکت اقتصاد دیجیتال

استارت‌آپ، شرکت یا سازمانی کوچک است که با هدف تبدیل شدن به مدل کسب و کار قابل تکرار و قابل گسترش و مقیاس پذیر تشکیل شده است.^۱ هدف یک استارت‌آپ، یافتن سریع‌ترین مدل کسب و کار در کم‌ترین زمان ممکن است. با توجه به رواج انکار ناپذیر تکنولوژی در جهان می‌توان گفت بروز یک استارت‌آپ بدون مبنای علمی و بهره‌مندی از تکنولوژی غیرممکن است. با این حال با توجه به بررسی‌های صورت گرفته بر روی خصیصه‌های استارت‌آپ، عده‌ای معتقد به لزوم استفاده از تکنولوژی در این شرکت‌ها بوده^۲ و در مقابل گروهی دیگر معتقد هستند که فناوری از الزامات ایجاد یک استارت‌آپ نمی‌باشد.^۳ در یک تعریف، استارت‌آپ بدین گونه بیان شده است که یک شرکت جدید و موقتی با مدل کسب و کار مبتنی بر فناوری و نوآوری است که ظرفیت بالقوه رشد سریع و مقیاس پذیری قابل توجهی دارد.^۴ در واقع استفاده از فناوری اطلاعات و تجهیزات الکترونیک به عنوان یکی از ویژگی‌های استارت‌آپ شناخته شده است. در عرف کنونی، مفهوم استارت‌آپ را باید با فناوری اطلاعات و فضای سایبر گره خورده و درهم آمیخته دانست. فهم عرفی از شرکت‌های مذکور، نرم افزارها، واسطه‌های ارتباطی الکترونیک و پایگاه‌های داده‌ای است که به ارائه محصولات و خدمات مختلف با استفاده از امکانات برخط و تجهیزات رایانه‌ای مبادرت می‌نماید. تا قبل از اصلاح مصوبه، عنوان پیوست ۱، ضوابط و شرایط اختصاصی پذیرش سهام شرکت‌های نوپا و فعال در حوزه اقتصاد دیجیتال در نظر گرفته شده بود. پس از اصلاح مصوبه، عبارت شرکت‌های نوپا حذف گردید و عنوان پیوست به "ضوابط اختصاصی پذیرش سهام شرکت‌های دانش‌بنیان، فعال در حوزه اقتصاد دیجیتال،

^۱ Blank, Steve & Dorf, Bob. *the startup owner's manual, the step-by-step guide for building a great company*, California: K&S ranch, inc. 2012, p. 1080.

^۲ سلیمی، فضا، «اثر بخشی سازوکارهای قانونی توسعه کارآفرینی بر حمایت از حقوق مصرف‌کننده»، دانشنامه حقوق اقتصادی، ش. ۱۹، ۱۴۰۰، صص. ۱۶۱-۱۸۵، ص. ۱۶۳.

^۳ Bartolini, Antonio, Cippitani, Roberto & Colcelli, Valentina, *Dictionary of Statutes within EU Law (the individual statuses as pillar of European union integration)*, Switzerland: journal Springer, 2019. p. 320.

^۴ Santisteban, Jose & Mauricio, David. critical success factors for technology-based startups, *int. J. entrepreneurship and small business*, vol. 42, no. 4, 2021, pp. 397-421.

فناور و خلاق" تغییر پیدا کرد. مشاهده می‌شود که قانون‌گذار فی‌مابین شرکت‌های مذکور تمایز قائل شده است. در این خصوص لازم است توضیحی نسبت به مفاهیم هر یک از شخصیت‌های مذکور بر اساس مقررات تصویب شده، داده شود. مطابق با بند ۲۸ ماده ۱ دستورالعمل و ماده ۱ قانون حمایت از شرکت‌ها و موسسات دانش بنیان و تجاری سازی نوآوری‌ها و اختراعات، "شرکت دانش بنیان شرکت یا مؤسسه خصوصی یا تعاونی است که به منظور هم‌افزایی علم و ثروت، توسعه اقتصاد دانش محور، تحقق اهداف علمی و اقتصادی (شامل گسترش و کاربرد اختراع و نوآوری) و تجاری سازی نتایج تحقیق و توسعه (شامل طراحی و تولید کالا و خدمات) در حوزه فناوری‌های برتر و با ارزش افزوده فراوان به ویژه در تولید نرم افزارهای مربوط تشکیل می‌شود."

مطابق با بند ۲۹ دستورالعمل و بند ب ماده ۱ آیین‌نامه اجرایی ماده (۴۷) قانون برنامه چهارم توسعه اقتصادی، اجتماعی و فرهنگی جمهوری اسلامی ایران، واحدهای فناوری، واحدهای پژوهشی و فناوری و مهندسی مستقر در پارک‌های علم و فناوری تعریف شده‌اند.

همچنین بر اساس بند ۳۰ دستورالعمل و موضوع تبصره ماده ۶ قانون جهش تولید دانش بنیان، "واحدهای خلاق، اشخاص حقیقی و حقوقی غیردولتی هستند که در حوزه صنایع فرهنگی و علوم انسانی و اجتماعی فعالیت دارند و از مهارت‌های انسانی، نوآوری و فناوری‌های جدید برخوردار هستند و نسبت به ارائه محصولات (کالا و خدمات) نوآورانه و فناورانه و یا بهره برداری از الگوهای جدید کسب و کار اقدام می‌نمایند."

اما در میان مفاهیم یادشده، شرکت‌های اقتصاد دیجیتال دارای تعریف گسترده‌ای در مقررات مصوب و جاری می‌باشند. بر اساس بند ۳۱ دستورالعمل، شرکت فعال در حوزه اقتصاد دیجیتال، شرکتی است که با ایجاد زیرساخت‌های ارتباطی مبتنی بر فناوری‌های دیجیتال در بستر اینترنت به ارائه خدمات می‌پردازد و به تشخیص فرابورس/بورس دارای حداقل دو شرط از شروط زیر است:

۱. متقاضیانی که کسب و کار داده محور بر بستر اینترنت دارند؛
۲. متقاضیانی که بیش از ۳۰ درصد از ارزش روز دارایی‌های آن‌ها از نوع نامشهود باشد؛
۳. متقاضیانی که کسب و کار آنان کاربر پایه باشد.

همچنین مطابق با بند ۶ ماده ۱ آیین‌نامه اجرایی بند (ج) ماده (۶۶) قانون برنامه پنج ساله هفتم پیشرفت جمهوری اسلامی ایران (موضوع تأمین منابع مالی برای توسعه اقتصاد رقومی و دانش بنیان)، شرکت فعال در حوزه اقتصاد رقومی، "شرکت یا مؤسسه خصوصی یا تعاونی که با ایجاد زیرساخت‌های ارتباطی مبتنی بر فناوری‌های رقومی در بستر فضای مجازی به ارائه خدمات می‌پردازد و دارای مجوز از مراجع ذی صلاح است." همچنین بر اساس بند (ه) سند تشکیلات و آیین رسیدگی کمیته تسهیل فعالیت کسب و کارهای اقتصاد رقومی، منظور از این نوع کسب و کارها، "کلیه فعالان اقتصادی که به هر نوع فعالیت تکرار شونده مشروع اقتصادی از قبیل تولید، خرید و فروش کالا و خدمات به قصد کسب منافع اقتصادی با استفاده از فناوری‌های رقومی و بصورت برخط مبادرت می‌ورزند"، تعریف شده‌اند.

در ردیف سوم از ماده تعاریف سند تحول دیجیتال و نقشه راه اجرای آن در سطح ملی، اقتصاد دیجیتال "اقتصادی است ایجاد ارزش در آن با محوریت فناوری‌های دیجیتال صورت می‌پذیرد و رکن اصلی آن، ارتباطاتی به منظور ساخت اکوسیستمی بین مردم، سازمان‌ها و زیرساخت‌های فناورانه است."

