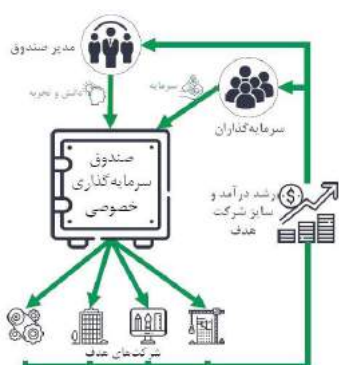


سرمایه‌گذاری خصوصی^۱ در تجربه ایران^۲

مریم رمضانیان

سرمایه‌گذاری خصوصی نهادی است که سرمایه‌گذاران منابع را در آن قرار می‌دهند؛ مدیریت صندوق از سرمایه‌گذاران جدا است و مدیر صندوق منابع را به سرمایه‌گذاری در شرکت‌های سهامی خاص یا شرکت‌های خارج از بورس تخصیص می‌دهد. شاید کلمه «سهامی‌های خاص» ترجمه مناسب‌تری برای private equity باشد، اما در دستورالعمل‌های سازمان بورس این نوع صندوق‌ها، «صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی» نام‌گذاری شده است، من هم از همین اصطلاح استفاده می‌کنم.



یکی از تدابیری که در دنیا هم تجربه شده وجود ساختار شریک مدیریتی^۳ و شریک با مسئولیت محدود^۴ است که سهامداران را از مدیریت جدا می‌کند. البته خود شرکای مدیریتی هم در صندوق مبالغ کمی سرمایه‌گذاری می‌کنند، بدون آن‌که سهام اکثریت داشته باشند، اما عمده تصمیمات را اتخاذ می‌کنند. این موردی بود که در قانون تجارت کشور ما وجود نداشت و هر کس در هر شرکتی بیشترین منابع مالی را می‌گذاشت، بیشترین حق رأی و اعضای هیأت‌مدیره را داشت؛ در نتیجه مدیریت هم به نوعی دست او بود. در دستورالعمل سازمان بورس در مورد صندوق‌های خصوصی سعی شده تا حد زیادی جدایی مدیریت از سرمایه‌گذاران انجام شود.

استراتژی‌های سرمایه‌گذاری در صندوق سرمایه‌گذاری خصوصی

در این بخش، عمده استراتژی‌های سرمایه‌گذاری عرضه می‌شود تا نشان دهم بر اساس دستورالعمل سازمان بورس، از میان انواع مختلف، نوع ایرانی بیشتر به کدام استراتژی شباهت دارد.

۱. سرمایه‌گذاری جسورانه^۵: این نوع سرمایه‌گذاری بیشتر در حوزه سرمایه‌پرخطر یا venture capital قرار دارد و در ایران هم دستورالعمل صندوق‌های جسورانه تصویب شده است؛ در این صندوق‌ها بانیان عموماً سهام اقلیت برمی‌دارند. عمدتاً این سرمایه‌گذاری در استارت‌آپ‌ها^۶ و شرکت‌های دانش‌بنیان^۷ انجام می‌شود که در مراحل اولیه عمر خود هستند. این نوع سرمایه‌گذاری در ایران نیز وجود دارد و چندین مدل VCها در بورس حضور داشته و فعالیت می‌کنند. شاید تا به حال تجربه بسیار موفقی از این نوع سرمایه‌گذاری به دست نیامده باشد، چراکه سازمان بورس کف سرمایه را برای این صندوق‌ها ۱۰ میلیارد تومان در نظر گرفته است و عموماً سرمایه‌گذاری در شرکت‌های کوچک انجام شده است. در برخی موارد خوب عمل شده و در برخی خروجی موفقی نداشته است.

۱. private equity

۲. این متن از نوار صوتی سخنران در جلسه دهم درس «مباحث منتخب مالی» دانشکده مدیریت و اقتصاد دانشگاه شریف در روز ۱۱ آذر ۱۳۹۹ استخراج شده است. متن نوشتاری از نظر محتوایی هیچ تفاوتی با ارائه سخنران ندارد، و اندک جمله‌های ویرایش شده به تأیید ایشان رسیده است. متن نوشتاری اولیه را پارسا پورقاسم تهیه کرده است.

۳. general partner

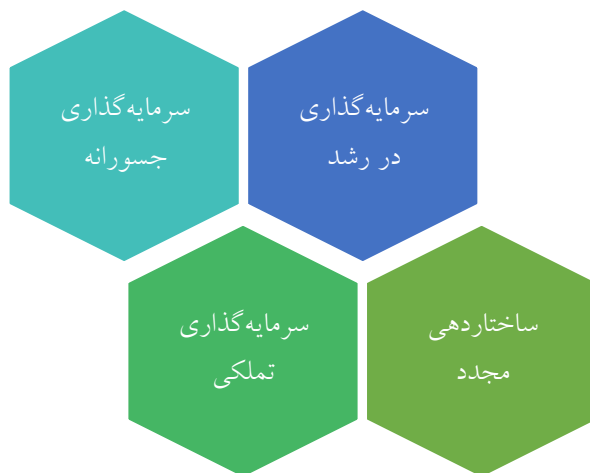
۴. limited partner

۵. venture capital

۶. startup

۷. knowledge base

۲. سرمایه‌گذاری در رشد^۸: این نوع سرمایه‌گذاری در هیچ یک از دستورالعمل‌های سازمان بورس دیده نشده است؛ یعنی این نوع سرمایه‌گذاری که بخواهید از یک تیم قوی حمایت کنید، در یک شرکت بالغ سهام اقلیت بردارید، و کمک بکنید که شرکت رشد کند و تزریق سرمایه انجام دهید، در ایران فعلاً دستورالعمل ندارد.
۳. سرمایه‌گذاری تملکی^۹: در دستورالعملی که سازمان برای صندوق‌های خصوصی تصویب کرده است، بیشتر سرمایه‌گذاری تملکی تشویق شده و توسعه داده شده است. در این نوع سرمایه‌گذاری معمولاً از اهرم مالی استفاده می‌شود، و نوعی خرید اهرمی^{۱۰} سایر شرکت‌ها رخ می‌دهد.
۴. ساختاردهی مجدد^{۱۱}: بحث ساختاردهی مجدد در ایران کمتر اتفاق می‌افتد؛ دلیل آن در ادامه بیشتر توضیح داده خواهد شد.



شکل ۱. استراتژی‌های سرمایه‌گذاری صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی



همان‌طور که گفته شد، عمده فعالیت صندوق‌های جسورانه در استارت‌آپ‌ها است که معمولاً تأمین مالی مرحله‌ای دارند و روز اول کل پول را به شرکت تزریق نمی‌کنند. عموماً یک سری شاخص کلیدی عملکرد^{۱۲} (اهداف) برای شرکت هدف تعریف می‌شود و با تحقق آن اهداف، تزریق منابع به صورت مرحله‌ای انجام می‌شود. با این کار ریسک صندوق کاهش می‌یابد. این نوع سرمایه‌گذاری به تناسب بقیه استراتژی‌ها ریسک بالاتری دارد.

سرمایه‌گذاری‌های رشدی شاید در قالب سرمایه‌گذاری‌های جسورانه اتفاق بیفتد، ولی عموماً شرکت‌های بالغ هدف قرار نمی‌گیرند و شرکت‌هایی که در مراحل اولیه رشد خود هستند، مورد نظر است.

در دستورالعمل صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی سازمان، به‌وضوح آورده شده که صندوق‌ها باید نفوذ و کنترل قابل‌ملاحظه در شرکت‌های هدف داشته باشند؛ از این رو صندوق‌های ایرانی عملاً باید استراتژی تملکی داشته باشند. اگر بخواهند از اهرم برای تملک استفاده کنند، این کار بیشتر از آن‌که در قالب صندوق‌ها عملی باشد، در قالب شرکت‌ها شدنی است. البته گرفتن تسهیلات هم در اساسنامه صندوق دیده شده است.

