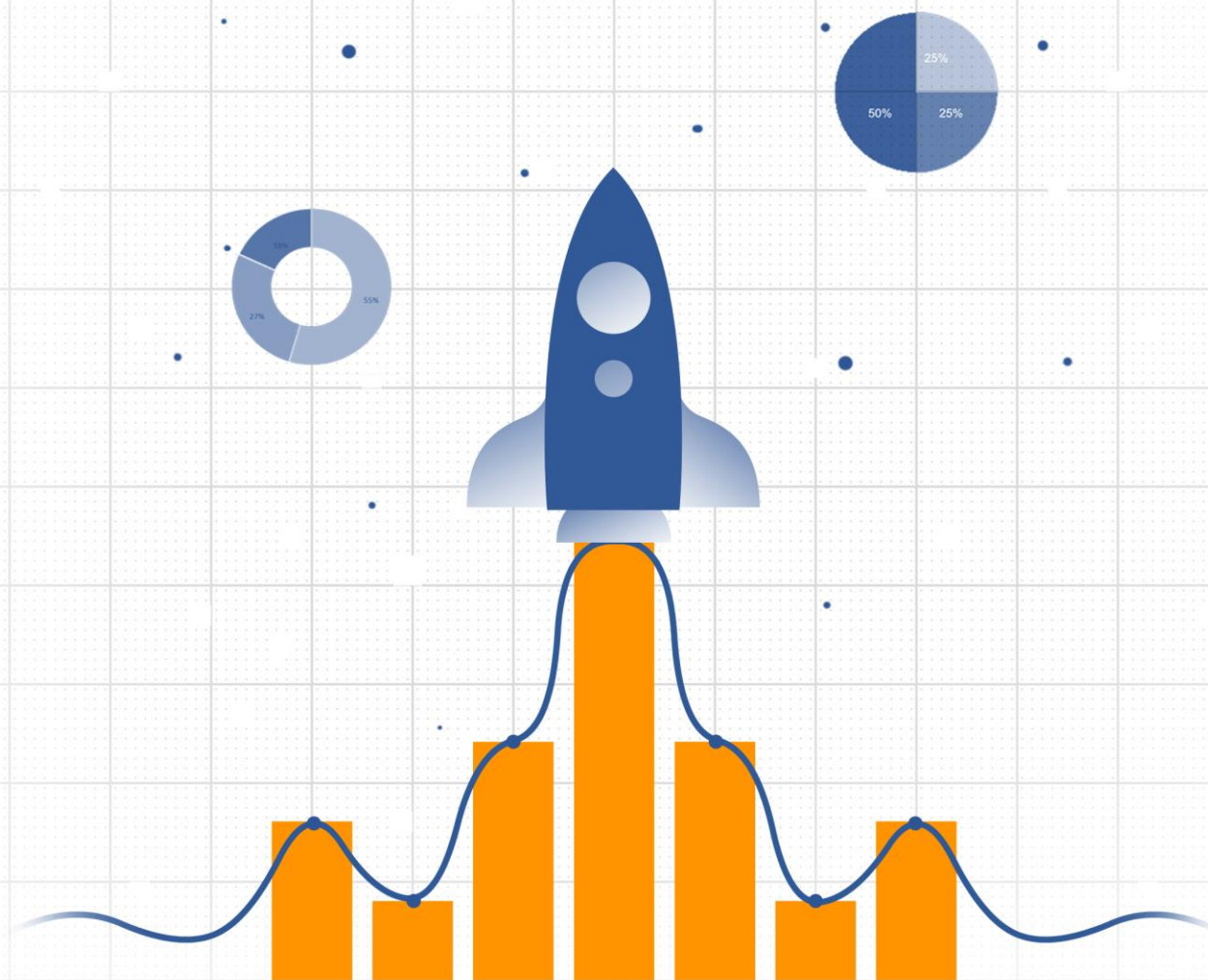




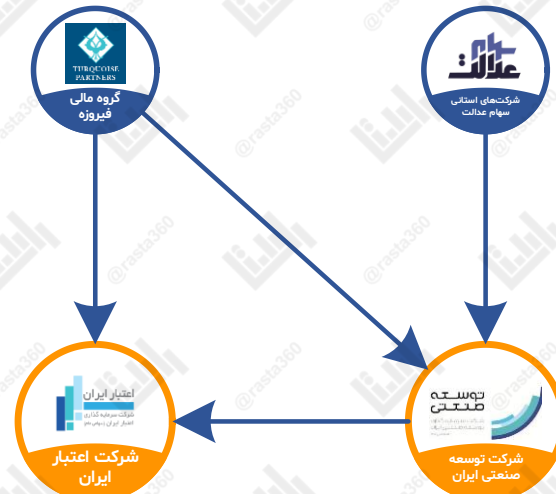
بررسی سرمایه‌گذاران بورسی و فرابورسی
در اکوسیستم استارت‌آپی ایران