اقتصاد دیجیتال که به آن اقتصاد اینترنتی، اقتصاد وب و یا اقتصاد جدید نیز گفته می‌شود را می‌توان انجام فعالیت‌های اقتصادی و اجتماعی بر بستر فناوری اطلاعات و ارتباطات تعریف کرد. در واقع بنابر تعریفی دیگر، اقتصاد دیجیتال، اقتصادی است که قسمت اعظم آن بر پایه فناوری‌های دیجیتال شامل شبکه‌های ارتباطی، رایانه‌ها، نرم افزارها و سایر فناوری‌های اطلاعاتی استوار است. اقتصاد دیجیتال به صورت کاملاً بنیادین، شیوه تولید و بازاریابی کالا و خدمات شرکت‌ها را تغییر داده و بهبود بخشیده و در واقع مدل‌های جدیدی از کسب و کار را در حوزه‌های مختلف به ارمغان آورده است. نکته قابل توجه آن است که

اقتصاد دیجیتال در نقطه مقابل اقتصاد سنتی قرار داشته و به طور فزاینده‌ای با اقتصاد فیزیکی یا آفلاین درهم آمیخته شده و این ترسیم شفاف از اقتصاد دیجیتال را مشکل‌تر می‌کند. بدین ترتیب اکثریت غالب استارت‌آپ‌های فعلی، در حوزه اقتصاد دیجیتال فعالیت می‌کنند، چرا که محور اصلی فعالیت آن‌ها که موجب رشد درآمدی می‌باشد، بر پایه فناوری است که اصلی‌ترین این فناوری در حال حاضر شبکه‌های ارتباطی و نرم افزارها می‌باشد.

از منظر حقوقی می‌توان نتیجه گرفت که تفاوت بنیادین این شرکت‌ها در نوع و منبع ارزش‌آفرینی آن‌ها نهفته است. در واقع در شرکت‌های دانش‌بنیان، ارزش اقتصادی از دانش فنی و تحقیق علمی حاصل می‌شود، اما در شرکت‌های فناوری، این ارزش از کاربرد و توسعه فناوری ناشی شده و در واحدهای خلاق، از نوآوری فرهنگی و ایده‌ای گرفته می‌شوند. این درحالی است که در شرکت‌های اقتصاد دیجیتال، فناوری‌های دیجیتال و داده‌های الکترونیکی منبع اصلی ارزش‌آفرینی این شخصیت‌ها می‌باشند.

به بیان دیگر، هرچند این مفاهیم از حیث سیاست‌گذاری در منظومه‌ای واحد از توسعه فناوری و نوآوری قرار دارند، اما از نظر حقوقی و نهادی، هر یک واجد ماهیت مستقل و آثار حقوقی متمایز هستند که اقتضا می‌کند در تنظیم مقررات، حمایت‌ها و ضوابط پذیرش آن‌ها، تمایز مفهومی و نهادی به صورت دقیق رعایت گردد.

با توجه به مشخصه‌های شرکت اقتصاد دیجیتال و همچنین اشاره به نامشهود بودن دارایی شرکت در مصوبه، می‌توان این نوع شرکت را یک شرکت استارت‌آپی قلمداد نمود. همچنین شرکت مذکور شرکت استارت‌آپی محسوب می‌گردد که بر مبنای فناوری دیجیتال به کسب درآمد می‌پردازد.

۲.۱. مفهوم عرضه عمومی اولیه

یکی از روش‌های جذب سرمایه که دارای ابعاد پیچیده‌ای نیز می‌باشد، تأمین مالی از طریق بازار سرمایه است. در واقع فروش سهام در بازار سرمایه از سنتی‌ترین روش‌ها برای تحقق این امر بوده است. عرضه عمومی اولیه به معنی اولین ثبت و فروش سهام یک شرکت خصوصی در بازار سهام است. عرضه اولیه سهام به صورت فراخوان عمومی برای خرید سهام یک شرکت توسط واسطه‌هایی چون بورس، مؤسسات اعتباری و بانک‌های تجاری انجام می‌گیرد.^۱

عرضه اولیه می‌تواند عمومی شدن دسترسی به منابع مالی را که برای رشد شرکت‌های کوچک حیاتی می‌باشد، فراهم کند. برای صاحبان شرکت، عرضه عمومی به معنای یک بازار وسیع‌تر برای سهام آن‌ها و همچنین افزایش ارزش سهام آن‌ها می‌باشد.^۲ در واقع عرضه‌ی اوراق بهادار به سرمایه‌گذاران در سطح وسیع، عرضه‌ی عمومی است^۳ و این روش از مهمترین طرق تأمین مالی شرکت‌ها محسوب می‌شود.^۴ در بند ۱۲ ماده ۱ دستورالعمل نیز عرضه اولیه، اولین عرضه اوراق بهادار در بورس تعریف شده است.

شرکت‌های اقتصاد دیجیتال نیز در سال‌های اخیر مانند دیگر شرکت‌های تجاری، به دنبال اخذ سرمایه از طریق بازار سرمایه بوده‌اند. شرکت‌ها با بررسی‌های تحلیلی و اقتصادی و برآورد سود و هزینه‌های شرکت، بدین نتیجه می‌رسند که آیا ورود ایشان به بازار سرمایه برای شرکت دارای منفعت می‌باشد یا خیر. در مراحل پسین تأمین مالی، کارآفرینان می‌توانند از طریق فروش

^۱ مدیریت کسب و کار نوین و توسعه خدمات عضویت، آشنایی با سرمایه‌گذاری در استارت‌آپ‌ها (کلیات)، ج ۱، تهران: معاونت کسب و کار اتاق

بازرگانی، صنایع، معادن و کشاورزی تهران، ۱۳۹۸، ص ۲۷.

^۲ Lim, Joseph & Saunders, Antony, **Initial public offerings: The role of venture capitalists**, united states of America: The research foundation of the institute of chartered financial analysts, 55, p. 8.

^۳ ملکی، رضا و مداح اصل، آزاده، **عرضه اولیه اوراق بهادار**، تهران: انتشارات معاونت مطالعات اقتصادی و توسعه بازار / بورس اوراق بهادار تهران،

۱۳۸۷، ص ۲۰.

^۴ سلطانی، محمد، **حقوق بازار سرمایه**، تهران: انتشارات سازمان مطالعه و تدوین کتب علوم انسانی دانشگاه‌ها (سمت)، ۱۳۹۵، ص ۷۰.

سهام شرکت به عموم سرمایه‌گذاران، به یک شرکت عمومی (سهامی عام) تبدیل شوند. این روش یک روش کارا برای دستیابی به سرمایه مورد نیاز است، اما مستلزم فرآیندی هزینه‌زا و زمان‌بر است. عمومی شدن برای هر کسب و کار کوچکی امکان‌پذیر نیست و در واقع تنها تعداد کمی از کارآفرینان قادرند تا شرکت‌های نوپای خود را عمومی کنند.

۳.۱. مفهوم سرمایه‌گذار خطرپذیر

یک نقش کلیدی در فرآیند تامین مالی از طریق عرضه عمومی، سرمایه‌گذاران خطرپذیر می‌باشد. سرمایه‌گذاران خطرپذیر، یک واسطه مالی با مهارت‌های بخصوص در زمینه سرمایه‌گذاری، مدیریت و نظارت بر شرکت‌های نوین می‌باشد. سرمایه‌گذاران خطرپذیر سرمایه خود را به خطر انداخته و مدت زمان زیادی را صرف نظارت و مدیریت جهت رشد شرکت نوپا می‌نمایند. سرمایه‌گذاری خطرپذیر به نوعی از سرمایه‌گذاری اطلاق می‌شود که طی آن، سرمایه مورد نیاز کسب و کارهای تازه تاسیس، کوچک و دارای آتیه اقتصادی روشن که سابقه عملیاتی و دارایی مشهود چندانی جهت جذب سرمایه از منابع تامین مالی سنتی مانند بازارهای عمومی ندارند، به همراه کمک‌ها و پشتیبانی‌های مدیریتی و با هدف کسب بیشترین بازدهی اقتصادی، در اختیار آن کسب‌وکار قرار می‌گیرد.^۱ هنگامی که سرمایه‌گذار فعال در عرصه سرمایه‌گذاری خصوصی سهام خود را از طریق بورس اوراق بهادار می‌فروشد، از استراتژی خروج با استفاده از عرضه عمومی اولیه استفاده کرده است. این نوع سرمایه‌برداری اعتبار و بازده اقتصادی قابل توجهی دارد. سرمایه‌گذار فعال در سرمایه‌گذاری خصوصی به طور جدی در روند عرضه عمومی اولیه مشارکت دارد و در نقش یک مشاور یا مدیر عمل می‌کند^۲، فلذا نمی‌توان نقش و تاثیر سرمایه‌گذار خصوصی در فرآیند عرضه اولیه شرکت اقتصاد دیجیتال را نادیده انگاشت.