⁸. growth capital

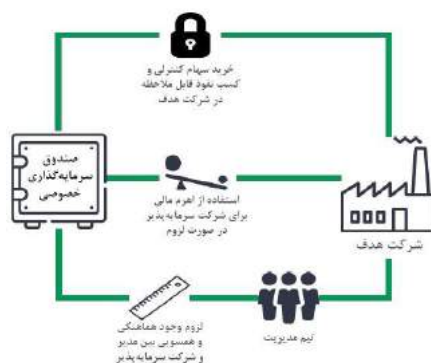
⁹. acquisition investment

¹⁰. leverage buy-out

¹¹. restructuring distressed assets

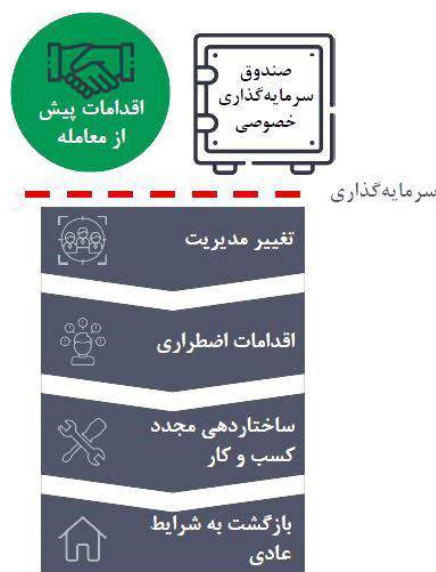
¹². Key Performance Indicator (KPI)

استراتژی ساختاردهی مجدد بیشتر در مورد شرکت‌هایی انجام می‌شود که اوضاع خوبی ندارند، در مراحل ورشکستگی هستند و یا مشکلات بزرگ حقوقی و کارگری دارند؛ از این رو کل ساختار شرکت باید تغییر کند. تا زمانی که خرید اکثریت سهام شرکت سرمایه‌پذیر رعایت شود، از نظر دستورالعمل‌های سازمان، ظاهراً معنی برای استفاده از این استراتژی وجود ندارد. ولی با توجه به پیچیدگی‌های عملیاتی این استراتژی (حل مسائل حقوقی، کارگری و ...) ممکن است این استراتژی سرمایه‌گذاری در طول عمری که برای صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی در نظر گرفته شده، قابل استفاده نباشد.



زمان‌بندی عملیاتی صندوق سرمایه‌گذاری خصوصی

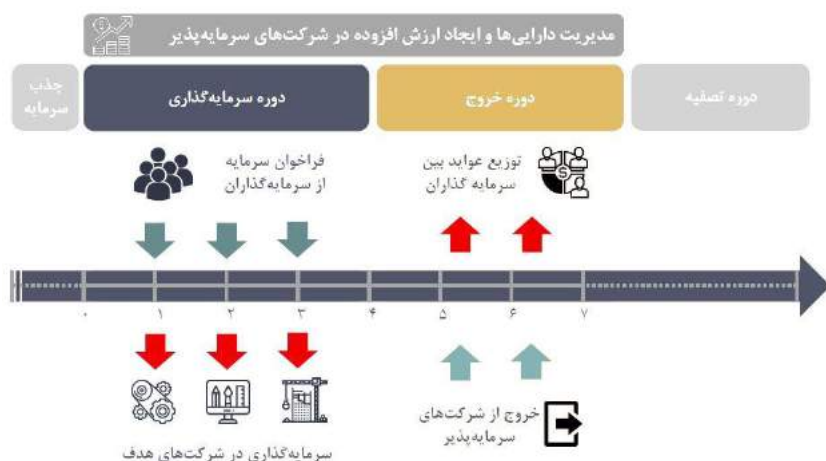
اکثر این صندوق‌ها قبل از آن که بخواهند فعالیت خود را آغاز کنند، دوره-ای برای جذب سرمایه دارند. همان‌طور که اشاره شد، این صندوق‌ها برای سرمایه‌گذاران خرد طراحی نشده و سرمایه‌گذاری در این صندوق‌ها آنان مناسب نیست. سرمایه‌گذاران خرد جامعه مورد هدف این صندوق‌ها نیستند و حضورشان به صندوق هیچ کمکی نمی‌کند. همه‌جای دنیا هم به این شکل است. این صندوق‌ها مناسب سرمایه‌گذاران پیچیده‌تر^{۱۳} و سرمایه‌گذاران واجد شرایط^{۱۴} است؛ سرمایه‌گذارانی که منابع مالی زیادی دارند و می‌خواهند بخشی از سرمایه خود را به این صندوق‌ها اختصاص دهند؛ به دنبال آن نیستند که زندگی خودشان را بفروشند و در این صندوق‌ها سرمایه‌گذاری کنند. این نوع سرمایه‌گذاران با ماهیت بلندمدت و ریسک بالای صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی آشنا هستند.



در ایران هم کاری که خود ما برای صندوق انجام دادیم به همین شکل بود. قبل از راه‌اندازی صندوق، مذاکراتمان را شروع کردیم و به نوعی ثبت سفارش^{۱۵} انجام دادیم. در واقع با سرمایه‌گذارانی که علاقه‌مند به سرمایه‌گذاری بودند، با برگزاری جلسات خصوصی و در قالب رویدادها، مذاکرات مشخص انجام شد. بر اساس بسیاری از دستورالعمل‌ها و استانداردهای بین‌المللی، شما نمی‌توانید برای صندوق سرمایه‌گذاری خصوصی در تلویزیون تبلیغ کنید، و از این طریق سرمایه‌گذاران خرد جمع کنید. معمولاً جلسات مربوط به جذب سرمایه به صورت انفرادی و حضوری اتفاق می‌افتد. ما هم تلاش کردیم همین روند را در کشور دنبال کنیم و البته کار زمانبری است.

¹³. sophisticated investors
¹⁴. qualified investors
¹⁵. book building

از دلایل دیگری که قبل از راه‌اندازی صندوق به دنبال جذب سرمایه‌گذار هستیم این بود که این صندوق‌ها به صورت صندوق سرمایه‌گذاری با سرمایه ثابت^{۱۶} هستند. در واقع، اگر در روز پذیرهنویسی، برابر مبلغی که برای صندوق از سازمان مجوز گرفته‌اید، نتوانید جذب سرمایه کنید، مجوز صندوق ابطال خواهد شد و منابع سرمایه‌گذاران بازگردانده می‌شود. بنابراین، نمی‌توان روی پذیرهنویسی عام خیلی حساب باز کرد، چراکه برای مثال اگر سرمایه صندوق ۱۰۰ واحد تعریف شده باشد و شما در روز پذیرهنویسی ۹۵ واحد سرمایه جذب کنید، صندوق ابطال خواهد شد. قبل از راه‌اندازی صندوق باید مذاکرات انجام شود و سرمایه بسته شود.



سال‌های اول فعالیت صندوق موضوع مطرح سرمایه‌گذاری است. البته ساختار این صندوق‌ها تعهدی^{۱۷} است، یعنی نیازی نیست که در روز اول پذیرهنویسی، سرمایه‌گذاران کل پول را تزریق کنند؛ کافی است بخشی از سرمایه تعهدی به حساب صندوق واریز شود. در دستورالعمل‌های ایران این میزان ۳۵ درصد است، یعنی ۳۵ درصد از کل سرمایه در روز اول به حساب صندوق واریز می‌شود. مدیر صندوق فرصت خواهد داشت تا در آینده فرصت‌های سرمایه‌گذاری را شناسایی کند، آنها را به کمیته سرمایه‌گذاری صندوق پیشنهاد دهد، و در صورت موافقت و نهایی شدن تمام موارد، مجدداً فراخوان سرمایه^{۱۸} بدهد. برای مثال، به سرمایه‌گذاران اعلام کند که ۱۰ درصد دیگر از میزان سرمایه‌ای را که تعهد کرده‌اند، به حساب صندوق واریز کنند. دوره سرمایه‌گذاری در دنیا بین ۲ تا ۳ سال است؛ این دوره در دستورالعمل‌های سازمان بورس حداکثر ۴ سال در نظر گرفته شده است؛ یعنی حداکثر در ۴ سال اول فعالیت صندوق، فراخوان سرمایه از سرمایه‌گذاران ممکن است و این وجوه را می‌توان در شرکت‌های هدف سرمایه‌گذاری کرد.

