

بررسی چالش‌ها و ظرفیت‌های قانونی توسعه
صنعت سرمایه‌گذاری خطرپذیر
(با تمرکز بر صندوق‌های پژوهش و فناوری غیردولتی)

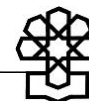
معاونت پژوهش‌های زیربنایی و امور تولیدی
دفتر: مطالعات ارتباطات و فناوری‌های نوین

کد موضوعی: ۲۸۰
شماره مسلسل: ۱۴۴۰۶
شهریورماه ۱۳۹۴

به نام خدا

فهرست مطالب

۱.....	چکیده
۲.....	مقدمه
۳.....	۱. سازوکار سرمایه‌گذاری خطرپذیر
۵.....	۲. مشخصه‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر و پیش‌شرط‌های لازم برای توسعه آن
۷.....	۳. پیشینه قانونی سرمایه‌گذاری خطرپذیر در ایران
۹.....	۴. چالش‌ها و ظرفیت‌های قانونی توسعه سرمایه‌گذاری خطرپذیر در ایران
۱۴.....	جمع‌بندی و پیشنهادها
۱۷.....	منابع و مآخذ



بررسی چالش‌ها و ظرفیت‌های قانونی توسعه صنعت سرمایه‌گذاری خطرپذیر (با تمرکز بر صندوق‌های پژوهش و فناوری غیردولتی)

چکیده

تأمین مالی مناسب را شاید بتوان مهمترین عامل برای موفقیت تجاری‌سازی فناوری و نوآوری دانست. نظام تأمین مالی نوآوری شامل طیف متنوعی از ابزارها و بازیگران است که هر یک نقش و کارکرد خاص خود را متناسب با مراحل مختلف فرآیند ایده تا بازار ایفا می‌کنند. سرمایه‌گذاری خطرپذیر ابزاری است که به‌واسطه وجود دید بلندمدت، مشارکت در سهام و خطرپذیری، بهترین ابزار برای تأمین مالی در مرحله آغاز رشد فناوری است. سرمایه‌گذاران خطرپذیر به دو صورت فردی (فرشتگان کسب‌وکار) و سازمانی (صندوق‌ها یا شرکت‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر) وجود دارند. وجود یک زیرساخت قانونی مساعد برای توسعه موفقیت‌آمیز صنعت سرمایه‌گذاری خطرپذیر به‌خصوص در قالب صندوق‌ها یا شرکت‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر ضروری است. در همین راستا و با توجه به لزوم تجاری‌سازی نتایج تحقیقات به‌عنوان مهمترین دغدغه کنونی در بین سیاستگذاران نظام نوآوری ایران، لازم است چالش‌های قانونی توسعه صنعت سرمایه‌گذاری خطرپذیر با توجه به ظرفیت‌های موجود رفع شود.

در این مطالعه، برای شناسایی چالش‌های مزبور از روش گروه کانونی استفاده شده است. از مهمترین نتایج گروه کانونی، توافق درباره عدم نیاز به تصویب یک قانون مستقل برای توسعه صنعت سرمایه‌گذاری خطرپذیر و تأکید بر اصلاح قوانین موضوعی مرتبط بود. بر همین اساس، راه‌حل‌های رفع چالش‌های قانونی موجود با تأکید بر صندوق‌های پژوهش و فناوری غیردولتی (که از مهمترین ظرفیت‌های قانونی موجود برای ارائه ابزار سرمایه‌گذاری خطرپذیرند) از طریق برگزاری چند نوبت پانل خبرگان حول محورهای موضوعی مختلف استخراج شده است. نتایج مطالعه نشان می‌دهند که تسهیل مشارکت صندوق‌ها با بخش دولتی (از طریق ایجاد امکان استفاده از اعتبارات، کمک‌های فنی و اعتباری و وجوه اداره شده دستگاه‌های اجرایی) در قالب سرمایه‌گذاری مشارکتی بلندمدت (چند ساله) و همچنین اعطای مشوق‌های مالیاتی نظیر معافیت از مالیات بر ارزش‌افزوده می‌تواند برای تقویت این صندوق‌ها و هدایت آنها به سمت سرمایه‌گذاری‌های خطرپذیر مفید باشد.

نکته مهم آن است که سرمایه‌گذاری خطرپذیر تنها به صندوق‌های پژوهش و فناوری غیردولتی محدود نمی‌شود. لذا توسعه بیشتر سرمایه‌گذاران خطرپذیر سازمانی به‌عنوان مثال به شکل صندوق‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر با عمر محدود در قالب قانون «توسعه نهادها و ابزارهای مالی

جدید» نیز ضروری است. همچنین تسهیل انتقال مالکیت سهام شرکت‌ها و پیش‌بینی مکانیسم‌های خروج مناسب نظیر ادغام و اکتساب در قانون تجارت می‌تواند به تشکیل شرکت‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر نیز کمک کند. تعریف جایگاه صندوق‌های پژوهش و فناوری غیردولتی و نهادهای دولتی (نظیر صندوق نوآوری و شکوفایی) در نظام تأمین مالی نیز از مهمترین مسائل این حوزه است. با توجه به اینکه موازی‌کاری یا تداخل وظایف و کارکردهای بازیگران مختلف نظام تأمین مالی می‌تواند به کاهش عملکرد کلی آن منتهی شود، تهیه یک نقشه کلی از بازیگران این حوزه و کارکردها و وظایف هر یک، با هدف افزایش تأثیر مکملی و پشتیبانی آنها از یکدیگر و جلوگیری از تداخل یا موازی‌کاری آنها لازم است.

مقدمه

شاید بتوان تأمین مالی را مهمترین عامل برای تجاری‌سازی نتایج تحقیقات دانست. سرمایه‌گذاری خطرپذیر گونه خاصی از تأمین مالی است که با نیازمندی‌های شرکت‌های تازه تأسیس و فناوری‌محور (در مرحله آغاز رشد) کاملاً تناسب دارد و مشکل این شرکت‌ها را که به دلایلی نظیر آینده نامشخص و ریسک بالا، سابقه کم و درآمد منفی، شانس کمتری برای دریافت تسهیلات از منابع معمول دارند، از طریق مشارکت در سهام حل می‌کند. سرمایه‌گذاران خطرپذیر به‌طور عمده (قاضی نوری و همکاران، ۱۳۸۸):

- شرکت‌های در حال رشد و تازه‌تأسیس را تأمین مالی می‌کنند.

- سهام شرکت را خریداری می‌کنند.

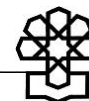
- به توسعه محصول یا خدمات جدید کمک می‌کنند.

- با مشارکت فعال در شرکت ایجاد ارزش می‌کنند.

- با انتظار سود بالاتر ریسک‌های بالاتر را می‌پذیرند.

- گرایش بلندمدت دارند.

توسعه سرمایه خطرپذیر نیازمند شرایط خاصی است که از آن میان، زیرساخت قانونی می‌تواند اهمیت بیشتری داشته باشد. بدیهی است ضعف این زیرساخت، کشور را از مزایای سرمایه‌گذاری خطرپذیر بی‌بهره خواهد کرد. در این گزارش پس از مروری مختصر بر سازوکار سرمایه‌گذاری خطرپذیر و شرایط لازم برای توسعه صنعت سرمایه‌گذاری خطرپذیر، چالش‌ها و ظرفیت‌های قانونی توسعه این صنعت در ایران مورد بررسی و تحلیل قرار گرفته است. با توجه به اینکه طبق قوانین موجود صندوق‌های غیردولتی پژوهش و فناوری می‌توانند بستر مناسبی برای ارائه این ابزار مالی مهم فراهم کنند، در این گزارش و به‌طور خاص به رفع موانع قانونی برای تسهیل فعالیت این صندوق‌ها پرداخته شده است. همچنین پیشنهادهایی برای توسعه صندوق‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر نیز ارائه شده



است. با توجه به بررسی‌های اولیه و تأیید عدم نیاز به تدوین قانون مستقل و جدید برای توسعه صنعت سرمایه‌گذاری خطرپذیر از سوی خبرگان این حوزه، رویکرد این مطالعه پرهیز از تدوین قانون جدید و اصلاح قوانین و بهره‌گیری هرچه بیشتر از ظرفیت‌های قانونی موجود است.