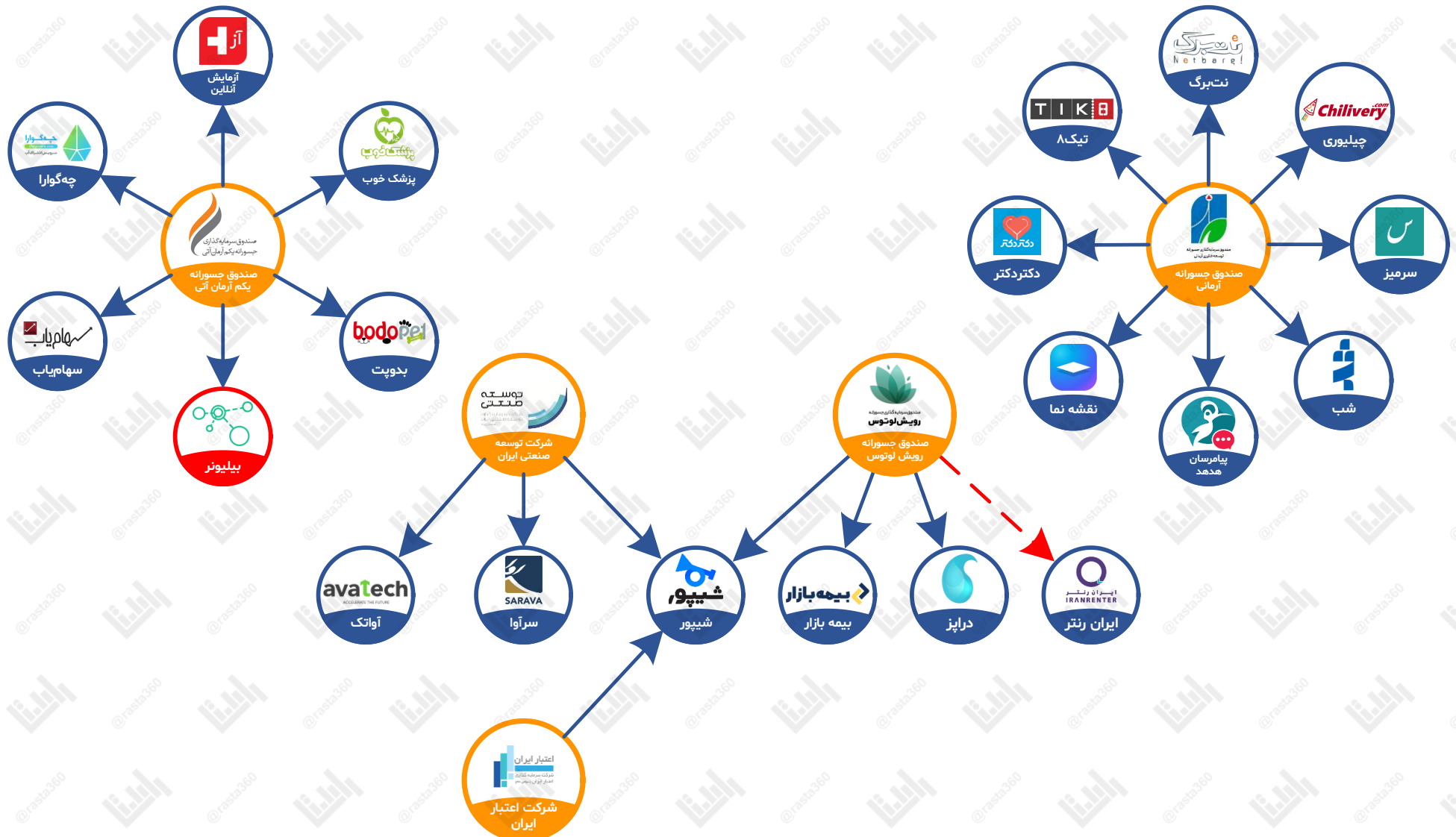
معرفی گزارش

گزارش حاضر با استفاده از اطلاعات **صورت‌های مالی** شرکت‌ها و صندوق‌های فعال در **بورس** و **فرا بورس** ایران تهیه شده است. با توجه به اختلاف جزئی اعداد اعلام شده در گزارش‌های مختلف، **خطای حداکثر ۵ درصدی** در داده‌های ارائه شده محتمل است. در این گزارش صرفاً سرمایه‌های جذب شده توسط **استارت‌آپ‌های حوزه فناوری اطلاعات** مورد بررسی قرار گرفته است. داده‌های ارائه شده در صورت‌های مالی برخی از شرکت‌ها دارای **کاستی‌ها** و **تناقضات** سهوی و عمدی زیادی بوده که دسترسی به اطلاعات درست و کامل را دشوار کرده است. با این حال با تلاش زیاد سعی کردیم تا حد زیادی منشأ این تناقضات را شناسایی کرده و **اطلاعات قابل اطمینانی** را از **عملکرد** این سرمایه‌گذاران منتشر کنیم. هرچند در تعدادی از موارد به اطلاعات قابل اتکایی دست نیافتیم که توضیحات لازم در این موارد در خلال گزارش ارائه شده است. در برخی موارد با نتیجه‌گیری از داده‌های موجود **فرضیاتی** توسط تیم راستا ارائه شده که نمی‌توان صحت آن‌ها را به طور کامل تایید کرد اما با توجه به داده‌های در دسترس، به کامل شدن پازل اطلاعات کمک می‌کند. در انتهای