از روزی که سرمایه‌گذاری در شرکت هدف انجام می‌شود بحث مدیریت، بهبود ساختارها و کمک به سودآوری آن شرکت در دستور کار قرار می‌گیرد و این تا زمانی که صندوق بخواهد از این شرکت خارج شده و سهامش را بفروشد، ادامه می‌یابد. عمر این صندوق‌ها در ایران ۷ سال در نظر گرفته شده است. البته اگر صندوق نتواند در طی این دوره از شرکت هدف خارج شود، می‌تواند تا یک یا دو سال دیگر این دوره را افزایش داد. عمر صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی در دنیا بین ۱۰ تا ۱۲ سال است. این دوره در ایران ۷ ساله در نظر گرفته شده است، و سال آخر برای امور مربوط به تصفیه در نظر گرفته شده است؛ در این سال کل دارایی‌ها باید به فروش برسد و کل منابع (اصل و سود) به سرمایه‌گذاران بازگردانده شود.

ساختار صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی در ایران

¹⁶. closed end funds

¹⁷. commitment based

¹⁸. cash call

انواع سهامداران

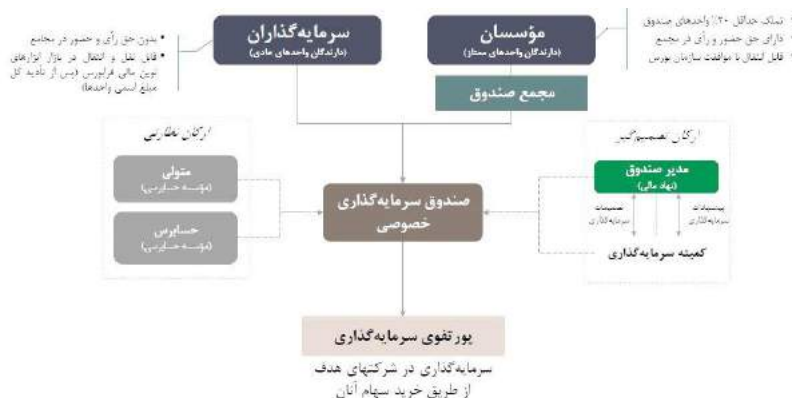
ساختاری که برای این صندوق‌ها تعریف شده به این گونه است که دو گروه سهامدار برای این صندوق‌ها مشخص شده است. یک گروه مؤسسان هستند که واحدهای سرمایه‌گذاری ممتاز خواهند داشت؛ گروه دیگر سرمایه‌گذاران عادی یا «سایر سرمایه‌گذاران» هستند که واحدهای سرمایه‌گذاری عادی خواهند داشت. تفاوت واحدهای عادی و ممتاز عمدتاً در این است که دارندگان واحدهای ممتاز حق رأی دارند و مجمع صندوق را تشکیل می‌دهند، در حالی که دارندگان واحدهای عادی حق رأی ندارند و فقط سرمایه تزریق می‌کنند. سازمان بورس بازار ثانویه برای واحدهای عادی در نظر گرفته است؛ دارندگان واحدهای عادی می‌توانند در بازار ثانویه واحدهای خود را به فروش برسانند. خروج دارندگان واحدهای ممتاز آسان نیست و باید به تأیید سازمان بورس برسد. مؤسسان کسانی هستند که در دنیا با عنوان «سرمایه‌گذاران قابل اتکا»^{۱۹} آنان را می‌شناسند، و حقوق خاصی برایشان در نظر گرفته شده است. دستورالعمل مورد استفاده در ایران هم از همان دستورالعمل‌های خارجی الگوبرداری شده است؛ سعی کرده‌اند با این ترکیب، حضور سهامداران ممتاز در نظارت بر صندوق‌ها را امکان‌پذیر کنند. حداقل ۳۰ درصد واحدهای صندوق‌های خصوصی در ایران ممتاز است و ۷۰ درصد واحدها عادی است و مؤسسان باید حداقل سه شخص حقیقی یا حقوقی باشند.

ارکان صندوق

ارکان صندوق را می‌توان به دو گروه تقسیم کرد: تصمیم‌گیر و نظارتی. اصلی‌ترین عضو رکن تصمیم‌گیر مدیر صندوق است. مدیر صندوق باید نهاد مالی دارای مجوز از سازمان بورس باشد. در متن اولیه دستورالعمل به این ضرورت اشاره نشده بود؛ کافی بود مدیر تجربه این کار را داشته باشد و صلاحیتش را سازمان تأیید کند. ولی به دلیل نگرانی سازمان بورس در مورد نهادها و ابزارهای جدید، برای حفظ نظارت جدی بر صندوق‌های خصوصی، این مقررات تغییر یافت. همچنین نمی‌توان مدیر را از تمام نهادهای فعال زیر نظر سازمان بورس انتخاب کرد؛ صرفاً شرکت‌های تأمین سرمایه، هلدینگ‌ها، سبدگردان‌ها و مشاوران سرمایه‌گذاری می‌توانند مدیر این صندوق‌ها باشند. به دلیل مقرراتی که از سوی دیگر بانک مرکزی وضع کرده است، در حال حاضر تأمین سرمایه‌های بانکی هم نمی‌توانند به‌عنوان مدیر این صندوق‌ها انتخاب شوند.

کمیته سرمایه‌گذاری

مدیر صندوق وظیفه دارد یک کمیته سرمایه‌گذاری^{۲۰} تشکیل دهد؛ این کمیته متشکل از اشخاص صاحب‌نظر در بحث سرمایه‌گذاری و صنعتی است که صندوق قصد سرمایه‌گذاری در آن را دارد. مسئولیت تمام تصمیمات سرمایه‌گذاری بر دوش این کمیته است. البته اگر از این کمیته خطایی سرزند، مدیر صندوق هم باید پاسخ‌گو باشد.



¹⁹. anchor investor

²⁰. investment committee

اعضای نظارتی

اعضای نظارتی متولی و حسابرس هستند. اگر مدیر صندوق بخواهد از حساب صندوق هر چکی بکشد، متولی باید آن را تأیید کند. حسابرس هم به صورت ۶ ماهه و سالانه صورت‌های مالی صندوق را مورد بررسی قرار می‌دهد و از تطابق آنها با استانداردهای حسابداری اطمینان حاصل می‌کند. هر دوی این دو عضو نظارت از مؤسسات حسابرسی انتخاب می‌شوند. قبلاً متولی‌ها می‌توانستند نهادهای مالی مثلاً شرکت‌های مشاوره سرمایه‌گذاری هم باشند، اما به دلیل درگیری اکثر آنها در صندوق‌های مختلف، و امکان بروز تعارض منافع با فعالیت صندوق، سازمان بورس اکثر نهادهای مالی را به‌عنوان متولی قبول نمی‌کند.

صندوق خود به‌عنوان شخصیت حقوقی مستقل ثبت می‌شود و از سازمان مجوز فعالیت می‌گیرد و با این مجوز می‌تواند در شرکت‌های سرمایه‌پذیر سرمایه‌گذاری کند. از روز اولی که درخواست مجوز برای راه‌اندازی صندوق داده می‌شود، مؤسسان صندوق باید مشخص باشند. خلاصه این که ۳۰ درصد سرمایه باید تأمین شده باشد، مؤسسان مشخص شده باشند و سازمان صلاحیت آنان را تأیید کند و این‌ها باید حداقل سه شخص حقیقی یا حقوقی باشند.

واحدهای عادی بازار ثانویه‌ای دارند و برای این که سرمایه‌گذاران خرد نتوانند آن واحدها را بخرند، کف سرمایه‌گذاری برابر ۱۰۰ میلیون تومان (۱۰۰۰ واحد ۱ میلیون ریالی) تعریف شده است تا هر کس نتواند در صندوق‌های خصوصی مشارکت کند. کف سرمایه‌گذاری قابل افزایش است؛ مثلاً ما برای صندوق خودمان این کف را بالاتر بردیم. این صندوق‌ها در بازار ابزارهای نوین مالی فرابورس پذیره‌نویسی می‌شوند و واحدهای آن قابل معامله است.