در این مرحله، سرمایه‌گذار به دنبال تعیین چگونگی برداشت سرمایه خود، نقد نمودن آن و پایان دادن به نقش مدیریتی در شرکت نوپا خواهد بود. در این خصوص، توافقاتی در قرارداد فی‌مابین درج می‌شود که به طریقی در خصوص نحوه خروج سرمایه‌گذاران تاثیرگذار بوده یا زمینه خروج آن‌ها را در شرایط خاص به انحای مختلف پیش بینی می‌نماید. توافقاتی مانند نحوه خروج از شرکت اعم از عرضه اولیه سهام، ادغام یا تملیک^۳.

در خصوص راهبرد خروج از طریق عرضه عمومی اولیه سهام در بورس در خصوص سرمایه‌گذاران خطرپذیر، اشاره به این نکته ضروری است که عرضه عمومی اولیه سهام در بورس، در بسیاری از موارد، اولین گام از فرآیند خروج محسوب شده و سرمایه‌گذار عموماً به محض عرضه عمومی اولیه سهام شرکت در بورس، موفق به خروج کامل از شرکت و نقد نمودن کامل سهام نمی‌شود. در واقع قیمت‌هایی که توسط عرضه اولیه تعیین می‌شود، به طور کامل اطلاعات مردم در خصوص قیمت در زمان عرضه را مشخص نمی‌کند^۴ و معمولاً این نوع خروج، مربوط به زمانی است که شرکت به بلوغ رسیده و امکان جذب سرمایه از صندوق‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر و یا صندوق‌های اختصاصی را ندارد. این شرکت اگر پیش‌نیازها و شرایط لازم برای عام شدن را محقق کند، با پشت سر گذاشتن مقدمات لازم و نسبتاً پیچیده عرضه اولیه سهام، بخشی از سهام را بصورت عمومی و برای نخستین بار به سرمایه‌گذاران حقیقی و حقوقی در بورس می‌فروشد.

^۱ باقری، کامران و محبوبی، جواد، **سرمایه‌گذاری خطرپذیر**، تهران: انتشارات پاکنویس، ۱۳۹۲، ص. ۴۱.

^۲ کاسلی، استفانو و نگری، جولیا، **سرمایه‌گذاری خصوصی و سرمایه‌گذاری خطرپذیر؛ بازارها، تکنیک‌ها و معاملات در اروپا**، ناظمی، علی و وحدت،

علی، تهران: انتشارات شرکت اطلاع رسانی و خدمات بورس (بورس)، ۱۴۰۱، ص. ۳۲۵.

^۳ سلطانی، محمد و اعظم پور، محمدطاهر، منبع پیشین، ص. ۲۰۸.

^۴ Smith, Janrt K, smith, Richard L, "Entrepreneurial Finance: Venture capital, Deal structure & laudation", second edition, *Stanford university press*, 2019, pp. 632- 50. p 502.

۲. شروط قراردادهای سرمایه‌گذاری خطرپذیر

اشخاص آزاد اند به هر شکل معقول که می‌خواهند باهم پیمان ببندد و آثار آن را معین سازند، مگر آنکه مفاد تراضی آنان، به دلالی مخالف با قانون یا نظم عمومی و اخلاق نامشروع باشد. ماده ۱۰ قانون مدنی نیز با این اصل همتراز است. در شرکت‌های اقتصاد دیجیتال نیز به فراخور موضوع آن، امکان انعقاد قراردادهای مختلفی وجود دارد. از طرفی دیگر نیز اصل لزوم قراردادی بر توافقات قراردادی این نوع شرکت‌ها حاکم می‌باشد. در واقع تمامی توافقات میان طرفین که در قرارداد مکتوب شده است، لازم‌الاجرا است.

به هنگام ورود سرمایه‌گذار خطرپذیر به شرکت سرمایه‌پذیر و انجام سرمایه‌گذاری، دو سند حقوقی مهم به منظور تنظیم روابط کارآفرینان و سرمایه‌گذار فیمابین طرفین منعقد می‌شود که "سند چارچوب مبنایی"^۱ و "قرارداد یا توافق نامه سهامداران"^۲ نامیده می‌شود.^۳ اصلی‌ترین نمود سرمایه‌گذاری در استارت‌آپ، همان توافقات قراردادی جهت ورود و شرایط سرمایه‌گذاری در استارت‌آپ می‌باشد. در واقع، این قرارداد جامع و پر جزئیاتی است که بخش‌های مدیریتی، مالکیت فکری و اداره جلسات را در شرکت استارت‌آپ مشخص می‌کند. این قرارداد سهام سرمایه‌های انسانی طرفین را مورد بررسی قرار می‌دهد، گویی که اساسنامه جدید در حال نگارش است و مقرر است که بر شرکت حاکم شود. بدین ترتیب با قراردادهای مذکور روابط حقوقی کارآفرین و سرمایه‌گذار مشخص می‌شود تا هزینه‌ها و خطرات سازمانی تعیین گردیده و ساختار مالی مشخص شود.

با این حال، برخی از شروط قراردادهای سرمایه‌گذاری اعم از شروط کنترل یا خروج، می‌تواند با مقررات تامین مالی شرکت‌های اقتصاد دیجیتال از طریق عرضه عمومی اولیه هم‌پوشانی داشته باشد. توضیح آنکه سرمایه‌گذار خطرپذیر در مرحله خروج به منظور دریافت اصل سرمایه به همراه سود و منافع ناشی شده از پیشرفت شرکت سرمایه‌پذیر و همچنین تحصیل مزد مشارکت و خدمات مالی و غیر مالی خود در طول مدت سرمایه‌گذاری به نقد کردن سرمایه‌گذاری و سهام خود در شرکت سرمایه‌پذیر اقدام می‌کند. از آنجا که سرمایه‌گذاران خطرپذیر عموماً از طریق دستیابی به خروجی موفق امکان دریافت سود و عواید سرمایه‌گذاری انجام شده را دارند، مرحله خروج برای ایشان واجد اهمیت بسیار است. سرمایه‌گذاران به واسطه اهمیت مرحله خروج در سرمایه‌گذاری خطرپذیر به هنگام انجام سرمایه‌گذاری و انعقاد قرارداد سهامداران، همواره بر پیش بینی توافقات خروج اصرار می‌ورزند. منظور از توافقات خروج شروطی است که بر نقد شوندگی سهام سرمایه‌گذار در شرکت سرمایه‌پذیر و خروج آن از کسب و کار بیشترین تاثیر را دارند.^۴ با توجه به ماهیت شروط مذکور، مقررات بازار سرمایه می‌تواند تحقق برخی شروط را در عمل برای صاحب حق غیرممکن ساخته و در حالتی که صاحب حق اختیارات لازم جهت خروج را داشته باشد، ایشان را به عنوان سهامدار عمده ملزم به باقی ماندن در شرکت نماید. شروطی که در قراردادهای سرمایه‌گذاری می‌تواند باعث بروز این مسئله شوند، عبارتند از شرط کنترل بر هیئت مدیره، شرط الزام سهامداران به فروش سهام و حق بازخرید سهام.

۱.۲. شرط کنترل بر هیئت مدیره

شرط مزبور بدین معنی است که سرمایه‌گذاران جهت نظارت بر تصمیمات شرکت، امتیاز انتخاب اعضای هیئت مدیره را به طرق مختلفی اعم از اخذ سهام ممتاز، برای خود در نظر می‌گیرند. دارندگان سهام ممتاز اگرچه ممکن است در اقلیت باشند،

^۱ Term Sheet

^۲ Shareholders Agreement

^۳ Feld, Brad & Mendelson, Jason, **Venture Deals: Be smarter than your lawyer and venture capitalist**, Third edition, New jersey: Wiley, 2016, p. 35.

^۴ سلطانی، محمد و جوان مولایی، امیرحسین، «توافقات خروج موثر بر نقل و انتقال سهام به اشخاص ثالث در سرمایه‌گذاری خطرپذیر»، فصلنامه تحقیقات حقوقی، ش. ۲۷، ۱۴۰۳، صص. ۱۳۹-۱۵۶، ص. ۱۴۱.

اما با استفاده از حق رای مضاعفی که در قیاس با سایر سهامداران دارند، می‌توانند در انتخاب اعضای هیئت مدیره مطابق میل خود تأثیر گذار باشند.