۱. سازوکار سرمایه‌گذاری خطرپذیر

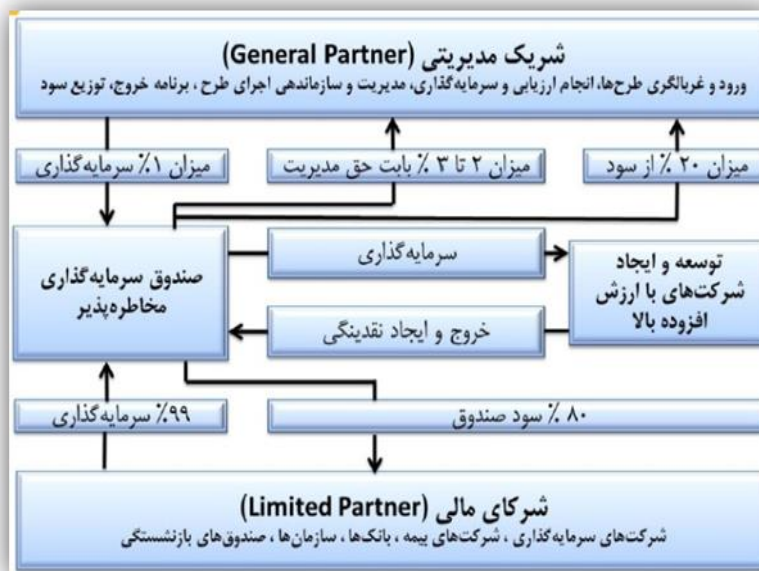
سرمایه‌گذاری خطرپذیر به دو صورت سازمانی و فردی (یا همان فرشتگان کسب‌وکار) انجام می‌شود. از جمله سرمایه‌گذاران خطرپذیر سازمانی، صندوق‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر سازمانی‌اند که شعبی از نهادهای مالی و خصوصاً بانک‌های تجاری‌اند و عمدتاً برای توسعه مجموعه‌ای از شرکت‌ها تشکیل شده‌اند که نهایتاً مشتریان سودآور شرکت مادر (نهاد مالی) خواهند شد و نیز بازده سرمایه‌گذاری بالایی به دست خواهند آورد. دسته دیگر صندوق‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر شرکتی‌اند که از شعب یا شرکت‌های مستقلی توسط شرکت‌های مالی ایجاد شده‌اند. اینها عمدتاً توسط شرکت‌های صنعتی ایجاد شده‌اند که مشتاق‌اند از طریق سرمایه‌گذاری در مراحل اولیه شرکت‌های فناوری‌بنیان به فناوری‌های درحال پیدایش دست یابند. یکی از مهمترین نقاط ضعف این دو مدل سرمایه‌گذاری خطرپذیر آن است که به دلیل وفاداری صندوق‌های مالی و شرکتی به منافع سازمان یا شرکت مادر، ممکن است تضاد منافع بین تأمین‌کننده مالی و کارآفرین بروز کند.

دسته سوم، شراکت‌های محدود^۱ سرمایه‌گذاری خطرپذیرند، صندوق‌هایی که توسط شرکت‌های حرفه‌ای سرمایه‌گذاری خطرپذیر به وجود آمده‌اند. در این صندوق‌ها، شرکای ضامن (شرکت سرمایه‌گذاری خطرپذیر) صاحب تخصص و تجربه در زمینه سرمایه‌گذاری خطرپذیر و دارای مسئولیت نامحدود بوده و به سازماندهی، سرمایه‌گذاری و مدیریت سرمایه‌ای می‌پردازند که از سرمایه‌گذاران (شرکا با مسئولیت محدود) به دست آمده است (قاضی‌نوری و همکاران، ۱۳۸۸). برخی از این شرکت‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر گاه به‌طور همزمان، مدیریت چند صندوق را برعهده دارند. تأمین‌کنندگان منابع مالی یا سرمایه‌گذاران صندوق‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر را اغلب سرمایه‌گذاران نهادی با دوره سرمایه‌گذاری بلندمدت، مانند صندوق‌های بیمه و بازنشستگی و شرکت‌های سرمایه‌گذاری و هلدینگ‌های صنعتی بزرگ تشکیل می‌دهند. مدیریت این صندوق‌ها به شرکت‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر واگذار می‌شود. البته شرکت‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر معمولاً خود بین یک تا ۱/۵ درصد منابع صندوق سرمایه‌گذاری خطرپذیر را تأمین می‌کنند و برای هزینه‌های اداره آن نیز سالیانه بین ۱ تا ۳ (معمولاً ۲/۵ درصد) کل سرمایه تعهد شده صندوق به‌عنوان حق‌الزحمه ثابت مدیریتی به مدیر صندوق پرداخت می‌شود (قاضی‌نوری و همکاران، ۱۳۸۸). در پایان دوره فعالیت

۱. Limited Partnership

صندوق و پس از نقد کردن دارایی‌ها و حسابرسی، بخشی از سود برای نمونه، ۲۰ درصد به عنوان سود عملکرد به مدیریت صندوق پرداخت و مابقی میان سرمایه‌گذاران تقسیم می‌شود (شکل ۱).

شکل ۱. شیوه اجرای سرمایه‌گذاری خطرپذیر

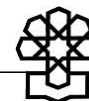


مأخذ: معاونت علمی و فناوری ریاست جمهوری، ۱۳۹۰.

علاوه بر این شرکت سرمایه‌گذاری خطرپذیر (ضامن) طی عمر محدود صندوق یا شراکت سرمایه‌گذاری خطرپذیر که عمدتاً ۷ تا ۱۰ سال است، مسئولیت‌های زیر را نیز برعهده دارد:

- جستجو برای فرصت‌های سرمایه‌گذاری و مذاکره در مورد شرایط این سرمایه‌گذاری‌ها.
- نظارت بر عملکرد شرکت‌های سرمایه‌پذیر و ارائه تأمین مالی و مشاوره در حین توسعه شرکت‌ها.
- یافتن یک فرصت خروج مناسب مانند عرضه اولیه به عموم (IPO) یا ادغام که اجازه می‌دهد سرمایه‌گذاری انجام شده نقد شود.
- توزیع بازده مالی به دست آمده از این فرصت‌های خروج به شرکای سهامی و پایان دادن به عمر صندوق [شراکت] سرمایه‌گذاری خطرپذیر.

شراکت‌های محدود می‌توانند بر یک صنعت [فناوری، یا بخش] خاص تمرکز داشته باشند، اما به شرکت یا گروه خاصی وابسته نیستند. این شراکت‌ها نوع غالب صنعت سرمایه‌گذاری خطرپذیر در تمامی کشورهای دارای صنعت سرمایه‌گذاری خطرپذیر موفق دنیا محسوب می‌شوند. زیرا اولاً این نوع شراکت‌ها می‌توانند به طور کامل بر تأمین مالی و توسعه شرکت‌های سرمایه‌پذیر متمرکز شوند و برخلاف صندوق‌های مالی و شرکتی دچار تضاد منافع بین شرکت سرمایه‌پذیر و شرکت مادر نمی‌شوند. ثانیاً شراکت محدود دارای مزیت‌هایی نظیر عمر محدود و مسئولیت محدود برای سرمایه‌گذاران است.



۲. مشخصه‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر و پیش‌شرط‌های لازم برای توسعه آن

هرچند مشخصه‌ها و پیش‌شرط‌های لازم برای توسعه صنعت سرمایه‌گذاری خطرپذیر موفق با توجه به اقتصاد سیاسی هر کشوری ممکن است تا حدودی متفاوت باشد، اما مطالعه تجربیات موفق این حوزه می‌تواند در استخراج موارد کلی، مفید باشد. در ادامه و به‌طور خلاصه، به این موارد اشاره شده است (قاضی نوری و همکاران، ۱۳۸۸):

۱. سرمایه‌گذاران خطرپذیر به شکل وام تأمین مالی نمی‌کنند، بجز در مواردی که بندهایی برای تضمین قابل تبدیل بودن وام به سهام وجود داشته باشد. آنها همچنین ترجیح می‌دهند که روی سرمایه‌گذاری در شرکت‌های جدید تمرکز کنند.