قیمت‌گذاری واحدها در زمان معاملات ثانویه

برای صندوق‌های خصوصی مشابه صندوق‌های دیگر خالص ارزش روز دارایی‌ها^{۲۱} محاسبه می‌شود؛ با این تفاوت که این رقم بر اساس ارزش دفتری^{۲۲} شناسایی می‌شود، چراکه شرکت‌های سهامی خاص و شرکت‌های خصوصی که صندوق روی آنها سرمایه‌گذاری کرده، قیمت روزانه روی تابلوی بورس ندارند. ارزش‌گذاری سهام این شرکت‌ها تا زمانی که معامله نشوند قابل اتکا نیستند و نهاد ثالثی باید به ارزش‌گذاری این شرکت‌ها اقدام کند. فعلاً سازمان بورس اعلام کرده که خالص ارزش روز دارایی (بهای تمام شده) باید بر اساس قیمت خریداری شرکت منتشر شود، ولی در معاملات ثانویه واحدها بر اساس برداشت و تحلیل بازار از عملکرد این شرکت‌ها و عرضه و تقاضا قیمت‌گذاری می‌شوند. برای مثال، زمانی که شما شرکتی با برند معروف را خریداری می‌کنید، برداشت سرمایه‌گذاران این است که این شرکت رشد خوبی خواهد داشت. سهام‌داران عادی در زمان توزیع عواید و اصل سرمایه نسبت به مؤسسان اولویت دارند و در نتیجه ریسک اصلی را مؤسسان می‌پذیرند.

سید دارایی‌های صندوق سرمایه‌گذاری خصوصی

گفته شد که پرداخت در این صندوق‌ها تعهدی است. ۳۵ درصد از کل سرمایه زمان پذیره‌نویسی و ۶۵ درصد مطابق فراخوان مدیر انجام خواهد شد. حداکثر یک سوم از سرمایه صندوق را می‌توان در یک شرکت سرمایه‌گذاری کرد؛ با این کار صندوق سبیدی از دارایی‌ها تشکیل می‌دهد و توزیع ریسک انجام می‌شود. رویکرد سرمایه‌گذاری کنترلی است و حداقل باید نفوذ مؤثر در هیأت‌مدیره آن شرکت وجود داشته باشد. دلیل این موضوع هم تا حدودی مشخص است؛ حقوق سهامداران اقلیت در ایران خیلی تعریف شده نیست و در بسیاری از اوقات، سهامداران اقلیت نتوانسته‌اند ایده‌هایشان را در شرکت پیاده‌سازی کنند. به‌علاوه، این امکان وجود دارد که صندوق زمان خروج نتواند سهام خود را به فروش برساند، چراکه سهام اقلیت برای بسیاری از سهامداران استراتژیک جذابیت ندارد و به‌طور کلی صندوق در شرکت هدف گیر می‌افتد.

²¹. net asset value (NAV)

²². book value

صندوق با منابعی که در دست دارد صرفاً می‌تواند در شرکت‌های خارج از بورس سرمایه‌گذاری کند. اگر پولی در حساب صندوق باقی بماند، فقط می‌تواند آن را در بانک سپرده‌گذاری یا در اوراق درآمد ثابت سرمایه‌گذاری کند. صندوق نمی‌تواند منابع را دریافت و با آن به خرید سهام بورسی اقدام کند. به‌علاوه، تا زمانی که ۷۵ درصد منابع جذب‌شده از سرمایه‌گذاران، صرف سرمایه‌گذاری نشود، امکان فراخوان سرمایه جدید وجود نخواهد داشت. این ساختار فراخوان سرمایه این حُسن را دارد که منابع بدون استفاده در صندوق باقی نمی‌ماند؛ خواب سرمایه بالا نمی‌رود؛ و بازدهی کل صندوق کاهش نمی‌یابد. در واقع برای شناسایی سریع‌تر شرکت‌های هدف، مدیر عملاً تا زمانی که پول قبلی را مصرف نکرده، نمی‌تواند درخواست سرمایه جدید کند.

مجمع صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی



همان‌طور که گفته شد، مؤسسان یا دارندگان واحدهای ممتاز مجمع صندوق را تشکیل می‌دهند. تعیین و تغییر مدیر صندوق، تأیید ترکیب اعضای کمیته سرمایه‌گذاری، تعیین و تغییر متولی و نصب و عزل حسابرس جزو وظایف مجمع است. اگر هر یک از این ارکان وظایف خود را به‌درستی انجام ندادند، مجمع صندوق می‌تواند آنها را تغییر دهد. البته تغییر مدیر صندوق در ایران کار ساده‌ای نیست، همان‌طور که در قوانین بسیاری از کشورها هم تغییر

شریک مدیریتی کار ساده‌ای نیست. اصل بر این است که سرمایه‌گذاران اصلی باید در تصمیم‌گیری‌ها نقش داشته باشند. مجمع فقط زمانی می‌تواند مدیر صندوق را تغییر دهد که مدیر عمداً خطایی مرتکب شود یا در شرایط خیلی خاص با دوسوم آرا می‌تواند مدیر را تغییر دهد.

اعضای کمیته را مدیر معرفی می‌کند و مجمع باید آن را تأیید کند؛ یعنی مجمع به‌نوعی غیرمستقیم دخالت و نظارت در تصمیمات سرمایه‌گذاری دارد. کمیته سرمایه‌گذاری حداقل باید سه عضو داشته باشد و تمامی تصمیمات صندوق را کمیته اتخاذ می‌کند. متولی نیز بر عملیات صندوق نظارت می‌کند و در واقع به نوعی چشم سرمایه‌گذاران عادی در صندوق است. متولی نظارت می‌کند که عملکرد مدیر بر مبنای اساسنامه باشد و نحوه مصرف منابع را زیر نظر دارد.

سوالات سرمایه‌گذاران و شرکت‌های سرمایه‌پذیر دربارهٔ صندوق

صندوق سرمایه‌گذاری خصوصی نهادی جدید در کشور است و جذب سرمایه‌گذار برای آن کار راحتی نیست. سرمایه‌گذاران خصوصی اطلاعات بسیار کمی از این صندوق‌ها دارند و نمی‌دانند که ساختار آن به چه شکل است و سرمایه‌گذاری بلندمدت صورت می‌گیرد.

سرمایه‌پذیرها هم سوالات بسیاری دربارهٔ این صندوق‌ها دارند. برای شرکت‌های سرمایه‌پذیر، سرمایه‌گذاری مالی خیلی تعریف شده نیست. عموماً سؤالاتی در رابطه با نحوه خارج شدن صندوق‌های سرمایه‌گذاری از شرکت‌ها دارند؛ پیرامون نحوه خروج صندوق از شرکت ابهام دارند. مدیران شرکت از بابت این که پس از خروج صندوق چه کسی قرار است وارد شرکت شود، بیم دارند. همهٔ اینها ضروری می‌کند سعی کنیم این سؤالات در مورد صندوق‌ها را درست جمع‌بندی کرده و پاسخ دهیم. بخشی از این ابهامات از این‌جا ناشی می‌شود که تا به حال این صندوق‌ها در ایران عملکرد نداشته‌اند، و نمی‌توان بر اساس مستندات در مورد آنها به سرمایه‌گذاران توضیح داد. به همین دلیل، مجبور می‌شویم از آمار بین‌المللی استفاده کنیم. باور ما بر

این است که صندوق سرمایه‌گذاری خصوصی نهاد مناسبی است که در ایران هم زمینه‌ج‌دی دارد، و در بازار سرمایه شایع خواهد شد. اگر نمونه موفق‌ی راه بیفتد، مطمئناً کار بقیه صندوق‌ها خیلی آسان‌تر پیش خواهد رفت.