در حقیقت بهترین روش برای حفاظت از سرمایه‌گذاری، درگیر کردن سرمایه‌گذار خطرپذیر در مدیریت شرکت است. هنگامی که افرادی از میان سرمایه‌گذاران نهادی بر هیئت مدیره کنترل داشته باشند، از آن‌ها در تصمیمات مهمی که مرتبط با تامین کنندگان، سیاست‌های بازار، عملیات مالی غیرمعمول و مدیریت معمول شرکت هستند، کمک گرفته می‌شود.^۱ در واقع در سرمایه‌گذاری خطرپذیر میان میزان مالکیت و کنترل بر تصمیمات متخذه رابطه همسویی وجود ندارد؛ به این معنی که لزوماً مالکین اکثریت سهام شرکت تصمیمات کلیدی را مطابق امیال خود اتخاذ نمی‌نمایند و کنترل بر تصمیم‌گیری‌ها با استفاده از توافقات کنترل تا حدودی به سرمایه‌گذاران سپرده می‌شود، هرچند شاید اکثریت مالکیت شرکت در اختیار کارآفرینان است.^۲

لازم به ذکر است سرمایه‌گذاران همواره به خروج کامل روی نیاورده و ممکن است پس از اتخاذ راهبرد خروج توسط شرکت، همچنان به عنوان مالک بخشی از سهام و یا در مقام سهامدار عمده در شرکت حضور داشته باشند و اعمال نظر نمایند. بدین ترتیب ممکن است شرایطی محقق شود که سرمایه‌گذار خطرپذیر مطابق با شرط کنترل بر هیئت مدیره، به عنوان سهامدار عمده شناسایی شده و با این حال بصورت کامل از شرکتی که قصد عرضه اولیه سهام را داشته باشد، خارج نشود. در این قسمت لازم است جهت تشریح مطالب گفته شده، مفهوم سهامدار عمده تبیین شود.

۱.۱.۲. سهامدار عمده

سهامدار عمده، سرمایه‌گذاران بزرگ نظیر بانک‌ها، شرکت‌های بیمه، شرکت‌های سرمایه‌گذاری و یا اشخاص حقیقی تعریف شده است. بطور عام، این گونه تصور می‌شود که حضور سهامداران عمده ممکن است به تغییر رفتار شرکت‌ها منجر شود.^۳ مطابق تبصره ۲ ماده ۶ مصوبه سهامدار عمده، سهامداری است که به طور مستقیم یا غیرمستقیم به همراه شرکت‌های فرعی و وابسته، توانایی انتخاب حداقل یکی از اعضای هیئت مدیره شرکت را دارا می‌باشد. مطابق لایحه قانونی اصلاح قسمتی از قانون تجارت، هیئت مدیره شرکت توسط مجمع عمومی مؤسس و مجمع عمومی عادی انتخاب می‌شود. حدنصاب جهت تعیین مدیران در مجمع عمومی عادی، مطابق ماده ۸۷ و ۸۸، با حضور دارندگان اقل‌بیش از نصف سهامی که حق رأی دارند ضروری است. در مجمع عمومی عادی تصمیمات همواره به اکثریت نصف به علاوه یک آراء حاضر در جلسه رسمی معتبر خواهد بود مگر در مورد انتخاب مدیران و بازرسان که اکثریت نسبی کافی است. بدین ترتیب، انتخاب یکی از اعضاء هیئت مدیره، مطابق اکثریت نسبی می‌باشد، بدین صورت که تعداد آراء هر رأی دهنده در عدد مدیرانی که باید انتخاب شوند ضرب گردیده و حق رأی هر رأی دهنده برابر با حاصل ضرب مذکور خواهد بود و اساسنامه شرکت نمی‌تواند خلاف این ترتیب را مقرر دارد، فلذا حد نصاب انتخاب مدیران در شرکت سهامی غیرقابل تغییر می‌باشد و سهامدارانی قدرت انتخاب بیشتری در گزینش مدیران دارند که تعداد رای بیشتری داشته باشند.

اصولاً سهامداری که تعداد سهم بیشتری از شرکت داشته باشد، از حق رای بیشتری نیز برخوردار خواهد شد. این قاعده به صورت کلی به اجرا گذاشته می‌شود و تنها در یک مورد این اصل مخدوش می‌شود و آن در شرایطی است که در اساسنامه برای سهامدار یا سهامدارانی سهام ممتاز در نظر گرفته شده باشد و سهام ممتاز به صاحب آن، حق رای چند برابر سهام عادی

^۱ کاسلی، استفانو و نگری، جولیا، منبع پیشین، ص. ۳۵.

^۲ سلطانی، محمد و اعظم پور، محمدطاهر، منبع پیشین، ص. ۲۰۸.

^۳ سجادی، سیدحسین، فرازمنند، حسن و جعفری پور، میثم، «تأثیر سهامدار عمده و تغییرات سود بر فرآیند هموارسازی سود در شرکت‌های بوری»، فصلنامه بورس اوراق بهادار، س. پنجم، ش. ۲۰، ۱۳۹۱، صص. ۶۵-۸۴، ص. ۶۶.

بدهد. برای سهام ممتاز می‌توان مزایای مختلفی تعریف نمود. به‌عنوان مثال می‌توان برای هر سهم ممتاز حق رای بیشتری در نظر گرفت یا تعیین نمود که انتخاب مدیران شرکت تنها با رای سهامداران ممتاز شرکت صورت بگیرد. حق رای چند برابری امکان تاثیرگذاری بر روی تمامی تصمیمات شرکت را فراهم می‌کند. از جمله مزایای مهم داشتن حق رای چند برابر برای سرمایه‌گذاران خطرپذیر، امکان انتخاب اعضای هیئت مدیره از میان صاحبان سهام ممتاز (سرمایه‌گذاران خطرپذیر) است. همانطور که در ماده ۸۸ لایحه اشاره شد، در صورتی که سرمایه‌گذار خطر پذیر بطور مثال ۴۰ درصد از سهام یک شرکت سهامی را با حق رای دو برابر داشته باشد، می‌تواند با داشتن ۸۰ رای در مقابل ۶۰ رای سهامداران عادی، اکثریت مدیران را انتخاب نماید^۱ مطابق مفاهیم گفته شده، در واقع این سرمایه‌گذاران خطرپذیر هستند که می‌توانند با انتخاب سهام ممتاز با قابلیت افزایش رای، در انتخاب هیئت مدیره تاثیر گذار بوده و به عنوان سهامدار عمده شناسایی می‌شوند. این سهامداران دارای تعداد رای بیشتر بوده و با ضرب تعداد رای‌های ایشان در عدد مدیران، قدرت انتخابی بالاتری نسبت به انتخاب اعضای هیئت مدیره داشته باشند.

۲.۲. شرط الزام سهامداران به فروش سهام^۲

شرط مذکور بدین معناست که اکثریت سهامداران این قدرت را دارا می‌شوند تا در شرایطی که وضعیت را جهت فروش کامل شرکت مناسب تشخیص دادند و نسبت به فروش سهام شرکت به خریدار ثالث تصمیم گیری نمودند، قادر باشند سایر سهامداران را ملزم به فروش سهام خود به خریدار ثالث نمایند^۳. در صورتی که اکثریت سهامداران (که می‌توانند سرمایه‌گذاران خطرپذیر و یا سهامدار عمده باشند)، قصد خروج از شرکت را داشته باشند، این حق را هنگام انعقاد قرارداد برای خود در نظر گرفته و بدین ترتیب شرایط خروج خود را سهل تر می‌نمایند. مطابق ماده ۸۳ و بند ۴ ماده ۱۹۹ لایحه قانونی اصلاح قسمتی از قانون تجارت، صاحبان اکثریت سهام شرکت، هر زمان اراده کنند می‌توانند به هر دلیلی، از طریق مجمع عمومی فوق العاده، شرکت را منحل سازند و بدین ترتیب به رابطه سهامداران با شرکت پایان دهند. بنابراین، هنگامی که صاحبان اکثریت سهام شرکت مطابق لایحه می‌توانند نسبت به انحلال شرکت و پایان دادن به رابطه سهامداری تصمیم گیری نمایند، حق ایشان مبنی بر الزام صاحبان اقلیت سهام به فروش سهام نیز، خلاف قواعد آمره و روح حاکم بر لایحه نبوده و تصمیمی مشابه تصمیم گیری در خصوص انحلال شرکت قلمداد می‌شود^۴.