گزارش در بخش **«تعاریف»**، برخی از مفاهیمی که در این گزارش استفاده شده و ممکن است برای عموم ناشناخته باشد، مورد بررسی قرار گرفته است. واحد تمامی مبالغ نمایش داده شده در نمودارها **«تومان»** است. در پایان لازم به ذکر است چنانچه اطلاعات کاملتری از سوی شرکت‌های بررسی شده در گزارش دریافت شود، در نسخه‌های آتی منتشر خواهد شد.

فهرست مطالب

۴	نقشه ارتباطات سرمایه‌گذاران بورسی و فرابورسی
۵	پرتفوی سرمایه‌گذاران بورسی و فرابورسی
۶	صندوق جسورانه توسعه فناوری آرمانی
۱۳	صندوق جسورانه رویش لوتوس
۱۹	صندوق جسورانه یکم آرمان آتی
۲۵	گروه مالی فیروزه (شرکت توسعه صنعتی ایران و شرکت اعتبار ایران)
۳۱	تعاریف
۳۴	تحلیل‌ها





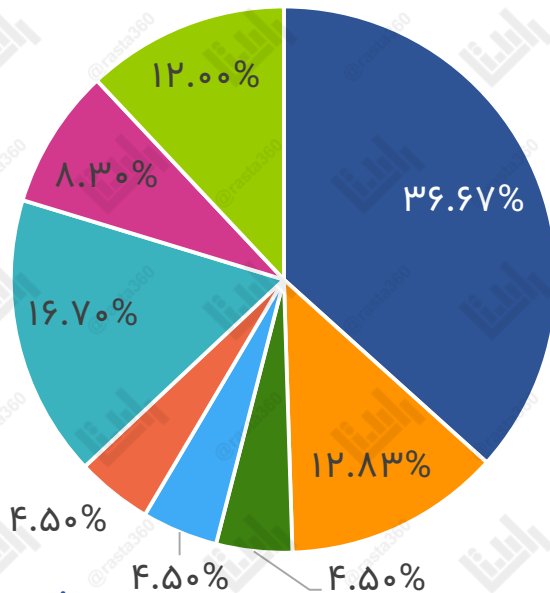


صندوق سرمایه‌گذاری جسورانه
توسعه فناوری آرمانی



سبد سرمایه‌گذاری صندوق جسورانه آرمانی تا پایان سال ۹۷ شامل ۸ استارت‌آپ بوده است که ۵ استارت‌آپ متعلق به مجموعه iiventures می‌باشد.
در ادامه جزئیات هریک از سرمایه‌گذاری‌های انجام شده مورد بررسی قرار گرفته است.
لازم به ذکر است که شرکت دارویی البرز نیز یکی از شرکت‌های سبد سرمایه‌گذاری صندوق آرمانی است که موضوع بررسی این گزارش نمی‌باشد.