۲. سرمایه‌گذاران ریسک‌پذیر خواستار حضور در هیئت مدیره شرکت دریافت‌کننده سرمایه‌اند و از طریق نظارت و ارائه مشاوره، برای شرکت ایجاد ارزش می‌کنند. به‌عبارت دیگر مشاوره مدیریتی جزء مهم و جدانشدنی از سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر است.

۳. باید فرصت‌های سرمایه‌گذاری، پتانسیل ایجاد عایدی سرمایه^۱ بالا را در کمتر از پنج سال داشته باشند. به‌دلیل نرخ شکست بالا، سرمایه‌گذاران خطرپذیر در پی بازده بالا در سرمایه‌گذاری‌ها موفق‌اند. بنابراین در شرکت‌هایی سرمایه‌گذاری می‌کنند که پتانسیل نرخ بازده بالا را دارند. عدم چنین فرصت‌هایی مانع شکل‌گیری سرمایه خطرپذیر خواهد بود.

۴. سرمایه‌گذاران خطرپذیر، سرمایه‌گذاران دائمی نیستند. آنها در پی نقد کردن سرمایه‌گذاری خود برای تکمیل سیکل سرمایه‌گذاری‌اند. فرآیند سرمایه‌گذاری خطرپذیر مستلزم تسویه سرمایه‌گذاری‌ها از طریق عرضه سهام شرکت به عموم^۲، ادغام^۳ یا حتی ورشکستگی است. در کشورهایی که بر سر راه‌های خروج از سرمایه‌گذاری (شامل ورشکستگی) موانعی وجود دارند، تأثیر منفی بر توسعه صنعت سرمایه خطرپذیر مشاهده می‌شود.

۵. شکل حقوقی شراکت محدود در تمامی کشورهای دارای صنعت سرمایه‌گذاری خطرپذیر موفق غالب است.

همچنین برخی پیش‌شرط‌ها و شرایط لازم برای توسعه صنعت سرمایه‌گذاری خطرپذیر به سطح نهادی مربوط است؛ از جمله:

۱. کارآفرینی، پیش‌شرطی برای توسعه سرمایه خطرپذیر است. کارآفرینان باید ایده‌های تجاری داشته باشند که می‌تواند منجر به ایجاد شرکت‌های دارای رشد سریع شود. کارآفرینی، شرط لازم برای

۱. Capital Gain

۲. IPO

۳. Merger

وجود سرمایه خطرپذیر است، اما شرط کافی نیست.

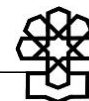
مشکل این است که سرمایه‌گذاری خطرپذیر رسمی، تنها در جایی می‌تواند وجود داشته باشد که جریانی مستمر از فرصت‌های سرمایه‌گذاری دارای پتانسیل رشد کافی وجود دارد. طی بیش از پنجاه سال گذشته فناوری اطلاعات جریانی از فرصت‌های سرمایه‌گذاری ایجاد کرده است تا بتواند گروهی از سرمایه‌گذاران متخصص را در تأمین مالی این شرکت‌های کوچک حفظ کند. تا حدی کمتر، در حوزه بهداشت نیز فرصت‌هایی پدیدار شده است. بنابراین هرچند که کارآفرینی یک پیش‌شرط است، اما هر نوع کارآفرینی مفید واقع نخواهد شد. سوابق تاریخی نشان می‌دهند که جهت رابطه، از کارآفرینی به پیدایش سرمایه خطرپذیر است، اما یک حلقه بازخورد مهم نیز وجود دارد؛ سرمایه خطرپذیر و موفقیت کارآفرینی می‌تواند یک سیکل مفید به وجود آورد. فعالیت سرمایه‌گذاری خطرپذیر می‌تواند انواع مناسب کارآفرینی را تشویق کند یعنی بر محیط تأثیر بگذارد. در مناطقی که شرکت‌های تازه‌تأسیس زیادی داشته‌اند و سرمایه خطرپذیر قوی به وجود آمده است، سایر نهادها نیز به وجود آمده‌اند؛ نظیر نهادهای حقوقی، حسابداری و انواع مشاوران متخصص در تسهیل شکل‌گیری و فعالیت شرکت‌های تازه‌تأسیس که در جهت تقویت پویایی این شرکت‌ها فعالیت می‌کنند. چنین دینامیکی می‌تواند آنقدر تقویت شود که منجر به تقویت فرهنگ راه‌اندازی شرکت‌های نوپا شود.

۲. سرمایه خطرپذیر نیازمند پول دارای ثبات، دولت عاری از فساد و یک محیط قانونی قابل پیش‌بینی است. سرمایه‌گذاری خطرپذیر ماهیتاً کاری مخاطره‌آمیز است و بنابراین در کشورهایی که مقررات قابل پیش‌بینی ندارند و دولت‌هایشان فاسدند و پول رایجشان بی‌ثبات است، احتمال موفقیت کاهش می‌یابد. این شرایط از کنترل کارآفرین و سرمایه‌گذار خطرپذیر خارج است. چنین ریسک‌های محیطی، عاملی دلسردکننده برای فعالیت سرمایه‌گذاران خطرپذیرند.

۳. دانشگاه‌ها و مؤسسات آموزش عالی عاملی مهم در توسعه صنعت سرمایه خطرپذیرند. به عنوان مثال، دانشگاه‌های ام آی تی و استنفورد در ایالات متحده نقشی کلیدی در کمک به توسعه صنعت سرمایه خطرپذیر در بوستون و دره سیلیکون داشتند. اهمیت تأمین مالی دولت فدرال برای آموزش دانشجویان تحصیلات تکمیلی و تحقیقات اعضای هیئت علمی را نیز نباید دستکم گرفت. ظهور فناوری زیستی و اینترنت نتیجه مستقیم تأمین مالی دولت فدرال بود.

۴. برای پیدایش یک صنعت سرمایه خطرپذیر موفق، وجود بازارهای سرمایه به شکل سهام مهم است. دو استراتژی خروج عمده برای سرمایه‌گذاران خطرپذیر عبارتند از: ادغام و ارائه سهام به سرمایه‌گذاران که معمولاً به شکل عرضه اولیه به عموم (IPO) در یک بازار سهام است.

صاحب‌نظران معتقدند صنعت سرمایه‌گذاری خطرپذیر نمی‌تواند تنها با نقد کردن سرمایه‌گذاری خود از طریق ادغام رونق پیدا کند. البته باید دقت داشت که بازار سهام باید دارای نقدینگی و شفافیت باشد. به عبارت دیگر بازارهای سهامی که به محل عرضه سهام شرکت‌های نابالغ یا کلاهبردار شهرت



یابند به سرعت نقدینگی خود را از دست می‌دهند، زیرا سرمایه‌گذاران از خرید و تملک سهام آنها امتناع می‌ورزند. نقدینگی پایین، زدوبند و دست‌کاری در بازار و نیز مقاومت در برابر اصلاح را به دنبال دارد و در نهایت می‌تواند شکست بازار را در پی داشته باشد. بنابراین صرف وجود بازار سهام کافی نبوده، بلکه بازار سهام باید دارای قوانین و مقررات مناسب و دارای قابلیت تأمین مالی شرکت‌های نویدبخش باشد. کارکرد خروج از سرمایه‌گذاری بازار سهام، محصول فرعی کارکرد تأمین سرمایه آن است.

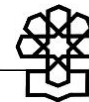
۳. پیشینه قانونی سرمایه‌گذاری خطرپذیر در ایران

وجود یک زیرساخت قانونی تسهیل‌کننده و حامی صنعت سرمایه‌گذاری خطرپذیر نقش مهمی در توسعه آن دارد. در حال حاضر صنعت سرمایه‌گذاری خطرپذیر در کشور ما بسیار جوان است. البته با شکل‌گیری صندوق‌های غیردولتی پژوهش و فناوری و به دنبال آن فراهم شدن امکان تشکیل نوآورانه و جسورانه در فرابورس صندوق‌های زمینه برای توسعه صنعت سرمایه‌گذاری خطرپذیر ایجاد شده است. به موازات آن و با گسترش مفهوم شرکت‌های دانش‌بنیان و حمایت‌های قانونی از این شرکت‌ها از جمله تأسیس و آغاز به کار صندوق نوآوری و شکوفایی، از یک سو تقاضا برای این نوع تأمین مالی و از سوی دیگر تمایل سرمایه‌گذاران برای مشارکت و سرمایه‌گذاری خطرپذیر در طرح‌های دانش‌بنیان افزایش یافته است. شرایط قانونی حال حاضر در کشور ما نیز می‌تواند برای راه‌اندازی و فعالیت گسترده شرکت‌ها یا صندوق‌های رسمی سرمایه‌گذاری خطرپذیر (که در دنیا متداول است) بیشتر تسهیل شود. در جدول ۱ برخی از مهمترین قوانین مرتبط با توسعه صنعت سرمایه‌گذاری خطرپذیر ارائه شده‌اند.