این شرط جنبه دیگری نیز دارد. در فرضی که سایر سهامداران ملزم به انتقال سهام خود به سرمایه پذیر مدنظر سهامدار خطرپذیر باشند، در صورت منع قانونی و الزام به باقی ماندن این سهامداران در شرکت، مزایا و منفعتی که سرمایه‌گذار خطرپذیر به موجب این شرط برای خود در نظر گرفته است، بلااثر شده و این شرط قراردادی فاقد استفاده می‌شود. سرمایه‌گذار خطرپذیر، هنگامی سرمایه را به شرکت پذیرنده تزریق می‌نماید که در مقابل آن، امتیازاتی دریافت نماید. شرط مذکور، یکی از امتیازات رایج در این خصوص می‌باشد.

^۱ سلطانی، محمد و گهرسودفرد، نسیم، «سرمایه‌گذاری خطرپذیر و سهام ممتاز»، فصلنامه بورس اوراق بهادار، س. دهم، ش. ۳۷، ۱۳۹۶، صص. ۱۲۵-۱۴۹.

^۲ Drag Along

^۳ Rosplock, Kirby, **The complete direct investing handbook: A guide for family office, Qualified purchaser and accredited investors**, USA: Bloomberg press, 2017, p. 187.

^۴ جوان مولائی، امیرحسین، **خروج در سرمایه‌گذاری خطرپذیر**، پایان نامه‌ی کارشناسی ارشد، دانشگاه شهید بهشتی، دانشکده حقوق، ۱۴۰۱، صص. ۱۷۱.

۳.۲. حق فروش^۱

به موجب حق فروش، سرمایه‌گذار خطرپذیر از این حق برخوردار می‌گردد که پس از گذشت مدت زمانی معین از تاریخ سرمایه‌گذاری، سهام خود را بر مبنای قیمتی توافق شده به کارآفرینان فروخته و یا به تعبیر دقیق‌تر کارآفرینان را ملزم به بازخرید سهام خود نماید.^۲ لازم به ذکر است این نوع حق، با بازخرید سهام توسط شرکت بدین معنا که شرکت بعد از فروش سهام خود به دیگری، در زمانی مشخص در آینده اقدام به خرید دوباره آن می‌نماید و با هدف کاهش اختیاری سرمایه و برای کنترل سرعت تنزل قیمت سهام شرکت در بازار منعقد شود، متفاوت است^۳ و منظور از حق فروش در این گفتار، الزام سایر سهامداران به خرید سهام سهامدار عمده می‌باشد. کارآفرینان و سایر اشخاصی که ملزم به خرید سهام گردیده‌اند، به عنوان شخصیت‌های حقیقی مستقل از شرکت مکلف به خریداری سهام سرمایه‌گذار خطرپذیر می‌باشند. تعهد یادشده که بصورت تعهد به فعل در قراردادهای سهامداری پیش بینی می‌شود، مشروع و معلوم بوده و با رضایت و قصد طرفین پیش بینی می‌شود.^۴

۳. مقررات مرتبط

در زمان جذب سرمایه از طریق بازار سرمایه، می‌توان به بررسی ابعاد گوناگونی از جمله کنترل امکان سنجی عرضه عمومی اولیه، شناسایی حوزه و نوع بازار، ساختار بازار و دیگر موارد اشاره کرد و شناسایی این ابعاد باید در زیر سایه دو نهاد حقوقی قوانین و مقررات و توافقات قراردادی قابل بررسی باشد. در روش تامین مالی از طریق عرضه عمومی اولیه بصورت بخصوص نیز، به جهت الزامات بازار سرمایه، اشراف به کلیه مقررات جهت پذیرش و عرضه سهام ضروری می‌باشد. در این راستا مختصری در باب پیشینه تعیین این مقررات اشاره می‌شود. اما ابتدا لازم است در خصوص ضرورت رعایت مقررات بازار سرمایه نکاتی ذکر شود. یکی از مهمترین توجیحات ضرورت مداخله دولت در اقتصاد، حفظ حقوق فردی عاملین بازار است. به عبارتی عاملین اقتصادی نیاز دارند تا نسبت به محترم بودن مالکیت اموال خود و ضمانت اجرای بی طرفانه قراردادهای مقابل خود در اجتماع مطمئن باشند. آن‌ها به دولت امنی نیاز دارند که حقوق فردی را محترم بشمارد اما حقوق فردی به طور معمول محصول مجموعه خاصی از نهادهای دولتی است و بدون مالکیت خصوصی وجود ندارد.^۵

برخی دخالت‌های مقرراتی و نظارتی بر پایه حمایت از مشتریان و سرمایه‌گذاران و در مجموع کل ذی نفعان در بخش مالی از تقلب، دستکاری، سوءاستفاده‌های دیگر بوده است. به عنوان مثال با سالم و امن ساختن بازارهای مالی مردم ممکن است که برای قرار دادن منابع خود در بازارهای مالی تمایل بیشتری نسبت به سایر گزینه‌های ممکن داشته باشند. قانع کردن شهروندان نسبت به امن بودن بازار مالی، حساس و مهم است، به طوری که بهبودی رکود بستگی به عملکرد بازار مالی و پایان رفتار تحریمی از سوی خانوارها خواهد داشت.^۶

اولین مقرر در خصوص ورود شرکت‌های اقتصاد دیجیتال به بازار سرمایه، «مصوبه ضوابط و شرایط اختصاصی پذیرش سهام شرکت‌های نوپا و فعال در حوزه اقتصاد دیجیتال (پیوست بند ۶ صورتجلسه ۷۹۵ هیئت مدیره سازمان بورس مورخ

^۱ Put Right

^۲ Smith, Smith, Cit., p. 502.

^۳ پاسبان، محمدرضا و بهشتی، شقایق، «سهام بدون حق رای و شرایط سلب و تحدید حق رای سهام با مطالعه تطبیقی در حقوق ایران و انگلستان»، فصلنامه تحقیقات حقوقی، ش. ۸۶، ۱۳۹۷، صص. ۹۹-۱۱۸، ص. ۱۶۴.

^۴ جوان مولایی، امیرحسین، منبع پیشین، ص. ۱۹۹.

^۵ باغستانی میبیدی، مسعود و همکاران، «لزوم دخالت دولت در مقررات گذاری و نظارت بر بازارهای مالی»، مجله اقتصادی، ش. ۷ و ۸، ۱۳۹۴، صص. ۴۳-۵۸، ص. ۴۵.

^۶ Barth, J.; Caprio, G. & R. Levine (2006), Rethinking Bank Regulation: till Angels Govern, Cambridge University Press

۱۴۰۱/۰۲/۲۱) می‌باشد. در این مقرر ذکر شده است که ضوابط مطرح شده به عنوان «پیوست هفتم» دستورالعمل پذیرش اوراق بهادار در بورس اوراق بهادار تهران مصوب ۱۳۸۶/۱۰/۱ و اصلاحات بعدی آن و «پیوست اول» دستورالعمل پذیرش، عرضه و نقل و انتقال اوراق بهادار در فرابورس ایران مصوب ۱۳۸۸/۰۱/۲۵ و اصلاحات بعدی آن مقرر شده است. در واقع می‌توان گفت این اولین باری است که از شرکت‌های استارت‌آپی (نوپا) در قوانین و مقررات ایران یاد شده است. با این حال همانطور که عنوان شده، این مقرر تنها شرکت‌های نوپایی را که در حوزه اقتصاد دیجیتال فعالیت دارند، شامل می‌شود. مصوبه مذکور مجدداً در تاریخ ۱۴۰۲/۰۸/۰۴ اصلاح کلی شد و عنوان مصوبه به «ضوابط اختصاصی پذیرش سهام شرکت‌های دانش‌بنیان، فعال در حوزه اقتصاد دیجیتال، فناوری و خلاق» در مصوبه پذیرش در فرابورس تغییر یافت. در همین راستا، به دستورالعمل پذیرش در بورس، پیوست هفتم «ضوابط و شرایط اختصاصی پذیرش سهام شرکت‌های فعال در حوزه اقتصاد دیجیتال» ملحق شد. بدین ترتیب نحوه پذیرش شرکت‌های دانش‌بنیان، فعال در حوزه اقتصاد دیجیتال، فناوری و خلاق نیز جهت ورود به بازار سرمایه برای اولین بار در مصوبه پذیرش در فرابورس و پذیرش شرکت‌های اقتصاد دیجیتال در بازار بورس مشخص گردیده‌اند و عنوان شرکت‌های نوپا بصورت کلی از مقررات بازار سرمایه حذف گردید. این تغییرات به همین قسمت ختم نگردیده و در ماده ۹ مکرر «دستورالعمل پذیرش، عرضه و نقل و انتقال اوراق بهادار در فرابورس ایران»، ۲ تابلو به نام‌های رشد و دانش بنیان در بازار نوآفرین ایجاد گردید که سهام شرکت‌های ذکر شده در مصوبه در تابلو دانش بنیان قابل عرضه می‌باشند. البته شرکت‌های اقتصاد دیجیتال بنا بر نظر هیئت پذیرش قابلیت پذیرش در تابلوهای مختلف بورس را دارا می‌باشند. در مقررات فوق، به ضوابط بخصوصی جهت ورود شرکت‌های اقتصاد دیجیتال اشاره شده است که با توجه به مفاد مقرر، این ضوابط مختص به شرکت‌های مذکور بوده و ظاهراً شرکت‌های فناوری و خلاق ملزم به رعایت دستورات یاد شده نمی‌باشند. عمده تعهدات مذکور در مصوبه اخیر مبنی بر محدود کردن اختیارات سهامداران عمده شرکت‌های اقتصاد دیجیتال می‌باشد که این امر تعارض آشکار با توافقات قراردادی فیما بین شرکت و سرمایه‌گذاران خود خواهد داشت.