فرصت‌ها از دید سرمایه‌گذاران

- دسترسی به فرصت‌های دست اول سرمایه‌گذاری: در حال حاضر سرمایه‌گذاران بازار سرمایه ایران به بخش خصوصی دسترسی ندارند؛ بخشی که سهم بزرگی در اقتصاد ایران دارد. بسیاری از شرکت‌های بزرگ و برندهایی که مردم می‌شناسند در بازار سرمایه نیستند و تمایلی هم به حضور در این بازار ندارند. صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی به سرمایه‌گذاران دسترسی می‌دهد تا بتوانند به آن بخش از اقتصاد هم دسترسی داشته باشند.
- از این طریق سرمایه‌گذاران خصوصی در کنار گروهی مدیر حرفه‌ای قرار می‌گیرند که دائماً در حال رصد فرصت‌های سرمایه‌گذاری هستند. خیلی از شرکت‌ها به چنین تخصص‌هایی دسترسی ندارند.
- شفافیت مالی: متأسفانه بخش خصوصی ما شفافیت مالی خوبی ندارد. شرکت‌های خانوادگی و خصوصی، به‌خصوص شرکت‌های کوچک و متوسط کشور، گاهی حتی خود کاملاً خبر ندارند که از نظر مالی چه اتفاقی در داخل شرکت رخ می‌دهد. این صندوق‌ها به شرکت‌ها کمک می‌کنند تا شفافیت مالی را به‌دست آورند و ساختار حاکمیت شرکتی^{۲۳} را در آنها پیاده‌سازی کنند. شاید این مزیت بیشتر مربوط به شرکت‌های سرمایه‌پذیر باشد. عملاً صندوق‌ها پل ارتباطی‌ای هستند که می‌توانند شرکت‌ها را برای پذیرش در بورس آماده کنند.
- دستیابی به بازدهی بالا: معمولاً این صندوق‌ها بازدهی بالاتری نسبت به سرمایه‌گذاری‌های مشابه دیگر دارند. در ادامه نشان خواهیم داد که از نظر بازدهی در دنیا چه اتفاقی رخ داده است.
- متنوع‌سازی سبد دارایی‌ها: به‌جای این که تمام منابع را در یک طبقه دارایی^{۲۴} ببریم، آن را در میان طبقات دارایی مختلف تقسیم می‌کنیم. صندوق سرمایه‌گذاری خصوصی عملاً طبقه دارایی جدیدی است. درست است که این دارایی ریسک و بازده بالایی دارد، اما ورود آن به سبد سرمایه‌گذاری کمک خواهد کرد که ریسک مجموعه سبد کاهش یابد.
- تخصیص بهینه سرمایه نیز با ورود به این حوزه بهبود می‌یابد.

تهدیدها از دید سرمایه‌گذاران

- نقدشوندگی پایین: با این که در فرابورس برای این صندوق‌ها بازار ثانویه تعریف شده، اما این بازار عملاً بازاری فعال با نقدشوندگی بالا نیست، چراکه واحدهای این صندوق تعهدی است و کل پول پرداخت نشده است. سرمایه‌گذار جدیدی که قصد خرید این واحدها را در بازار ثانویه دارد، باید بخش تعهدی سرمایه را هم تقبل کند؛ کاری که سرمایه‌گذاری را عملاً دشوارتر می‌کند. آشنایی کم مردم با این نهاد هم باعث می‌شود همه به این بازار نیایند و نقدینگی کمتری وارد این بخش بازار شود. به‌علاوه، چون رقم کفی برای سرمایه‌گذاری تعریف شده، این خود باعث کاهش نقدشوندگی می‌شود. اگر شما قصد سرمایه‌گذاری در صندوق خصوصی را دارید، صندوقی که می‌خواهد طی چندین سال شرکت‌های هدف را رشد دهد، طبعاً باید بدانید که ماهیت این سرمایه‌گذاری بلندمدت است و قرار هم نیست نقدشوندگی بالایی داشته باشد.
- مبلغ بالای سرمایه‌گذاری برای هر فرد نیز وجه منفی دیگری باید تلقی شود.
- ریسک واحدهای صندوق نسبت به ابزارهای مالی بورسی بالاتر است.

²³. corporate governance

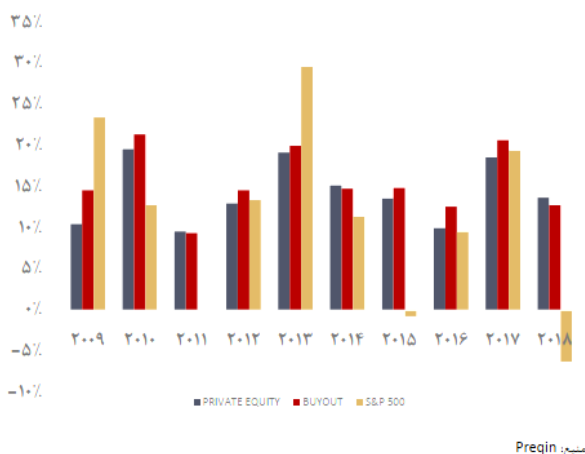
²⁴. asset class

- طولانی بودن زمان سرمایه گذاری: کسانی که وارد این نوع سرمایه گذاری می شوند، اگر بازدهی بالایی می خواهند، باید در این سرمایه گذاری بمانند. اگر بعد از مدت کوتاهی قصد خروج از سرمایه گذاری داشته باشند، عملاً بازدهی خوبی نصیبشان نخواهد شد.

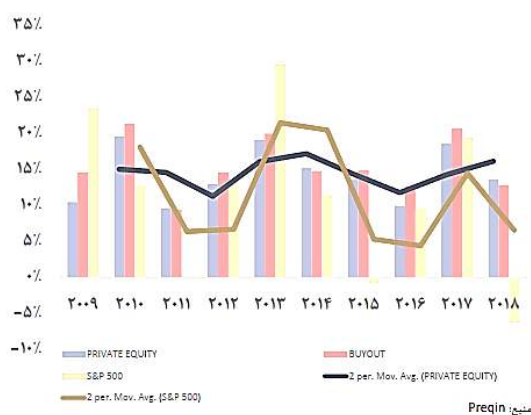
بررسی بازده صندوق های سرمایه گذاری خصوصی

در ادامه نمودارهایی جهت مقایسه بازدهی صندوق های سرمایه گذاری خصوصی امریکا با بازار بورس در آن کشور ارائه شده است. به دلیل این که استراتژی سرمایه گذاری در ایران تملکی است، بازده صندوق هایی که به صورت تملکی سرمایه گذاری کرده اند، جداگانه گزارش شده است.

همان طور که در نمودار ۱ دیده می شود، در بازه ده ساله ۲۰۰۹ تا ۲۰۱۸ (به غیر از دو سال) همیشه بازدهی صندوق های سرمایه گذاری خصوصی به ویژه با استراتژی تملکی بالاتر از شاخص بورس بوده است. این پاداشی است به سرمایه گذاران در صندوق که ضمن پذیرش ریسک بالاتر، درگیر عملیات شرکت هم می شوند و شرکای مدیریتی آن مسئولیت عملکردی دارند. در نمودار ۲ عملاً بازدهی نرمال شده سرمایه گذاری های خصوصی و شاخص بورس مقایسه می شود؛ در این نمودار از میانگین متحرک^{۲۵} استفاده شده است. نمودار نشان می دهد که نوسان بازارهای مالی خیلی بیشتر از صندوق های سرمایه گذاری خصوصی بوده است. این موضوع عدم همبستگی بازارهای مالی با صندوق های سرمایه گذاری خصوصی را نشان می دهد. بنابراین، وجود این صندوق ها در سبد سرمایه گذاری بیش از پیش اهمیت پیدا می کند.