سرمایه‌گذاران اصلی صندوق آرمانی

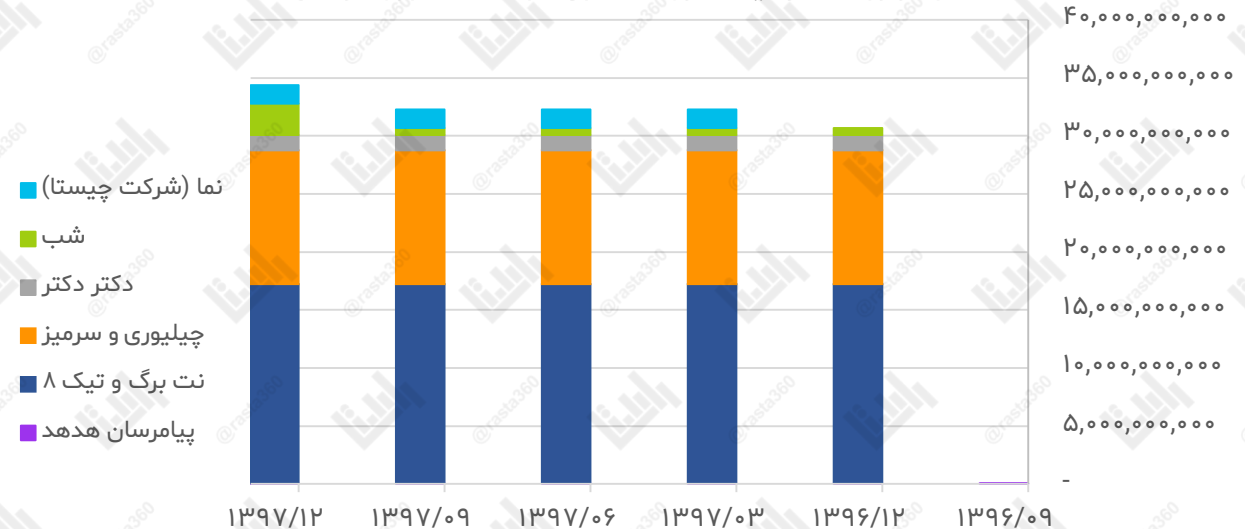


GP شرکت تامین سرمایه تمدن

- شرکت سرمایه گذاری آتیه اندیشان مس
- صندوق توسعه صادرات و فناوری شریف
- صندوق توسعه تکنولوژی ایران
- صندوق توسعه فناوری های نوین
- شرکت توسعه روزآمد
- شرکت توسعه مالی مهرآیندگان
- سایر

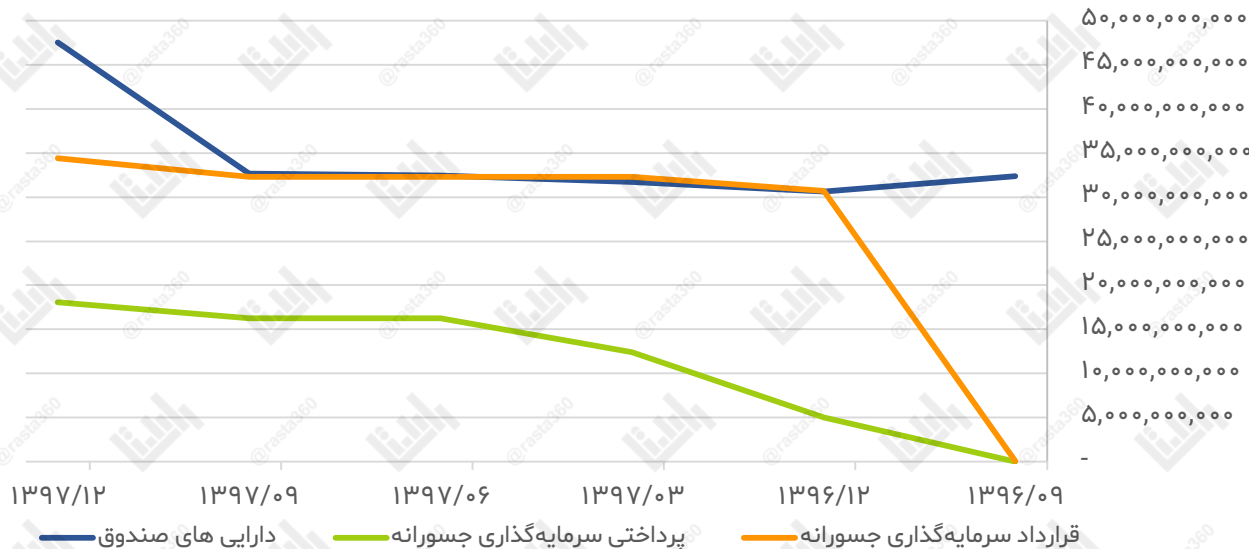
در این نمودار سرمایه‌گذاران اصلی صندوق جسورانه توسعه فناوری آرمانی مشخص و نسبت سهام هر یک مشخص شده است.
در توضیح سهامداران اصلی صندوق باید گفت از زمان تاسیس صندوق تاکنون تغییر چندانی در میزان سهام سرمایه‌گذاران اصلی اتفاق نیفتاده است.
مدیر یا GP صندوق شرکت تامین سرمایه تمدن می‌باشد که بیشترین سهم را در بین سرمایه‌گذاران اصلی داراست.