۱.۳. تعهدات تعیین شده شرکت‌های اقتصاد دیجیتال در مصوبه

۱.۱.۳. تعهد بر عدم واگذاری یا انتقال سهام

مطابق بند ۱ ماده ۶ مصوبه، شرکت متقاضی متعهد به ارائه یک تعهدنامه کتبی مبنی بر عدم واگذاری یا انتقال سهام تحت تملک تحت هر عنوان از سوی دارندگان حداقل دو سوم از سهام شرکت مشتمل بر تمامی سهامداران عمده به مدت حداقل سه سال می‌باشد. با توجه به تعریف ارائه شده از سهامدار عمده، تعداد حق رای ایشان ملاک برای سهامدار عمده بودن می‌باشد. تعداد سهام با تعداد حق رای متفاوت است، بدین ترتیب تعهد فوق هم می‌تواند سهامدارانی که تعداد دو سوم سهام شرکت را دارند متعهد به حضور و عدم واگذاری سهام نماید و هم سهامدارانی که با تعداد حق رای بالا، قابلیت انتخاب یک عضو هیئت مدیره را داشته باشند.

در خصوص تعهد یاد شده لازم به ذکر است که سندی که به ورقه سهم ارتباط دارد، در بردارنده یک حق با ارزش است. حقوق به سند اوراق بهادار مربوط می‌شود و با سند ادغام می‌شود و سند را یک دارایی عینی می‌سازد. از این رو تمام آثار یک حق عینی که کاملترین آن حق مالکیت است، به ورقه بهادار تعلق می‌گیرد.^۱

علاوه بر عدم امکان تعیین محدودیت در مالکیت سهام سهامداران، در قرارداد سرمایه‌گذاری منعقد فیما بین کارآفرین و سرمایه‌گذار نیز حق مالکیت سرمایه‌گذاران بر سهام خود به درستی شناخته شده و سرمایه‌گذاران مالکیت تام بر سهام متعلق

^۱ غمامی، مجید و ابراهیمی، مریم، «ماهیت حقوقی سهام پذیرفته در بورس»، مجله مطالعات حقوق تطبیقی، د. ۳، ش. ۲، ۱۳۹۱، صص. ۱۲۷-۱۴۵، ص.

به خود در شرکت سرمایه پذیر خواهند داشت، همانطور که سهامداران دارای اختیارات، حقوق و وظایف مدیریتی و دریافت سود می‌باشد.^۱

به نظر می‌رسد الزام سهامداران عمده و دارندگان دو سوم سهام به باقی ماندن در شرکت بر مبنای جلوگیری از بروز ریسک، حفظ ارزش سهام و الزام به باقی ماندن سهامداران یادشده در شرکت اقتصاد دیجیتال می‌باشد. بطور مثال مطابق با اصل حمایت از سرمایه‌گذاران، رویکرد غالب قانونگذار این است که در برابر اقدامات و رویه‌های گمراه کننده و متقلبانه و هر گونه سواستفاده ناشران و فعالان از سرمایه‌گذاران حمایت کند. وضع قواعدی که هدف اصلی آن‌ها حمایت از سرمایه‌گذاران بورسی است، ناشی از افزایش این اعتقاد در میان صاحب نظران و امور مالی می‌باشد.^۲ با این حال این الزام با اصول حقوقی و قاعده تسلیط در تعارض می‌باشد. در فرضی که سهامدار خطرپذیری در قرارداد سرمایه‌گذاری خود، شرط الزام سهامداران به فروش سهام و یا شرط حق فروش را داشته باشد، مطابق مصوبه مذکور، نه تنها امکان برخورداری از حق فروش سهام خود به سایر را نخواهد داشت، بلکه از حق قراردادی خود مبنی بر الزام سایر سهامداران به فروش سهام خود به خریدار سرمایه‌گذار خطرپذیر و یا الزام ایشان به خرید سهام سرمایه‌گذار خطرپذیر نیز محروم می‌شود.

۲.۱.۳. عدم اعطا یا دریافت اختیار تصرف

مطابق بند ۲ ماده ۶ مصوبه، شرکت متقاضی متعهد به ارائه یک تعهدنامه کتبی مبنی بر عدم اعطا یا دریافت اختیار تصرف تحت هر عنوان از قبیل وکالت به دیگری یا وکالت از دیگری درخصوص سهام تحت تملک دارندگان حداقل دوسوم از سهام شرکت مشتمل بر تمامی سهامداران عمده می‌باشد. بدین صورت سهامداران عمده علاوه بر محدودیت در انتقال سهام، در خصوص اعطا یا دریافت اختیار تصرف سهام تحت تملک خود نیز محدود شده‌اند.

فلسفه درج تعهد اخیر نیز مطابق تعهد بند قبل، در خصوص حفظ ارزش سهام شرکت اقتصاد دیجیتال با الزام باقی ماندن سهامداران کلیدی در شرکت می‌باشد، با این حال، همانطور که ذکر شد، هر صاحب سهم واجد کلیه حقوق جهت تصرف در سهام خود می‌باشد و ایجاد محدودیت نسبت به ورقه سهم برای صاحب آن، با اصول حقوقی در تعارض آشکار است.

۲.۳. تعارض مفاد قرارداد سرمایه‌گذاری و مصوبه

حال باید بررسی نمود در صورت منع از نقل و انتقال و یا اعطای اختیار تصرف سهام، برای سهامدار خطرپذیری که غالباً به عنوان سهامدار عمده نیز شناخته می‌شود، چه شرایطی نسبت به تعهد مذکور ایجاد می‌شود؟ در اینجا لازم است در خصوص امری یا تکمیلی بودن قوانین اشاره مختصری نماییم. تمییز قوانین امری و تکمیلی از جهت تشخیص درستی و فساد معاملات اهمیت فراوان دارد، زیرا همین که قراردادی با مفاد یکی از قوانین مخالف باشد، این پرسش ایجاد می‌شود که آیا این قانون امری است یا تکمیلی؟ اگر قانون امری باشد، این قرارداد باطل است و در صورتی که تکمیلی باشد، درست است.^۳ لازم به ذکر است که تفاوت قوانین امری و تکمیلی در این است که قوانین دسته نخست به طور مطلق ایجاد الزام می‌کند، ولی اجبار ناشی از قوانین تکمیلی مشروط بر این است که از پیش برخلاف آن تراضی نشده باشد. معیاری که برای تعیین قوانین امری مرسوم شده است این است که هرگاه قانون مربوط به نظم عمومی باشد امری است و در صورتی که هدف از وضع قانون تنها حفظ منفعت خصوصی افراد باشد، تکمیلی است. قانون مربوط به نظم عمومی، قانونی است که هدف از وضع آن حفظ منافع

^۱ کاسلی، استفانو، نگری، جولیا، منبع پیشین، ص. ۳۵.

^۲ ملائی خاص، میلاد و پورچنگیز، محمدامین، درآمدی بر قواعد حاکم بر معاملات بورس اوراق بهادار در حقوق ایران، تهران: انتشارات شرکت اطلاع رسانی و خدمات بورس (بورس)، ۱۳۹۹.