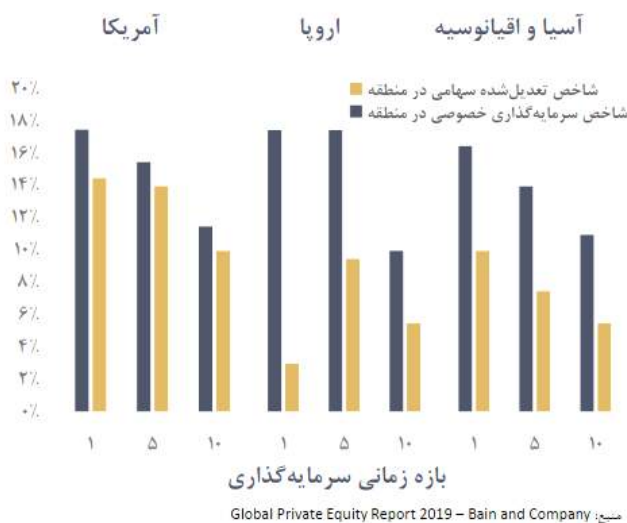
نمودار ۱. مقایسه بازدهی صندوق های سرمایه گذاری خصوصی با بازار بورس در امریکا



نمودار ۲. مقایسه بازدهی نرمال شده شاخص بورس و صندوق های سرمایه گذاری خصوصی

²⁵ . moving average

در نمودار ۳ مقایسه بازدهی صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی با شاخص بورس در کشورهای مختلف و در بازه‌های زمانی ۱، ۵ و ۱۰ ساله آورده شده است. نمودارها نشان می‌دهد که همیشه بازده سرمایه‌گذاری در صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی بالاتر از شاخص بورس بوده است.

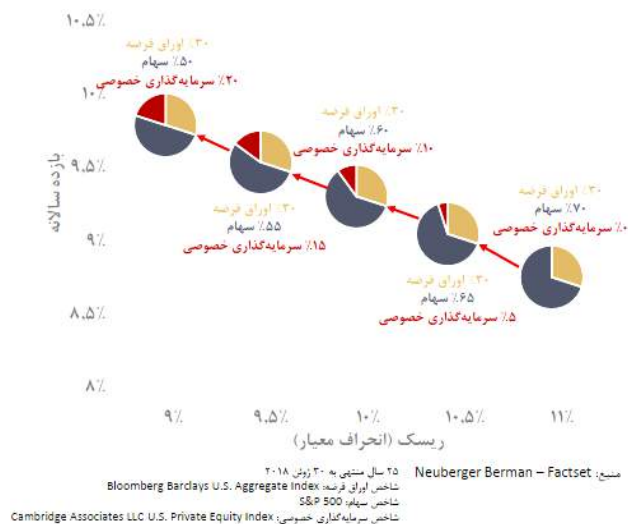


نمودار ۳. مقایسه بازدهی صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی با شاخص بورس در سه منطقه مختلف دنیا

نمودار ۴ بحث تنوع‌بخشی در سبد سرمایه‌گذاری را نشان می‌دهد. در تحقیقی که از آمار ۲۵ سال منتهی به ۳۰ ژوئن ۲۰۱۸ استفاده کرده، با ترکیب شاخص S&P 500، شاخص اوراق قرضه و شاخص صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی، سبدهای سرمایه‌گذاری تشکیل داده شده است. محور افقی ریسک و محور عمودی بازده را نشان می‌دهد. در سبد اول از سمت راست هیچ صندوق سرمایه‌گذاری خصوصی وجود ندارد؛ ۳۰ درصد سبد اوراق قرضه و ۷۰ درصد آن سهام است. این ترکیب عملاً بیشترین ریسک و کمترین بازده را داشته است. هرچه که به تدریج درصد سرمایه‌گذاری در سهام در این سبد کاهش و سرمایه‌گذاری در صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی افزایش یافته، ریسک کاهش و بازده افزایش پیدا کرده است. به طوری که در نمودار آخر با سبد ۳۰ درصد سرمایه‌گذاری در اوراق قرضه، ۲۰ درصد در صندوق سرمایه‌گذاری خصوصی و ۵۰ درصد در سهام بیشترین بازده و کمترین ریسک حاصل شده است. این موضوع نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاری خصوصی چقدر در تنوع‌بخشی سبد سرمایه‌گذاری ثمربخش است.

فرصت‌ها از دید شرکت‌های سرمایه‌پذیر

- تأمین منابع مالی: شرکت‌ها از دو راه می‌توانند تأمین مالی کنند: بدهی و سهام؛ افزایش سرمایه یا از طریق سهامداران فعلی تأمین می‌شود و یا از سرمایه‌گذاران خارج از گروه. صندوق‌های خصوصی نهادی برای تأمین مالی از خارج از گروه سرمایه‌گذاران فعلی است.
- کمک متخصصان: در همه‌جای دنیا عمر صندوق محدود است، و مدیران صندوق‌های خصوصی باید یک رشته از هدف-ها را تعیین کنند و بکوشند به آنها برسند. برخی از هلدینگ‌ها در ایران سال‌هاست که سهام شرکتی را دارند، اما در آن شرکت تغییر و تحول اساسی رخ نداده است. وقتی زمان محدودی داریم، عملکرد را باید در طی همان زمان محدود نشان دهیم؛ نظارت و گزارشگری عمومی دائماً فشار می‌آورد که از افرادی استفاده کنیم که توانایی پیاده‌سازی برنامه‌های خود را دارند. عمر و حیات مدیران صندوق در آن است که خروجی موفقی داشته باشند تا بتوانند صندوق بعدی را تأسیس کنند. این عوامل باعث می‌شود صندوق‌ها سعی کنند بهترین عملکرد را در شرکت‌های سرمایه‌پذیر داشته باشند.



نمودار ۴. بررسی صندوق سرمایه‌گذاری خصوصی به عنوان ابزاری جهت متنوع‌سازی سبد سرمایه‌گذاری

- دستیابی به بازدهی بالاتر: اگر سهامداران شرکت سرمایه‌پذیر بخواهند به حضور خود ادامه دهند، بازدهی بالاتری کسب خواهند کرد. فرض کنید ۵۱ درصد سهام شرکت را صندوق سرمایه‌گذاری خصوصی خریداری کند و سهامداران قبلی صاحب مابقی سهام شرکت باشند. فرض آن است که آنها بازدهی بالاتری در کنار صندوق سرمایه‌گذاری خصوصی خواهند داشت. کیک کوچکی داریم که کل آن کیک متعلق به خودمان است؛ فرض آن است که اگر صندوق خصوصی وارد شرکت شود، با از دست دادن کنترل شرکت، کیک بزرگ‌تری خواهیم داشت. سهم کوچک‌تر از کیک بسیار بزرگ‌تر می‌تواند از سهم کامل از یک کیک کوچک، بزرگتر باشد. این کیک آن قدر بزرگ شده که برای شرکت سرمایه‌پذیر به صرفه است. به علاوه، چون تأکید صندوق‌های خصوصی بر رشد شرکت است، عملاً با اهداف سهامداران قبلی هم‌راستا هستند.

تهدیدها از دید شرکت‌های سرمایه‌پذیر

- از دست دادن بخشی از مالکیت.
- از دست دادن بخشی از کنترل شرکت: متأسفانه روحیه سنتی کارآفرینان کشور ما طوری است که از دست دادن کنترل شرکت برایشان سخت است. ترجیح می‌دهند اگر می‌خواهند کنترل شرکت را از دست بدهند، کل شرکت را بفروشند. معنی مشارکت خیلی سخت برایشان جا می‌افتد.
- تعاریف متفاوت از ارزش: شرکت‌های چندی وجود دارند که برای سهامداران کارکردی غیر از رشد و سودآوری دارند. بنابراین، ممکن است با صندوق خصوصی اختلاف نظر به وجود آید.
- مقاومت در برابر تغییر توسط کارکنان: یک از مهم‌ترین اهدافی که صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی دارند، افزایش کارایی و بهره‌وری است؛ در جستجوی آن هستند که کجا هزینه اضافی خرج می‌شود تا آن را پیدا کرده و کاهش دهند و حاشیه سود را افزایش دهند. این نوع اصلاحات و تغییرات در شرکت‌هایی با ساختار قدیمی ممکن است با مقاومت روبه‌رو شود، به‌ویژه اگر صندوق‌ها به دنبال شرکت‌های جاافتاده‌تر و بالغ باشند.

راه‌های ایجاد ارزش در شرکت‌های سرمایه‌پذیر

به دلیل آنکه داده‌ای از بازده صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی ایرانی در قالب جدید و تحت نظر سازمان بورس وجود ندارد تا به اتکای آن استدلال کنیم، در ادامه با ادبیات ساده‌ای توضیح می‌دهیم که چگونه صندوق‌ها در شرکت‌های سرمایه‌پذیر ارزش ایجاد می‌کنند.