جدول ۱. برخی از مهمترین قوانین مرتبط با توسعه صنعت سرمایه‌گذاری خطرپذیر

«قانون بودجه سال ۱۳۸۳ تبصره «۱۹»- بند «ت» و آیین‌نامه اجرایی آن مصوب هیئت وزیران ۱۳۸۳/۷/۲۰	حداکثر پنجاه درصد (۵۰٪) از اعتبارات طرح‌های کمک به توسعه صنایع نوین و کمک به ایجاد واحدهای نمونه طراحی و تولید تراشه در صنعت میکروالکترونیک می‌تواند به صورت سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر منظور گردد و در چارچوب ضوابطی که بنابه پی‌شنهاد سازمان مدیریت و برنامه‌ریزی کشور و وزارت صنایع و معادن به تصویب هیئت وزیران خواهد رسید، بلاعوض گردد.
«قانون بودجه سال ۱۳۸۴ تبصره «۴» بند «الف» و آیین‌نامه اجرایی آن مصوب هیئت وزیران ۱۳۸۴/۳/۹	به منظور حمایت از سرمایه‌گذاری خطرپذیر در صنایع نوین، اجازه داده می‌شود حداکثر پنجاه درصد (۵۰٪) از تسهیلات اعطایی در قالب اعتبارات طرح‌های کمک به توسعه صنایع نوین و کمک به ایجاد واحدهای نمونه طراحی و تولید تراشه در صنعت میکروالکترونیک در قالب برنامه کمک‌های فنی و اعتباری به بخش خصوصی و تعاونی شامل اصل، سود و کارمزد تسهیلات اعطایی در چارچوب آیین‌نامه‌ای که بنا به پی‌شنهاد مشترک سازمان مدیریت و برنامه‌ریزی کشور و وزارت صنایع و معادن به تصویب هیئت وزیران خواهد رسید، بلاعوض گردد.
قانون برنامه سوم توسعه ماده (۱۰۰)	به منظور ایجاد زمینه‌های مشارکت و سرمایه‌گذاری بخش غیردولتی و حمایت کمی و کیفی از فعالیت‌های پژوهشی و فناوری، بالخصوص پژوهش‌ها و فناوری‌های کاربردی توسعه‌ای

<p>دولت مجاز است در تأسیس صندوق‌های غیردولتی مشارکت کند و موظف به تقویت صندوق‌های دولتی موجود می‌باشد و با دید ترتیبی اتخاذ کند که امکان استفاده این صندوق‌ها از یارانه سود تسهیلات مالی طی سال‌های اجرای برنامه فراهم شود. اساسنامه صندوق جدیدالتأسیس و آیین‌نامه نحوه مشارکت بخش دولتی، نظام بانکی و بخش غیردولتی در تأمین منابع مورد نیاز آن، جایگاه سازمانی، اهداف و وظایف این صندوق‌ها به پیشنهاد مشترک سازمان برنامه و بودجه و سازمان امور اداری و استخدامی کشور و وزارت علوم، تحقیقات و فناوری حداکثر ظرف یک سال از تصویب این قانون به تصویب هیئت وزیران خواهد رسید.</p>	
<p>دولت موظف است در جهت افزایش توان رقابت‌پذیری بنگاه‌های فعال در صنایع نوین، به سرمایه‌گذاری بنگاه‌های غیردولتی از طریق سرمایه‌گذاری‌های مشترک، ایجاد و توسعه نهادهای تخصصی، تأمین مالی فناوری و صنایع نوین از قبیل نهاد مالی سرمایه‌گذاری خطرپذیر کمک نماید.</p>	<p>قانون برنامه چهارم توسعه ماده (۴۰) بند «ب»</p>
<p>دولت موظف است، به منظور گسترش بازار محصولات دانه‌های محروم و دانش‌بنیان، تجاری‌سازی دستاوردهای پژوهشی و نوآوری و گسترش نقش بخش خصوصی و تعاونی در این قلمرو، به تأسیس و توسعه صندوق‌های غیردولتی پژوهش و فناوری کمک نماید.</p>	<p>قانون برنامه چهارم توسعه ماده (۴۵)</p>
<p>دولت به منظور گسترش حمایت‌های هدفمند مادی و معنوی از نخبگان و نوآوران علمی و فناوری نسبت به رفع دغدغه خطرپذیری مالی در انجام مراحل پژوهشی و امور نوآرانه و ایجاد فرصت‌های شغلی مناسب برای نخبگان و استعدادها برتر متناسب با تخصص و توانمندی‌های آنها و اولویت‌های کشور با حمایت از سرمایه‌گذاری‌های خطرپذیر جهت تبدیل دانش فنی به محصول قابل ارائه به بازار کار اقدام نماید.</p>	<p>قانون برنامه پنجم توسعه ماده (۱۸) بندهای «و» و «ی»</p>
<p>الف) به منظور حمایت از سرمایه‌گذاری خطرپذیر در صنایع نوین به دولت اجازه داده می‌شود بخشی از سرجمع کل تسهیلات اعطایی سالیانه به بخش‌های خصوصی و تعاونی که در قالب اعتبارات وجوه اداره شده برای صنایع نوین در بودجه‌های سالیانه منظور می‌شود شامل سود و کارمزد تسهیلات اعطایی را مورد بخشودگی قرار دهد.</p>	<p>قانون برنامه پنجم توسعه ماده (۱۵۱)</p>
<p>ماده (۴۴) - متن زیر به انتهای تبصره «۱» ماده (۵) قانون حمایت از شرکت‌ها و مؤسسات دانش‌بنیان و تجاری‌سازی نوآوری‌ها و اختراعات مصوب ۱۳۸۹/۸/۵ اضافه می‌شود:</p> <p>به منظور ایجاد زمینه‌های مشارکت و سرمایه‌گذاری بخش غیردولتی و حمایت کمی و کیفی از فعالیت‌های پژوهشی و فناوری، بالخصوص پژوهش‌ها و فناوری‌های کاربردی توسعه‌ای، دولت مجاز است در تأسیس صندوق‌های غیردولتی پژوهشی و فناوری موضوع ماده (۱۰۰) قانون برنامه سوم توسعه اقتصادی، اجتماعی و فرهنگی جمهوری اسلامی ایران مصوب ۱۳۷۹/۱/۱۷ مشارکت کند و موظف به تقویت صندوق‌های دولتی موجود می‌باشد و با دید ترتیبی اتخاذ کند که این صندوق‌ها مجاز به استفاده از وجوه اداره شده دستگاه‌های اجرایی و سود تسهیلات مالی باشند. اساسنامه صندوق جدیدالتأسیس و آیین‌نامه مشارکت بخش دولتی، نظام بانکی و بخش غیردولتی در تأمین منابع مورد نیاز آن، جایگاه سازمانی، اهداف و وظایف این صندوق‌ها به پیشنهاد مشترک سازمان مدیریت و برنامه‌ریزی کشور و وزارت علوم، تحقیقات و فناوری حداکثر ظرف مدت یک سال پس از تصویب این قانون به تصویب هیئت وزیران می‌رسد.</p>	<p>قانون رفع موانع تولید رقابت‌پذیر و ارتقای نظام مالی کشور</p>



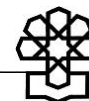
۴. چالش‌ها و ظرفیت‌های قانونی توسعه سرمایه‌گذاری خطرپذیر در ایران

علیرغم وجود یک پیشینه قانونی نسبتاً قابل تأمل برای صنعت سرمایه‌گذاری خطرپذیر و دائمی شدن تشکیل صندوق‌های غیردولتی پژوهش و فناوری (به‌عنوان بستری برای ارائه ابزار سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر) همچنان برخی چالش‌های قانونی برای توسعه این صنعت وجود دارد که با رفع آنها، حداقل می‌توان از ظرفیت صندوق‌های غیردولتی پژوهش و فناوری برای ایفای نقش در حوزه سرمایه‌گذاری خطرپذیر بهتر استفاده کرد.