^۳ کاتوزیان، ناصر، کلیات حقوق: نظریه عمومی، ج. سوم، تهران: انتشارات شرکت سهامی انتشار، ۱۳۸۷، ص. ۳۵۵.

عمومی باشد و تجاوز بدان نظم را که لازمه حسن جریان امور اداری یا سیاسی و اقتصادی یا حفظ خانواده است، برهم زند.^۱ در بازار سرمایه، جایگاه نظم عمومی بسیار چشمگیر است. دلیل این امر لزوم حمایت از سرمایه‌گذاران در بازار و پایداری نظام بازار سرمایه کشور است. بازار اوراق بهادار در کنار بازار پول از پایه‌های اصلی تامین مالی و رشد اقتصادی محسوب می‌شود، فلذا هرگونه خدشه به تمامیت و انسجام این بازار منافع عموم را به خطر می‌اندازد. بنابراین قواعد این شاخه از حقوق پیوند نزدیکی با قواعد حقوق عمومی دارد و فعالان بازار نمی‌توانند ولو با رضایت یکدیگر، از این قواعد درگذرند.^۲

با توجه به امره بودن قوانین بازار سرمایه، سهامدار عمده خطرپذیری که در قرارداد سرمایه‌گذاری برای خود شروطی مبنی بر حق الزام سایر سهامداران به خرید سهام خود را در نظر گرفته است، از حق مزبور نمی‌تواند استفاده نماید و میان ورود به بازار سرمایه و احقاق حق خود، مجبور به انتخاب می‌گردد. در خصوص تعیین تکلیف وضعیت حقوقی شروط مذکور با توجه به عدم کارایی، لازم به ذکر است که شروط در قراردادها به ۳ دسته شروط صفت، فعل و نتیجه تقسیم بندی می‌شوند. شروط ذکر شده در قراردادهای سرمایه‌گذاری مبنی بر اعطای حق الزام سهامداران به فروش سهام و حق فروش، در دسته شروط فعل قرار می‌گیرند. در اثر شرط فعل، دینی برعهده ملتزم قرار می‌گیرد که موضوع آن انجام دادن کار خارجی است، کاری که پس از توافق باید انجام گیرد تا نتیجه مطلوب به دست آید.^۳ مطابق ماده ۲۴۰ قانون مدنی، اگر بعد از انجام عقد شرط ممتنع شود یا معلوم شود که حین العقد ممتنع بوده، کسی که شرط به نفع او شده است اختیار فسخ معامله را خواهد داشت، مگر این که امتناع مستند به فعل مشروطه باشد. ماده مذکور، در مورد شرط غیرمقدور و نامشروع نیز اجرا می‌شود. لازم به ذکر است در خصوص حذف و امتناع شرط لغو و بی‌فایده^۴ خیار فسخ ایجاد نمی‌شود و التزام به عقد ترجیح دارد. همچنین اختیار فسخ ناظر به موردی است که مشروط له از امتناع شرط آگاهی نداشته باشد.^۵ اگر طرفین قرارداد در زمان تراضی از عدم امکان اجرای شرط آگاه باشند، شرط باطل است. بدین ترتیب در یک دسته بندی، ۲ حالت را متصور می‌شویم. حالت اول، شرایطی است که مقررات ذکر شده در خصوص عرضه اولیه سهام شرکت اقتصاد دیجیتال هنگام انعقاد قرارداد سرمایه‌گذاری تعیین نشده است و در حالت دوم، شرایطی که بعد از تدوین مقررات، طرفین نسبت به تعیین شرایط قراردادی یادشده اقدام کرده‌اند. بدیهی است در حالت دوم، شرایط باطل و غیرمبطل عقد می‌باشند چرا که طرفین هنگام انعقاد قرارداد بر عدم امکان اجرای شرط آگاهی دارند، اما در حالتی که هنگام تعیین شرایط، مقررات وضع نشده‌اند مسئله به طریق دیگری تبیین می‌گردد. در صورتی که سرمایه‌گذار خطرپذیر نسبت به تصمیم‌گیری جهت عرضه عمومی اولیه شرکت تاثیر گذار باشد، بنابر اعلام رضایت ضمنی از اسقاط حق خود، دیگر حق درخواست اجرای شروط را نخواهد داشت، بدین صورت که مطابق قوانین و مقررات بازار سرمایه، تنها شرکت سهامی عام اجازه ورود و عرضه سهام خود را در بازار خواهد داشت. فلذا در قدم اول، شرکت متقاضی باید نوع خود را از سهامی خاص به سهامی عام تغییر دهد. بر اساس ماده ۲۷۸ لایحه قانونی اصلاح قسمتی از قانون تجارت، شرکت سهامی خاص در صورتی می‌تواند به شرکت سهامی عام تبدیل شود که ابتدا موضوع به تصویب مجمع عمومی فوق‌العاده شرکت سهامی خاص رسیده باشد. تصمیمات در مجمع عمومی فوق‌العاده، همواره به اکثریت دو سوم آرا محقق می‌شود. فلذا این فرض ضعیف قابل تصور است که سرمایه‌گذار خطرپذیر، ولو با فرض سهامدار عمده بودن، نتواند در مجمع فوق‌العاده

^۱ کاتوزیان، ناصر، مقدمه علم حقوق، چ. شصت و سوم، تهران: انتشارات شرکت سهامی انتشار، ۱۳۸۷، ص. ۱۶۰.

^۲ سلطانی، محمد، منبع پیشین، ص. ۹۰.

^۳ کاتوزیان، ناصر، دوره حقوق مدنی - قواعد عمومی قراردادها، چ. سوم، چ. پنجم، تهران: انتشارات شرکت سهامی انتشار، ۱۳۸۷، ص. ۱۴۲.

^۴ منظور از بی‌فایده بودن، این است که در شرط هدفی معقول منظور نباشد. فلذا شرطی که هنگام تعیین، غیر قابل اجرا بودن آن برای فرد محرز است، هدفی غیرمعقول دارد.

^۵ کاتوزیان، ناصر، قانون مدنی در نظم حقوقی کنونی، چ. سی و سوم، تهران: انتشارات میزان، ۱۳۹۱، ص. ۲۲۶.

با دستور جلسه تغییر نوع شرکت، مخالفت یا موافقت خود را اعمال نماید. فلذا همواره نمی‌توان تصور نمود که یک سهامدار خطرپذیر، رضایت خود را جهت ورود شرکت به بازار سرمایه ابراز کرده است. در این صورت، با توجه به این نکته که انجام شرط مخالف قانون امری بوده و باطل است، نمی‌توان از طریق الزام به انجام تعهد، متعهد را وادار به اعمال حقوق و اجرای شروط قراردادی نمود. در این صورت باید دید ضمانت‌های قراردادی سرمایه‌گذاری به چه صورت تبیین گردیده است. از طرفی با توجه به محدودیت زمانی تعیین شده در مصوبه (۳ سال)، به نظر می‌رسد محدودیت جهت نقل و انتقال سهام پس از اتمام مدت مذکور مرتفع شده و در واقع شرط در این مدت معلق مانده است، فلذا متعهدله امکان استناد به شروط مذکور را پس از اتمام مدت یادشده خواهد داشت.