- تزریق دانش مدیریتی: بسیاری از شرکت‌های بخش خصوصی در تجربه ما مشکل مالی ندارند، و با مشکل مدیریتی روبه‌رو هستند. برای مثال، کسی که سهامدار است خود عضو هیأت‌مدیره و مدیرعامل است، برادرش مدیر تدارکات است، خواهرش حسابدار است، و این نوع سازماندهی به معنای وجود مشکل ساختاری و مدیریتی است.

- مشارکت فعال: صندوق‌های خصوصی شریک فعال مجموعه هستند؛ قرار نیست پول بدهند و کنار بروند.
- استفاده از مشاوران و بهبود ساختار حاکمیت شرکتی.

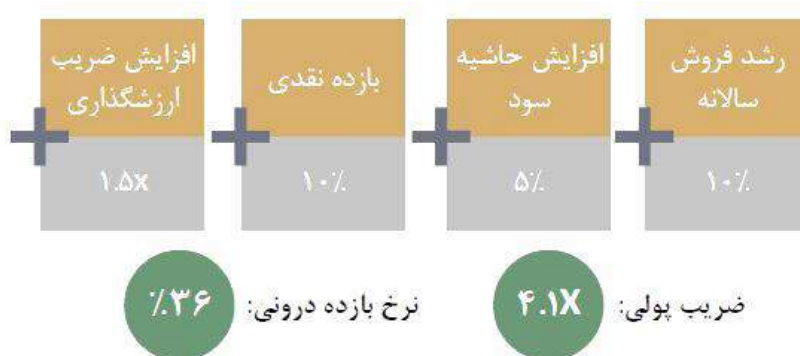
در اینجا سعی می‌کنم نشان دهم چطور می‌شود با یک رشته تغییرات جزئی، تحولات بزرگ به‌وجود آورد. فرض کنید یک صندوق سرمایه‌گذاری خصوصی شرکتی را خریداری کند و ظرف مدت ۵ سال تغییرات زیر را در آن شرکت به‌وجود آورد:

✓ ۱۰ درصد رشد در فروش سالانه: این رشد جدای از تورم است. در حال حاضر فروش بسیاری از شرکت‌ها در حال رشد است، اما این رشد به دلیل تورم بوده است. اگر به مقدار فروش نگاه کنیم، می‌بینیم که کاهش یافته است.

✓ ۵ درصد رشد حاشیه سود در ۵ سال: برای رشد در حاشیه سود باید هزینه‌ها و ساختار سرمایه را اصلاح کنیم. باید تغییر و تحولات بزرگی انجام دهیم تا بتوان حاشیه سود را سالی یک درصد افزایش داد.

✓ ۱۰ درصد بازده نقدی سالانه: این شرکت‌ها اکثراً بالغ هستند و بیشتر آنها می‌توانند جریان نقدی مثبتی در شرکت ایجاد کنند.

✓ ۱/۵ برابر افزایش ضریب ارزش‌گذاری: منظور این است که مثلاً شرکت را با P/E معادل ۱۰ خریداری کرده‌ایم و بتوانیم این شرکت را با P/E برابر ۱۵ به فروش برسانیم. در واقع هدف همین است که بتوانیم با ایجاد اصلاح در ساختارهای شرکت و آماده‌سازی آن برای ورود به بازار بورس یا فروش به یک سرمایه‌گذار استراتژیک بتوانیم شرکت را با ضریب بالاتری به فروش برسانیم.



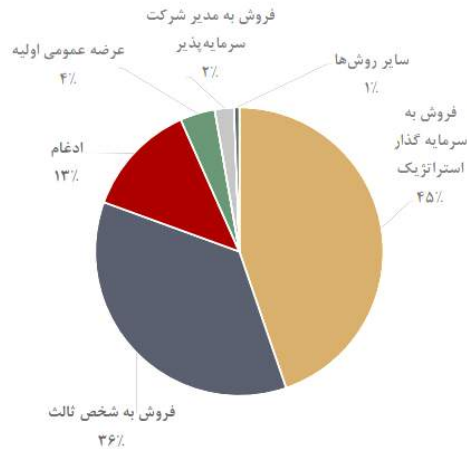
اگر بتوانیم کل این تحولات را در طول ۵ سال پیاده‌سازی کنیم، حداقل نرخ بازده داخلی ۳۶ درصدی به‌دست می‌آوریم و سرمایه را چهار برابر کرده‌ایم.

راه‌های خروج از سرمایه‌گذاری‌ها

- فروش به سرمایه‌گذاران استراتژیک
- عرضه عمومی اولیه
- فروش به شخص ثالث
- فروش به مدیر شرکت سرمایه‌پذیر: ممکن است مدیر یا سهامداران قبلی بگویند حاضریم این سهام را مجدداً از شما خریداری کنیم.

• ادغام و تملک^{۲۶}

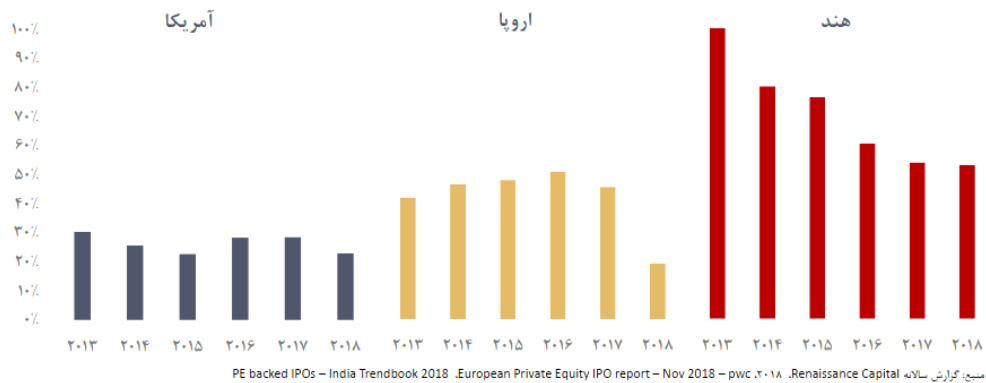
نمودار ۵ نشان می‌دهد کدام یک از راه‌های خروج بیشتر استفاده شده است. همان‌طور که می‌بینید، فروش به سرمایه‌گذار استراتژیک بیشتر از همه مورد استفاده قرار گرفته است و درصد کمی از عرضه عمومی اولیه استفاده شده است، چراکه سهامداران استراتژیک برای سهام مدیریتی حاضرند مبلغ بالاتری پرداخت کنند. از طرف دیگر برای عرضه اولیه، چیزی حدود ۱۰ تا ۲۰ درصد سهام عرضه خواهد شد و فروش سهام مدیریتی بلافاصله پس از عرضه اولیه کار سخت و زمانبری است که ممکن است تحت نوسانات بازارهای مالی قرار بگیریم.



منبع: Prequin - خروج‌های انجام شده معاملات سرمایه‌گذاری خصوصی در جهان، ۲۰۱۸

نمودار ۵. راه‌های خروج صندوق سرمایه‌گذاری خصوصی از شرکت هدف

در نمودار ۶ نسبت شرکت‌های عرضه اولیه شده از مجرای صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی به کل را مشاهده می‌کنید. در تجربه دنیا هم پس از خصوصی‌سازی شرکت‌های دولتی، فرصت به شرکت‌های درون صندوق‌های خصوصی رسیده که با عرضه اولیه به شرکت‌های عمومی بدل شوند. در ایران هم انتظار می‌رود پس از گذر از موج خصوصی‌سازی‌ها، موج بعدی را این صندوق‌ها رقم بزنند.



منبع: گزارش سالانه Renaissance Capital، ۲۰۱۸. PE backed IPOs - India Trendbook 2018. European Private Equity IPO report - Nov 2018 - pwc

نمودار ۶. نسبت شرکت‌های عرضه اولیه شده از مجرای صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی به کل عرضه‌های اولیه

در اروپا و آمریکا در صد بالایی از شرکت‌های متعلق به صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی برای عرضه اولیه آماده شده‌اند.