در این مطالعه، برای شناسایی چالش‌های مزبور از روش گروه کانونی استفاده شده است. از مهمترین نتایج گروه کانونی، توافق درباره عدم نیاز به تصویب یک قانون مستقل برای توسعه صنعت سرمایه‌گذاری خطرپذیر و تأکید بر اصلاح قوانین موضوعی است. بر همین اساس و از طریق برگزاری چند نوبت پانل خبرگان حول محورهای موضوعی مختلف، راه‌حلهایی برای رفع چالش‌های قانونی پیش روی صندوق‌های پژوهش و فناوری غیردولتی به‌شرحی که در جدول ۲ ارائه شده، استخراج شده است.

جدول ۲. اقدامات قانونی برای تسهیل فعالیت صندوق‌های غیردولتی پژوهش و فناوری

موضوع	ملاحظات	قانون مرتبط	پیشنهادها
مشارکت بخش دولتی		ماده (۴۴) قانون رفع موانع تولید رقابت‌پذیر و ارتقای نظام مالی کشور (مصوب ۱۳۹۴) و آیین‌نامه اجرایی آن (درخصوص ساختار و اساسنامه جدید صندوق‌های غیردولتی پژوهش و فناوری و آیین‌نامه مشارکت با بخش دولتی)	مشارکت دولت در صندوق‌ها از محل اعتبارات، کمک‌های فنی و اعتباری و وجوه اداره شده دستگاه‌های اجرایی در آیین‌نامه مصوب هیئت وزیران پیش‌بینی شود و کمک‌های فنی و اعتباری و وجود اداره شده دستگاه‌های اجرایی در منابع تأمین مالی صندوق‌ها لحاظ شود. همچنین بانک‌ها و مؤسسات بانکی دارای مجوز از بانک مرکزی ملزم به پذیرش ضمانت‌نامه‌های صادره توسط این صندوق‌ها شوند.
سرمایه‌گذاری مشارکتی بلندمدت (چندساله) با بخش دولتی	طبق قوانین محاسبات عمومی جاری در کشور رسیدگی به حساب‌های دولتی در بازه یک‌ساله انجام می‌شود. در حالی که ماهیت سرمایه‌گذاری خطرپذیر چندساله است و چه بسا در سال‌های اولیه حتی سرمایه‌گذاری به سوددهی نیز نرسیده باشد.	قانون تنظیم بخشی از مقررات مالی دولت (۱) ماده (۷) - کلیه اعتباراتی که تحت عنوان وجوه اداره شده در قوانین برنامه و بودجه منظور می‌شود بعد از پرداخت به سیستم بانکی و مؤسسات اعتباری به هزینه قطعی منظور می‌گردد. سود حاصل از وجوه مذکور و اقساط دریافتی ناشی از تسهیلات وجوه مذکور به ترتیبی که در آیین‌نامه اجرایی این ماده تعیین می‌گردد به حساب ویژه‌ای در خزانه‌داری کل واریز و عیناً در بودجه‌های سنواتی مجدداً برای تحقق اهداف مورد نظر لحاظ خواهد شد.	عبارت صندوق‌های غیردولتی پژوهش و فناوری پس از مؤسسات اعتباری به ماده (۷) قانون تنظیم بخشی از مقررات مالی دولت (۱) اضافه شود.
مالیات بر ارزش افزوده	صندوق‌های پژوهش و فناوری غیردولتی خدماتی از جنس خدمات بانکی و اعتباری ارائه می‌کنند. در اغلب کشورهای دنیا فعالیت‌هایی از این دست از مالیات بر ارزش افزوده معاف هستند.	ماده (۱۲) قانون مالیات بر ارزش افزوده (بند «۱۱») جزء «د» بند «۴» ماده (۱۴) پیش‌نویس لایحه مالیات بر ارزش افزوده	عنوان صندوق‌های غیردولتی پژوهش و فناوری در سرفصل معافیت از مالیات ارزش افزوده در بخش مربوط به فعالیت‌های بانکی و اعتباری اضافه شود.



توسعه صنعت سرمایه‌گذاری خطرپذیر تنها به صندوق‌های غیردولتی پژوهش و فناوری محدود نمی‌شود و به‌ویژه برخی موضوعات نیازمند اقدامات بلندمدت‌ترند. این موضوعات عبارتند از:

– توسعه صندوق‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر با عمر محدود

همان‌طور که در قسمت دوم این گزارش به تفصیل بررسی شد، از مهمترین مشخصه‌های صندوق‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر آن است که این صندوق‌ها عمر محدود دارند و سرمایه‌گذاران خطرپذیر مایلند پس از رسیدن پروژه به سود، با انتقال سهام از پروژه خارج شوند. آنچه مسئله‌ساز است شکل حقوقی این صندوق‌هاست که اگر بخواهند براساس قانون تجارت کنونی به شکل شرکت سهامی تأسیس شوند، با مشکلات زیادی برای خروج (به شکل‌های مرسوم نظیر تسویه، ادغام و اکتساب یا حتی ورشکستگی) و انتقال و نقد کردن سهام مواجه خواهند شد. به‌عبارت دیگر، قانون تجارت چابکی مورد نیاز در سرمایه‌گذاری خطرپذیر را فراهم نمی‌کند. هرچند برخی کارشناسان معتقدند شرکت‌های مختلط سهامی می‌توانند به‌عنوان شکل حقوقی صندوق‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر مد نظر قرار گیرند و مشکل فوق را حل کنند، اما مرسوم نبودن این نوع از شرکت‌ها و عدم اطمینان نسبت به مشکلاتی که ممکن است در اجرا بروز کند، اقبال عمومی سرمایه‌گذاران به آنها را بسیار کم می‌سازد. خوشبختانه مشکلات و ضعف‌های قانون تجارت تا حدودی در قانون «توسعه نهادها و ابزارهای مالی جدید» مصوب ۱۳۸۸ مجلس شورای اسلامی رفع شده است. در این قانون ظرفیتی با عنوان «صندوق‌های سرمایه‌گذاری» پیش‌بینی شده است و تمهیداتی در مورد تأسیس، ثبت، انحلال و تصفیه آنها پیش‌بینی شده است (ماده (۴) قانون).^۱ همچنین انعطاف‌پذیری بالای اساسنامه این صندوق‌ها و اداره شدن آنها براساس اساسنامه مزبور پتانسیل خوبی برای تأسیس صندوق‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر ایجاد کرده است. در همین ارتباط طبق آخرین بررسی‌های به عمل آمده، صندوق‌هایی با عنوان صندوق نوآورانه یا صندوق جسورانه در حال تشکیل است که اساسنامه خاص خود را داشته و از جمله

۱. ماده (۴) – تأسیس، ثبت، فعالیت، انحلال و تصفیه صندوق‌های موضوع ماده (۲) طبق ضوابط زیر خواهد بود:

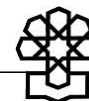
(الف) مدت فعالیت این صندوق‌ها باید متناسب با نوع فعالیت صندوق در اساسنامه قید شود. (ب) حداقل سرمایه لازم برای تشکیل صندوق‌های سرمایه‌گذاری پنج میلیارد ریال می‌باشد. شورای عالی بورس و اوراق بهادار می‌تواند حداقل سرمایه لازم برای تشکیل صندوق‌های سرمایه‌گذاری را با در نظر گرفتن تغییرات نرخ تورم افزایش دهد. (ج) متغیر یا ثابت بودن سرمایه و همچنین قابلیت و نحوه نقل و انتقال گواهی سرمایه‌گذاری صندوق‌ها از طریق صدور و ابطال و یا خرید و فروش باید در اساسنامه صندوق قید شود. (د) صندوق به موجب ترتیباتی که در اساسنامه پیش‌بینی می‌شود باید حداقل یک رکن اداره‌کننده و یک رکن ناظر به‌عنوان بازرس/حسابرس داشته باشد. (ه) وظایف، اختیارات و مسئولیت‌های ارکان مذکور و سایر ارکان از قبیل ضامن برعهده اشخاص حقوقی و اجرائی خواهد بود که باید در صندوق قبول سمت نمایند. حدود مسئولیت و اختیارات هر یک از ارکان در اساسنامه تعیین می‌شود. رکن اداره‌کننده را می‌توان از بین اشخاص حقیقی و اجرائی تعیین کرد. (و) نحوه تصفیه صندوق در پایان مدت فعالیت و یا انحلال آن به موجب شرایط مندرج در اساسنامه بوده و مدیر صندوق مدیر تصفیه نیز می‌باشد مگر اینکه شرایط لازم برای اداره صندوق را از دست بدهد. اداره صندوق‌های سرمایه‌گذاری طبق اساسنامه آنها می‌باشد.

صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک «سرمایه‌گذاری خطرپذیر» به‌شمار می‌روند. سبد دارایی‌های این صندوق‌ها مجموعه‌ای از دارایی‌های غیربورسی است و به‌دلیل ریسک بسیار بالا تنها امکان سرمایه‌گذاری برای معامله‌گران حرفه‌ای و نیز بانک‌ها و نهادهای سرمایه‌گذاری را فراهم می‌آورند. صندوق‌های سرمایه‌گذاری جسورانه از نقدشوندگی و عرضه عمومی واحدهای سرمایه‌گذاری برخوردار نیستند و مانند صندوق‌های سرمایه‌گذاری قابل معامله در بورس^۱ (ETF) می‌توانند نوسان کنند. سرمایه‌گذاران صندوق سرمایه‌گذاری جسورانه (نوآورانه) با دیدگاه بلندمدت می‌توانند بر مجموعه دارایی‌های آن که شامل اختراعات و پژوهش‌های مختلف است، سرمایه‌گذاری کنند و پس از گذشت دوره زمانی مشخص به بازدهی مورد نظر خود دست یابند. همچنین، ارتباط این صندوق‌ها با بازار دارایی فکری فرابورس و سرمایه‌گذاری روی اختراعات این بازار نیز می‌تواند امکانات بالقوه خوبی برای تجاری‌سازی اختراعات ایجاد کند. بر این اساس، طیف بیشتری از متخصصان این حوزه معتقدند، نوع خاصی از «صندوق‌های سرمایه‌گذاری» تعریف شده در قانون «توسعه نهادها و ابزارهای مالی جدید» با عنوان «صندوق نوآورانه یا صندوق جسورانه» می‌تواند تا حد زیادی مطابق با نیازها و الزامات صندوق‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر باشد. اما چند نکته بسیار مهم در مورد این صندوق‌ها وجود دارند که از جمله می‌توان به شرایط مدیر صندوق و اعضای هیئت مدیره اشاره کرد. به‌نظر می‌رسد در مورد صندوق‌هایی که قصد سرمایه‌گذاری روی اختراعات و نتایج پژوهش‌ها دارند تجربه و دانش مدیریت فناوری و نوآوری برای فردی که در رأس صندوق یا در هیئت مدیره آن قرار می‌گیرد به اندازه تجربه و دانش بورس و مدیریت مالی، اهمیت داشته باشد. همچنین این صندوق‌ها باید با توجه ویژه به پروژه‌ها و سرمایه‌گذاری‌های فناورانه اداره شوند. برای مثال در حوزه فناوری و نوآوری بسیاری از دارایی‌های ارزشمند غیرملموس وجود دارند و نحوه قیمت‌گذاری این دارایی‌ها ملاحظات خاصی را می‌طلبد. لذا نباید دیدگاه صرفاً بورسی و مالی بر این صندوق‌ها حاکم باشد.

– تسهیل انتقال مالکیت سهام شرکت‌های نوپا

یکی از مهمترین استراتژی‌های خروج سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر ادغام و اکتساب است که در بسیاری از کشورها مورد استفاده قرار می‌گیرد. مهمترین مزیت این روش خروج و تسهیل انتقال مالکیت سهام است. با توجه به اینکه این نوع خروج نیز در قانون تجارت به رسمیت شناخته نشده است، شرکت‌های سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر عملاً امکان تشکیل نخواهند داشت و همان‌طور که در حال حاضر در کشور ما مرسوم است برای سرمایه‌گذاری‌های خطرپذیر از قرارداد مشارکت به جای ثبت شرکت رسمی و مشارکت در سهام استفاده می‌شود. اگر ادغام و اکتساب در قانون تجارت پیش‌بینی شود، شرکت‌های سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر قادر خواهند بود به راحتی نقل و انتقال سهام را انجام دهند.

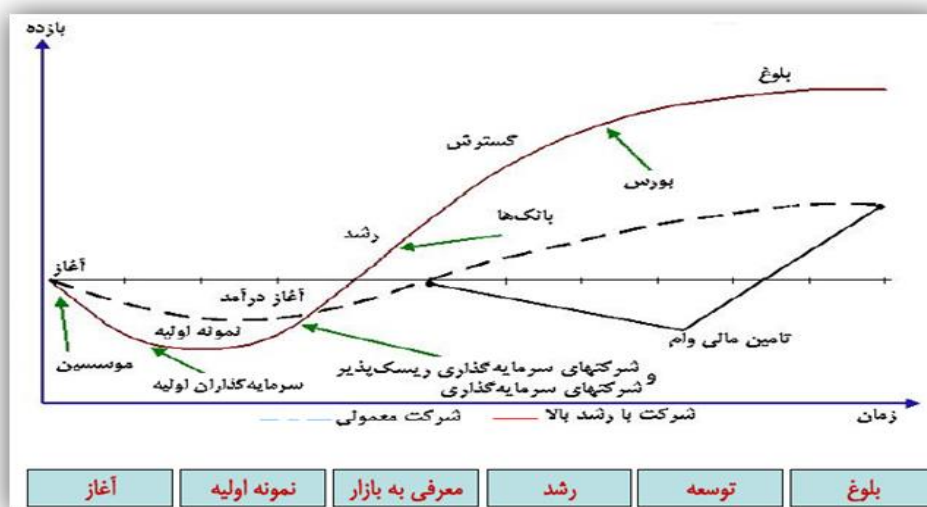
۱. Exchange-traded Fund



– تعریف جایگاه صندوق‌ها یا شرکت‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر غیردولتی در نظام تأمین مالی و نحوه تعامل با بخش دولتی

در شکل ۲ تصویر کلی از چرخه عمر فناوری و نقش ابزارهای مالی متنوع و متناسب با مراحل مختلف این چرخه نشان داده شده است.

شکل ۲. تصویر کلی از چرخه عمر فناوری و جایگاه ابزارهای تأمین مالی در مراحل مختلف



مأخذ: همان.

بدیهی است نهادهای مختلف دولتی و غیردولتی می‌توانند در ارائه ابزارهای مورد نیاز هر مرحله ایفای نقش کنند. مسئله مهم آن است که موازی‌کاری یا تداخل وظایف و کارکردهایی که بازیگران مختلف نظام تأمین مالی برعهده دارند، می‌تواند به کاهش عملکرد کلی این نظام منتهی شود. برای مثال در شرایطی که دولت و بخش غیردولتی همزمان اقدام به ارائه تسهیلات با نرخ‌های متفاوت به گروه‌های هدف یکسان کنند، حضور دولت ممکن است مانع از رشد بخش غیردولتی شود. بنابراین لازم است یک نقشه کلی از بازیگران این عرصه در کشور ما تهیه شود و با مروری بر کارکردها و وظایف هر یک، تلاش شود تأثیر تکمیل و پشتیبانی آنها از یکدیگر به حداکثر رسیده و در مقابل از تداخل یا موازی‌کاری آنها جلوگیری شود. یکی از مهمترین مسائل شناسایی شده در این ارتباط، موازی‌کاری یا تداخل وظایف صندوق نوآوری و شکوفایی به‌عنوان مهمترین صندوق دولتی تأمین مالی فناوری و نوآوری با صندوق‌های غیردولتی پژوهش و فناوری در ارائه تسهیلات، ضمانتنامه و سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر است. طبق آیین‌نامه اجرایی ماده (۴۴) قانون رفع موانع تولید رقابت‌پذیر و ارتقای نظام مالی کشور، مصوب ۱۳۹۴/۲/۱، اعطای مجوز، راهبری و نظارت بر فعالیت صندوق‌های پژوهش و فناوری غیردولتی برعهده کارگروهی به ریاست وزیر علوم، تحقیقات و فناوری و دبیری رئیس هیئت

عامل صندوق نوآوری و شکوفایی گذاشته شده است.