نتیجه‌گیری

ورود شرکت‌ها به بازار سهام و عرضه اولیه سهام آن شرکت‌ها، همواره دارای ارزش افزوده اقتصادی برای سهامداران می‌باشد. این مهم در خصوص شرکت‌های اقتصاد دیجیتال نیز صدق نموده و عرضه اولیه سهام برای آن شرکت‌ها جزء دستاوردهای ارزشمند می‌باشد. این روش یکی از روش‌های خروج سرمایه‌گذاران حاضر در استارت‌آپ‌ها بوده و در این خصوص، شرکت‌های اقتصاد دیجیتال به عنوان یک نوع استارت‌آپ در اکوسیستم اقتصادی، نسبت به عرضه سهام خود و افزایش ارزش آن سهام رویکردی مثبت دارند. از سوی دیگر سرمایه‌گذاران خطرپذیر آن شرکت‌ها نیز به تناسب اهداف کوتاه مدت سرمایه‌گذاری خود، خواهان خروج از آن شرکت، کسب اصل و سود پول خود و سرمایه‌گذاری مجدد در استارت‌آپی دیگر می‌باشند. همچنین این سرمایه‌گذاران جهت تضمین حقوق خود، خواستار به دست گرفتن کنترل شرکت و حق تعیین اعضای هیئت مدیره و درج شروطی با محتوای آزادی در نقل و انتقال سهام خود و سایر سهامداران خرد می‌باشند. در مقابل، مقررات عرضه عمومی اولیه شرکت‌های اقتصاد دیجیتال در بازارهای بورس و فرابورس ایران، تعهد به حضور سهامداران عمده و همچنین عدم امکان تصرف در سهام این افراد را برای کاهش ریسک هنگام ورود به بازار سرمایه و حمایت از سرمایه‌گذاران خرد جدید ورود تعیین نموده است. با توجه به نکات ذکر شده، تعیین محدودیت در نقل و انتقال سهام و همچنین الزام به باقی ماندن در شرکت استارت‌آپ، باعث بی‌ رغبتی سرمایه‌گذاران نسبت به سرمایه‌گذاری در استارت‌آپ‌ها خواهد بود. شروط قراردادی یاد شده در صورتی که پس از وضع مقررات پذیرش سهام شرکت‌ها درج شود، به علت مخالفت با مقررات بازار سرمایه، باطل تلقی شده و بلااثر می‌باشند. با این حال، فرضی متصور است که قبل از وضع مقررات مذکور، سرمایه‌گذار خطرپذیر شروط یادشده را برای خود متصور بوده و همچنین در تصمیم مجمع عمومی فوق العاده جهت سهامی عام شدن شرکت متقاضی و بررسی شدن آن بی‌ تاثیر باشد. در این فرض، درست است که شرط در عمل به علت امر بودن قوانین بازار سرمایه غیرقابل اجرا می‌شود، ولی با این حال فرض جبران خسارت وارده به سرمایه‌گذار خطرپذیر و اعاده شرط مذکور پس از گذشت محدودیت زمانی قانونی دور از ذهن نمی‌باشد، فلذا مناسب است مصوبه فوق به نحوی بازنگری شود تا روحیات و شرایط و توافقات قراردادی حاکم بر آن نوع شرکت‌ها در راستای یکدیگر بوده و به تعارضات عملی منجر نگردد، بطور مثال، سهامداران عمده متعهد به حفظ حداقل درصد معینی از سهام خود تا پایان سه سال باشند و یا اینکه در موارد خاص مانند فرض خروج سرمایه‌گذاران خطرپذیر، استثنا بر ممنوعیت انتقال پیش بینی گردد.

فهرست منابع الف) منابع فارسی

کتاب

۱. باقری، کامران و محبوبی، جواد، سرمایه‌گذاری خطرپذیر، تهران: انتشارات پاکنویس، ۱۳۹۲.
۲. سلطانی، محمد، حقوق بازار سرمایه، تهران: انتشارات سازمان مطالعه و تدوین کتب علوم انسانی دانشگاه‌ها (سمت)، ۱۳۹۵.
۳. کاتوزیان، ناصر، کلیات حقوق: نظریه عمومی، چ. سوم، تهران: انتشارات شرکت سهامی انتشار، ۱۳۸۷.
۴. کاتوزیان، ناصر، مقدمه علم حقوق، چ. شصت و سوم، تهران: انتشارات شرکت سهامی انتشار، ۱۳۸۷.
۵. کاتوزیان، ناصر، دوره حقوق مدنی - قواعد عمومی قراردادها، ج. سوم، چ. پنجم، تهران: انتشارات شرکت سهامی انتشار، ۱۳۸۷.
۶. کاتوزیان، ناصر، قانون مدنی در نظم حقوقی کنونی، چ. سی و سوم، تهران: انتشارات میزان، ۱۳۹۱.
۷. کاسلی، استفانو و نگری، جولیا، سرمایه‌گذاری خصوصی و سرمایه‌گذاری خطرپذیر؛ بازارها، تکنیک‌ها و معاملات در اروپا، ناظمی، علی، وحدت، علی، تهران: انتشارات شرکت اطلاع رسانی و خدمات بورس (بورس)، ۱۴۰۱.
۸. مدیریت کسب و کار نوین و توسعه خدمات عضویت، آشنایی با سرمایه‌گذاری در استارت‌آپ‌ها (کلیات)، چ. ۱، تهران: انتشارات معاونت کسب و کار اتاق بازرگانی، صنایع، معادن و کشاورزی تهران، ۱۳۹۸.
۹. ملائی خاص، میلاد و پورچنگیز، محمدمبین، درآمدی بر قواعد حاکم بر معاملات بورس اوراق بهادار در حقوق ایران، تهران: انتشارات شرکت اطلاع رسانی و خدمات بورس (بورس)، ۱۳۹۹.
۱۰. ملکی، رضا و مداح اصل، آزاده، عرضه اولیه اوراق بهادار، تهران: انتشارات معاونت مطالعات اقتصادی و توسعه بازار/ بورس اوراق بهادار تهران، ۱۳۸۷.

مقاله

۱. پاسبان، محمدرضا و بهشتی، شقایق، «سهام بدون حق رای و شرایط سلب و تحدید حق رای سهام با مطالعه تطبیقی در حقوق ایران و انگلستان»، فصلنامه تحقیقات حقوقی، ش. ۸۶، ۱۳۹۷، صص. ۹۹-۱۱۸.
۲. توحیدی، محمد و کاشانی، مریم، «ارائه الگوی تامین مالی شرکت‌های نوپای حوزه تماشای آنلاین»، فصلنامه مطالعات رسانه‌های نوین، س. نهم، ش. ۳۳، ۱۴۰۲، صص. ۳۹۱-۴۲۴.
۳. سجادی، سیدحسین، فرازمنند، حسن و جعفری پور، میثم، «تاثیر سهامدار عمده و تغییرات سود بر فرآیند هموارسازی سود در شرکت‌های بورسی»، فصلنامه بورس اوراق بهادار، س. پنجم، ش. ۲۰، ۱۳۹۱، صص. ۶۵-۸۴.
۴. سلطانی، محمد و اعظم‌پور، محمدطاهر، «توافقات کنترل در قراردادهای سرمایه‌گذاری خطرپذیر»، فصلنامه تحقیقات حقوقی، ش. ۸۸، ۱۳۹۸، صص. ۲۰۱-۲۲۸.
۵. سلطانی، محمد و گهرسودفر، نسیم، «سرمایه‌گذاری خطرپذیر و سهام ممتاز»، فصلنامه بورس اوراق بهادار، س. دهم، ش. ۳۷، ۱۳۹۶، صص. ۱۲۵-۱۴۹.
۶. سلیمی، فضا، «اثر بخشی سازوکارهای قانونی توسعه کارآفرینی بر حمایت از حقوق مصرف‌کننده»، دانشنامه حقوق اقتصادی، ش. ۱۹، ۱۴۰۰، صص. ۱۶۱-۱۸۵.
۷. غمامی، مجید و ابراهیمی، مریم، «ماهیت حقوقی سهام پذیرفته در بورس»، مجله مطالعات حقوق تطبیقی، د. ۳، ش. ۲، ۱۳۹۱، صص. ۱۲۷-۱۴۵.

پایان نامه

۱. جوان مولائی، امیرحسین، **خروج در سرمایه‌گذاری خطرپذیر**، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه شهید بهشتی، دانشکده حقوق، ۱۴۰۱.

(ب) منابع انگلیسی

Book

1. Bartolini, Antonio, Cippitani, Roberto, Colcelli, Valentina, **Dictionary of Statutes within EU Law (The individual statuses as pillar of European union integration)**, Switzerland: Journal Springer, 2019.
2. Blank, Steve, Dorf, Bob. **The startup owner's manual, The step-by-step guide for building a great company**, California: K&S ranch, inc. 2012.
3. Feld, Brad, Mendelson, Jason, **Venture Deals: Be smarter than your lawyer and venture capitalist**, Third edition, New jersey: Wiley, 2016.
4. Lim, Joseph, Saunders, Antony, **Initial public offerings: The role of venture capitalists**, United states of America: the research foundation of the institute of chartered financial analysts, 1990.
5. Rosplock, Kirby, **The complete direct investing handbook: A guide for family office, Qualified purchaser and accredited investors**, USA: Bloomberg press, 2017.

Article

1. Santisteban, Jose, Mauricio, David. Critical success factors for technology-based startups, *int. J. entrepreneurship and small business*, vol. 42, no. 4, 2021, pp. 397-421.
2. Smith, Janrt K, smith, Richard L, "Entrepreneurial finance: Venture capital, Deal structure & laudation", Second edition, *Stanford university press*, 2019, pp. 632- 50.