²⁶. merger and acquisition

سؤالها

سؤال ۱: با توجه به تورم بالای کشور، آیا بسته بودن میزان سرمایه مشکلی برای صندوق ایجاد نمی کند؟

بله، مشکل ایجاد می کند، چراکه انتظارات شرکت های سرمایه پذیر از ارزش شرکت با تورم بالا می رود و این موضوع کار را سخت می کند. راه حلی که ما برای این موضوع در نظر گرفتیم این بود که قبل از شروع فعالیت صندوق، با شرکت های هدف مذاکره کنیم تا این دوره ۴ ساله را که سازمان برای سرمایه گذاری در نظر گرفته، تا حد ممکن کوتاه تر کنیم. هرچند این نوع معاملات زمانبر است، و نیاز به مذاکرات طولانی و بحث های حقوقی و مالی دارد، با این همه ما تلاش می کنیم تا بتوانیم حداکثر ظرف ۱ یا ۲ سال این مذاکرات را جمع بندی کنیم تا سرمایه گذاری ها انجام شود، و بعد بتوانیم با استفاده از تورم، در جهت رشد فروش حرکت کنیم و بر رشد قیمت شرکت اثر بگذاریم.

اقدام دیگری که سازمان در حال طراحی است، امکان افزایش سرمایه برای این صندوق هاست که به نظرم جای کار بسیار دارد. صندوق های خارجی یک بسته شدن آغازین^{۲۷} دارند که با سرمایه گذاران اولیه صندوق بسته می شود و یک بسته شدن نهایی^{۲۸} دارند. در فاصله این دو، سرمایه گذاران جدید جذب می شوند. سرمایه گذاران اولیه تا زمان ورود سرمایه گذاران جدید، هزینه هایی مانند کارمزد مدیر، متولی، حسابرس، و هزینه هایی برای جستجوی شرکت هدف و ... متقبل می شوند. این هزینه ها باید محاسبه شود و از سرمایه گذاران جدید دریافت شود. سرمایه گذاران جدیدی که وارد صندوق شده یا در افزایش سرمایه شرکت می کنند باید مبلغ صرفی^{۲۹} پرداخت کنند. این که صرف در صندوق سرمایه گذاری شود یا میان سرمایه گذاران دیگر تقسیم شود، جای بحث دارد. به نظرم تصویب مقررات لازم برای افزایش سرمایه صندوق های خصوصی توسط سازمان بورس زمان زیادی خواهد برد، ولی بدانید که سازمان به دنبال راه حل است.

سؤال ۲: با توجه به ضعف بازار برای خرید شرکت های هدف در هنگام خروج از صندوق، آیا باید نتیجه گرفت که صندوق ها پس از ۷ سال جهت خروج از شرکت ها به مشکل برخورد خواهند خورد؟

برای حل این موضوع که بتوانیم پس از ۷ سال از شرکت سرمایه پذیر خروجی موفق داشته باشیم، باید یکی از معیارهای انتخاب شرکت هدف را همین خروج قرار دهیم. باید شرکتی را انتخاب کنیم که مطمئن هستیم می توان شرایطی برای آن مهیا کرد که آماده پذیرش در یکی از بورس ها باشد. به همین خاطر بود که در ابتدا گفتم ممکن است خارج شدن از شرکتی با مشکلات حقوقی، کارگری، زیست محیطی و ... برای ساختاردهی مجدد بسیار مشکل باشد. بنابراین، شرکت هایی را باید انتخاب کرد که مطمئن باشیم می توانیم خروجی موفق از آنها داشته باشیم. ما برنامه ریزی هایمان را برای ۵ سال انجام می دهیم و برای صندوق هایی که سرمایه گذاری های خود را از ابتدا انجام نمی دهند، ۷ سال زمان مناسبی است.

اگر در سال های آتی امکان جذب سرمایه گذاران خارجی فراهم شود، کار تسهیل می شود، چراکه صندوق های سرمایه گذاری خصوصی تمام شرایط مدنظر سرمایه گذاران خارجی مانند شفافیت و گزارشگری را برای شرکت هدف فراهم کرده اند. در بدترین سناریو هم اگر امکان خروج از شرکت هدف فراهم نشود، عمر این صندوق ها قابل افزایش است، فقط باید به مقام ناظر توضیح دهیم و توجیه کنیم که چرا قصد طولانی تر کردن عمر صندوق را داریم.

²⁷. first close

²⁸. final close

²⁹. premium

سؤال ۳: از آنجا که این صندوق‌ها در بازار ثانویه قابل معامله است، تا چه میزان صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی ملزم به افشای اطلاعات هستند؟

صورت‌های مالی صندوق‌ها و شرکت‌های انتخابی برای سرمایه‌گذاری باید افشا شود. البته صندوق ملزم نیست به افشای نام تمام شرکت‌های بررسی شده برای سرمایه‌گذاری پردازد، بلکه صرفاً باید نام شرکت‌هایی را افشا کند که تصمیم به سرمایه‌گذاری در آنها گرفته است. اطلاعات دقیق سرمایه‌گذاری اعم از میزان سرمایه‌گذاری، شرایط شرکت و ... باید افشا شود.

افشای صورت‌های مالی شرکت‌های هدف نیز به صندوق کمک خواهد کرد، چراکه این امکان را برای تحلیلگران فراهم می‌آورد که برای خرید واحدهای صندوق تصمیم بگیرند. البته این کار زمانبر است، چراکه اکثر شرکت‌های خصوصی مشکلات شفافیت مالی و گزارشگری دارند. صد روز اول فعالیت صندوق‌های سرمایه‌گذاری پس از سرمایه‌گذاری در شرکت‌ها عملاً صرف سامان دادن به همین مشکلات خواهد شد. پس، ممکن است در ابتدا این کار فرایندی زمانبر باشد، اما صندوق‌ها به افشای صورت‌های مالی تمایل دارند، چراکه این کار قیمت‌گذاری واحدهای صندوق را آسان‌تر می‌کند و به نفع سرمایه‌گذاران است.

سؤال ۴: آیا با پول مازاد صندوق می‌شود اوراق بدهی مانند اخزا خرید؟ همان‌طور که اشاره شد، با پول مازاد می‌توان اوراق درآمد ثابت خرید.

جمع‌بندی

انتظار و باور ما این است که این صندوق‌ها می‌توانند عملکرد خوبی داشته باشند. در حال حاضر بازار، بازار عرضه است: خیلی از شرکت‌ها به دنبال فروش سهامشان هستند، خیلی‌ها به دنبال تأمین مالی هستند، و حتی خیلی از نهادهای دولتی و شبه‌دولتی از جمله بانک‌ها و صندوق‌های بازنشستگی به دنبال واگذاری دارایی‌هایشان هستند. از این رو فرصت سرمایه‌گذاری در بازار زیاد است. اگر صندوقی بتواند نمونه موفقی از این نهاد را پیاده‌سازی کند، قطعاً راه برای بقیه هم باز خواهد شد.

این صندوق‌ها در مقایسه با شرکت‌های سرمایه‌گذاری مزیت‌های دیگری هم دارند: از مهم‌ترین آنها جدایی مدیریت از سرمایه‌گذاران و تعهدی بودن سرمایه‌گذاری است. یکی از نقاط ضعف انجام این فعالیت در قالب یک شرکت بحث افزایش سرمایه است. این‌که سریع شرکت خوبی پیدا کنید و قصد جذب سرمایه از سهامداران را داشته باشید، قطعاً امکان‌پذیر نیست؛ این فرایند بسیار زمانبر است و تا اخذ مجوز و گردآوری منابع ممکن است آن فرصت سرمایه‌گذاری از بین برود.

بحث شفافیت اطلاعاتی، بازار ثانویه و ... مواردی است که در مقررات بسیار خوب تعریف شده است. البته، اساسنامه نمونه مشکلاتی دارد که به مرور باید حل شود. اگر تجربه عملی وجود داشته باشد، سازمان هم در جهت بهبود اساسنامه قطعاً همکاری خواهد کرد. به دلیل آن‌که تا به حال تجربه عملی وجود نداشته، سازمان هم در برابر تغییرات مقاومت می‌کند.