این اقدام از دو جنبه قابل توجه است. نخست تأثیر مثبتی که ایفای نقش صندوق‌های پژوهش و فناوری غیردولتی (به‌عنوان کارگزاران صندوق نوآوری و شکوفایی) بر کاهش حجم فعالیت‌های اجرایی صندوق نوآوری و شکوفایی در ارزیابی طرح‌ها و تخصیص منابع^۱ دارد.

اما نکته بسیار مهمی که در آیین‌نامه مصوب هیئت وزیران مغفول مانده، عدم توجه به تفکیک نهاد مجوزدهی و مجری از نهاد نظارت و ارزیابی سیاست است. در شرایط کنونی، رئیس هیئت عامل صندوق نوآوری و شکوفایی نقش دبیر کارگروه اعطای مجوز و راهبری را برعهده دارد، کارگروهی که نظارت بر نحوه فعالیت صندوق‌ها را نیز انجام می‌دهد. این امر مغایر با یکی از بنیادی‌ترین اصول سیاستگذاری یعنی تفکیک نهاد مجری و نهاد ناظر از یکدیگر است. به‌نظر می‌رسد اگر نقش نظارت برعهده نهاد دیگری (نظیر شورای عالی عتف یا معاونت پژوهش و فناوری وزارت علوم) قرار داده شود، کارایی و اثربخشی سیاست افزایش یابد.

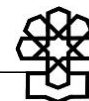
برای یک مثال دیگر برای رفع مشکلاتی از این دست، حتی می‌توان به نحوه تعامل صندوق نوآوری و شکوفایی با صندوق‌های جسورانه فرابورسی نیز اشاره کرد. برای توضیح بیشتر باید گفت: یکی از مهمترین ویژگی‌های صندوق‌های نوآورانه که به‌عنوان گزینه‌ای برای صندوق‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر با عمر محدود قابل طرح‌اند، نبود ضامن نقدشوندگی برای صندوق است. یک سناریو برای تعریف ضامن با هدف ایفای نقش حمایتی دولت در حوزه سرمایه‌گذاری خطرپذیر این است که صندوق نوآوری و شکوفایی به‌عنوان ضامن صندوق‌های نوآورانه یا جسورانه عمل کند. شرکت‌های بیمه تجاری نیز می‌توانند با به‌کارگیری بیمه‌نامه‌های ضمانتی نسبت به سرمایه‌گذاری و تأمین مالی مناسب از طرح‌های نوآورانه به‌عنوان ضامن صندوق جسورانه فعال باشند.^۲

جمع‌بندی و پیشنهادها

خلق ثروت از علم، جز با تجاری‌سازی فناوری‌ها و نوآوری‌ها محقق نمی‌شود. اهمیت مقوله تجاری‌سازی به کرات در بیانات رهبر معظم انقلاب مورد تأکید قرار گرفته است. به اعتقاد بسیاری از صاحب‌نظران نیز یکی از مهمترین ضعف‌های کنونی نظام نوآوری کشور ما، عدم تبدیل ایده‌ها به ثروت یا عدم تجاری‌سازی اختراعات و نوآوری‌هاست که در نهایت سبب می‌شود بخش‌های مختلف جامعه از آثار و نتایج فناوری بی‌بهره بمانند. سرمایه‌گذاری خطرپذیر، از مهمترین ابزارها برای تسهیل تجاری‌سازی است. ویژگی‌های منحصر به‌فرد این نوع سرمایه‌گذاری و از همه مهمتر نگاه بلندمدت،

۱. به موجب تبصره «۱» ماده (۵) قانون حمایت از شرکت‌ها و مؤسسات دانش‌بنیان، حداقل ۵ درصد منابع صندوق نوآوری و شکوفایی باید از طریق صندوق‌های پژوهش و فناوری غیردولتی مورد تأیید وزارت علوم، تحقیقات و فناوری هزینه شود.

۲. مصاحبه امیر هامونی، مدیرعامل فرابورس، خبرگزاری فارس، ۱۰ تیرماه ۱۳۹۴.



مشاوره مدیریتی برای توانمندسازی بنگاه‌ها و خطرپذیری آن را به بهترین ابزار تأمین مالی در مرحله آغاز به رشد فناوری تبدیل کرده است. به طوری که دیگر ابزارهای تأمین مالی نظیر تسهیلات نمی‌توانند پاسخگوی نیاز شرکت‌ها در این مرحله از فرآیند ایده تا بازار باشند. بنابراین توسعه این صنعت برای هر کشوری که به نقش‌آفرینی فناوری در توسعه اقتصادی می‌نگرد، ضروری است.

در ایران توجه جدی به صنعت سرمایه‌گذاری خطرپذیر از اواسط دهه ۱۳۸۰ آغاز شده و نهادهای دولتی و خصوصی به مقوله سرمایه‌گذاری در شرکت‌های دانش‌بنیان توجه ویژه‌ای داشته‌اند. با دائمی شدن قانون تشکیل صندوق‌های پژوهش و فناوری غیردولتی، زمینه برای حضور بخش غیردولتی در تأمین مالی فناوری فراهم شده است و این صندوق‌ها یک ظرفیت قانونی خوب برای توسعه صنعت سرمایه‌گذاری خطرپذیرند، زیرا می‌توانند به‌عنوان بخشی از فعالیت‌های خود در پروژه‌های خطرپذیر نیز وارد شوند. البته بدیهی است که نباید صنعت سرمایه‌گذاری خطرپذیر را به صندوق‌های غیردولتی پژوهش و فناوری محدود کرد، زیرا چالش‌های دیگری برای توسعه این صنعت و به‌خصوص موفقیت صندوق‌ها و شرکت‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر وجود دارند. در این مطالعه برای شناسایی چالش‌های مزبور براساس نتایج از روش گروه کانونی و برگزاری پانل‌های تخصصی با خبرگان و فعالان حوزه سرمایه‌گذاری خطرپذیر استفاده شد.

پانل‌های تخصصی نشان داد که برای تقویت صنعت سرمایه‌گذاری خطرپذیر می‌توان در ظرف زمانی برنامه ششم توسعه و با پیشنهاد احکام مرتبط با توسعه این صنعت به شرح زیر اقدام کرد:

- توسعه شرکت‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر با عمر محدود؛ در قانون تجارت به شکل کنونی امکان تأسیس شرکت‌های با عمر محدود وجود ندارد و اگر شرکت‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر به صورت شرکت سهامی (حتی به شکل مختلط سهامی) تأسیس شوند، با مشکلات زیادی برای خروج (به شکل‌های مرسوم نظیر تسویه، ادغام و اکتساب، یا حتی ورشکستگی) و انتقال و نقد کردن سهام مواجه خواهند شد و قانون تجارت چابکی مورد نیاز در سرمایه‌گذاری خطرپذیر را فراهم نمی‌کند.

لازم است به توسعه صندوق‌های نوآورانه یا جسورانه (با عمر محدود) و براساس قانون «توسعه نهادها و ابزارهای مالی جدید» توجه شود که مشکلات قانون تجارت درباره نحوه تأسیس، ثبت، انحلال و تصفیه به واسطه انعطاف‌پذیری بالای اساسنامه این صندوق‌ها و اداره شدن آنها براساس اساسنامه مزبور تا حد زیادی رفع شده است. نکته بسیار مهم، برخورداری مدیران صندوق از دانش مدیریت فناوری و نوآوری در کنار دانش مدیریت مالی و توجه خاص نسبت به اداره پروژه‌ها و سرمایه‌گذاری‌های فناورانه مانند نحوه ارزشگذاری دارایی‌های غیرملموس است.

- انجام اقدامات قانونی لازم برای تسهیل انتقال مالکیت سهام شرکت‌های نوپا، به رسمیت شناختن ادغام و اکتساب در قانون تجارت مانع بزرگ دیگری برای تشکیل شرکت‌های سرمایه‌گذاری

ریسک‌پذیر است، زیرا به دلیل دشواری نقل و انتقال سهام، یکی از مهمترین استراتژی‌های خروج این سرمایه‌گذاری از دست می‌رود. لازم است تدبیری برای به رسمیت شناختن ادغام و اکتساب در زیرساخت‌های قانونی کشور اندیشیده شود.

- ساماندهی نظام تأمین مالی نوآوری با تأکید بر تعریف جایگاه صندوق‌ها یا شرکت‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر غیردولتی در این نظام و نحوه تعامل آنها با بخش دولتی؛ موازی‌کاری یا تداخل وظایف و کارکردهایی که بازیگران مختلف نظام تأمین مالی (اعم از دولتی و غیردولتی) برعهده دارند، می‌تواند به کاهش عملکرد کلی نظام تأمین مالی منتهی شود. لازم است یک نقشه کلی از بازیگران این عرصه و کارکردها و وظایف هر یک تهیه شود و با بازنگری در قوانین یا آیین‌نامه‌های مربوطه، تعریف و تفکیک دقیق‌تر وظایف و کارکردها صورت گیرد و نحوه تعامل بازیگران دولتی (نظیر صندوق نوآوری و شکوفایی) و بازیگران غیردولتی (نظیر صندوق‌ها یا شرکت‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر) تبیین شود تا تأثیر مکملی بازیگران از یکدیگر به حداکثر رسیده و از تداخل یا موازی‌کاری آنها جلوگیری شود.

- انتخاب یک نهاد سیاستگذار و قانونگذار واحد برای صندوق‌های مختلف فعال در حوزه فناوری (اعم از دولتی، غیردولتی، فرابورسی) موجب هماهنگی و سیاستگذاری عادلانه‌تر (برای مثال در تعریف مشوق‌ها و حمایت‌ها) خواهد شد.

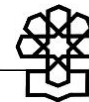
- ارائه مشوق‌های قانونی مناسب (نظیر مشوق‌های مالیات بر درآمد) برای ترغیب سرمایه‌گذاران سایر حوزه‌های جذاب اقتصادی (مانند مسکن) جهت ورود به حوزه تأمین مالی فناوری و نوآوری.

نتایج دیگر نشان می‌دهد که در شرایط کنونی نیاز به تصویب یک قانون مستقل و جدید برای توسعه صنعت سرمایه‌گذاری خطرپذیر وجود ندارد و این موضوع مورد توافق خبرگان قرار گرفت. در عوض بر اصلاح برخی قوانین موضوعی مرتبط با موضوع به شرح زیر و برای تسهیل فعالیت صندوق‌های غیردولتی پژوهش و فناوری تأکید شد:

- در اساسنامه جدید صندوق‌های غیردولتی پژوهش و فناوری و آیین‌نامه مشارکت با بخش دولتی که طبق ماده (۴۴) قانون رفع موانع تولید رقابت‌پذیر و ارتقای نظام مالی کشور (مصوب ۱۳۹۴/۲/۱) به پیشنهاد مشترک وزارت علوم و سازمان مدیریت و برنامه‌ریزی به تصویب هیئت وزیران رسیده است، مشارکت دولت در صندوق‌ها از محل اعتبارات، کمک‌های فنی و اعتباری و وجوه اداره شده دستگاه‌های اجرایی پیش‌بینی شود و این منابع دستگاه‌های اجرایی در منابع تأمین مالی صندوق‌ها لحاظ شود. همچنین بانک‌ها و مؤسسات بانکی دارای مجوز از بانک مرکزی ملزم به پذیرش ضمانت‌نامه‌های صادره توسط این صندوق‌ها شوند.

- به منظور تسهیل سرمایه‌گذاری مشارکتی بلندمدت (چند ساله) این صندوق‌ها با بخش دولتی، عنوان صندوق‌های غیردولتی پژوهش و فناوری در ماده (۷) قانون تنظیم بخشی از مقررات مالی دولت (مصوب ۱۳۸۱) تصریح شود.

- نظر به اینکه صندوق‌های پژوهش و فناوری غیردولتی خدماتی از جنس خدمات بانکی و اعتباری ارائه می‌کنند و در اغلب کشورهای دنیا فعالیت‌هایی از این دست از مالیات بر ارزش‌افزوده



معافند، پیشنهاد می‌شود عنوان صندوق‌های غیردولتی پژوهش و فناوری در سرفصل معافیت از مالیات ارزش افزوده و در بخش مربوط به فعالیت‌های بانکی و اعتباری ذکر شود.

- طبق آیین‌نامه اجرایی ماده (۴۴) قانون رفع موانع تولید رقابت‌پذیر و ارتقای نظام مالی کشور، رئیس هیئت عامل صندوق نوآوری و شکوفایی به‌عنوان دبیر کارگروه اعطای مجوز، راهبری و نظارت بر فعالیت صندوق‌های پژوهش و فناوری، منصوب شده است. این اقدام اگرچه ایفای نقش صندوق‌های پژوهش و فناوری غیردولتی به‌عنوان کارگزاران صندوق نوآوری و شکوفایی را تسهیل می‌کند، اما یکسان بودن نهاد مجوزدهی و راهبری با نهاد نظارت با اصول بنیادین سیاستگذاری در تضاد است. لذا بازنگری در آیین‌نامه مصوب هیئت وزیران و انتخاب نهاد دیگری (نظیر شورای عالی عتف یا وزارت علوم) برای نظارت بر فعالیت صندوق‌های فوق می‌تواند به اثربخشی بهتر سیاست کمک کند.

منابع و مأخذ

۱. قاضی‌نوری، سروش و آلفرد، سرکیسیانی و پریسا، علیزاده. دولت و کارآفرینی تکنولوژیک: مقدمه‌ای بر سیاست‌های حمایت از شرکت‌های تازه‌تأسیس تکنولوژی محور، مرکز آموزش و تحقیقات صنعتی ایران، تهران، ۱۳۸۸.
۲. قانون تنظیم بخشی از مقررات مالی دولت، مجلس شورای اسلامی، مصوب ۱۳۸۱.
۳. قانون توسعه نهادها و ابزارهای مالی جدید به‌منظور تسهیل اجرای سیاست‌های کلی اصل چهارم و چهارم قانون اساسی، مجلس شورای اسلامی، مصوب ۱۳۸۸.
۴. قانون رفع موانع تولید رقابت‌پذیر و ارتقای نظام مالی کشور، مجلس شورای اسلامی، مصوب ۱۳۹۴.
۵. قوانین برنامه سوم، چهارم و پنجم توسعه.
۶. قوانین بودجه سال‌های ۱۳۸۳ و ۱۳۸۴.
۷. مصطفوی، محمد. طرح پژوهشی «بررسی صنعت سرمایه‌گذاری خطرپذیر در ایران و آسیب‌شناسی و راهکارهای تعامل معاونت علمی و فناوری ریاست‌جمهوری با فعالان این صنعت»، معاونت علمی و فناوری ریاست‌جمهوری، ۱۳۹۰.
۸. آیین‌نامه اجرایی ماده (۴۴) قانون رفع موانع تولید رقابت‌پذیر و ارتقای نظام مالی کشور، مصوب هیئت وزیران.



شماره مسلسل: ۱۴۴۰۶

مرکز پژوهش‌ها
مجلس شورای اسلامی

شناسنامه گزارش

عنوان گزارش: بررسی چالش‌ها و ظرفیت‌های قانونی توسعه صنعت سرمایه‌گذاری خطرپذیر (با تمرکز بر صندوق‌های پژوهش و فناوری غیردولتی)

نام دفتر: مطالعات ارتباطات و فناوری‌های نوین (گروه فناوری‌های نو)

تهیه و تدوین: پریسا علیزاده

ناظر علمی: مهدی فقیهی

منتقاضی: محمدرضا پورابراهیمی (کمیسیون اقتصادی)

ویراستار ادبی: قاسم میرخانی

واژه‌های کلیدی:

۱. سرمایه‌گذاری خطرپذیر

۲. صندوق‌های پژوهش و فناوری غیردولتی

۳. قانون



تاریخ انتشار: ۱۳۹۴/۶/۲