نمودار روند سرمایه‌گذاری صندوق توسعه فناوری آرمانی



در این نمودار سهم هر یک از استارت‌آپ‌ها در مجموع سرمایه‌گذاری‌های صندوق جسورانه آرمانی مشخص شده است. همانطور که مشخص است، صندوق آرمانی حدود نیمی از کل مبلغ سرمایه‌گذاری خود را روی ۱۲ استارت‌آپ نت برگ و تیک ۸ (شرکت کسبوکار نوین) سرمایه‌گذاری کرده است. همچنین کل مبلغ سرمایه‌گذاری روی هلدینگ iiventures (نت برگ، چیلیوری، سرمیز، تیک ۸، دکتردکتر) معادل ۳۰ میلیارد تومان بوده است.

نمودار حجم سرمایه‌گذاری جسورانه نسبت به مجموع دارایی‌های صندوق



مجموع قراردادهای سرمایه‌گذاری‌های جسورانه صندوق آرمانی (استارت‌آپ‌های حوزه فناوری اطلاعات)، مجموع پرداختی سرمایه‌گذاری جسورانه و مجموع دارایی‌های صندوق در نمودار مقابل قابل مشاهده است. همانطور که در نمودار مشخص است، بخش عمده دارایی‌های صندوق آرمانی صرف سرمایه‌گذاری جسورانه شده و تقریباً نیمی از این مبالغ به استارت‌آپ‌ها پرداخت شده است.

۱۳۹۷/۱۲

۱۳۹۷/۰۹

۱۳۹۷/۰۶

۱۳۹۷/۰۳

۱۳۹۶/۱۲

۱۳۹۶/۰۹

سهم صندوق آرمانی در پیام‌رسان
دهد در سه مرحله به ترتیب
۳۳ درصد، ۵۸ درصد و ۵۵ درصد
اعلام شده است که با توجه به
شرایط و زمان سرمایه‌گذاری، هیچ
یک از این اعداد منطقی به نظر
نمی‌رسد و لذا مقدار سهام آرمانی
در این استارت‌آپ مشخص نیست.

۵۰,۰۰۰,۰۰۰

۵۰,۰۰۰,۰۰۰

۵۰,۰۰۰,۰۰۰

۵۰,۰۰۰,۰۰۰

۵۰,۰۰۰,۰۰۰

۵۰,۰۰۰,۰۰۰

؟

؟

؟

؟

؟

؟



اولین سرمایه‌گذاری: ۹۶/۰۹

صندوق آرمانی در سال ۹۶ مبلغ ۶۳۷.۵ میلیون تومان در ازای
۲۳.۶ درصد سهام روی استارت‌آپ شب سرمایه‌گذاری کرده است.
بنابراین ارزش‌گذاری استارت‌آپ ۲.۷ میلیارد تومان بوده است. در
آخرین سرمایه‌گذاری ۲.۱ میلیارد تومان دیگر روی استارت‌آپ
سرمایه‌گذاری شده اما اشاره ای به میزان سهام آرمانی نشده
است. با توجه به تعداد سهام مبادله شده میتوان گفت احتمالاً
سهام جدید آرمانی در استارت‌آپ شب بین ۲۳ تا ۳۱ درصد
می‌باشد.

۲,۷۳۷,۵۰۰,۰۰۰

۶۳۷,۵۰۰,۰۰۰

۶۳۷,۵۰۰,۰۰۰

۶۳۷,۵۰۰,۰۰۰

۶۳۷,۵۰۰,۰۰۰

%۳۱,۴۴ > ؟

%۲۳,۶۳

%۲۳,۶۳

%۲۳,۶۳

%۲۳,۶۳

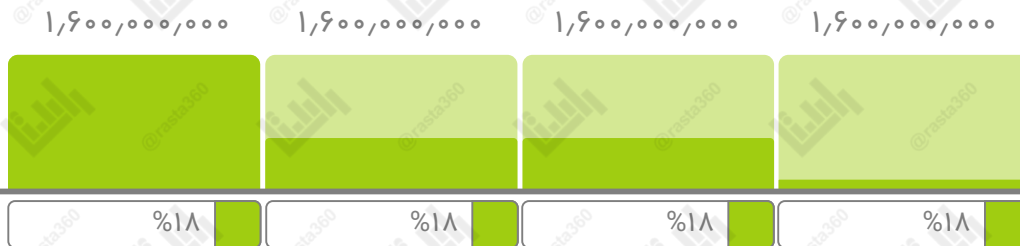


شب



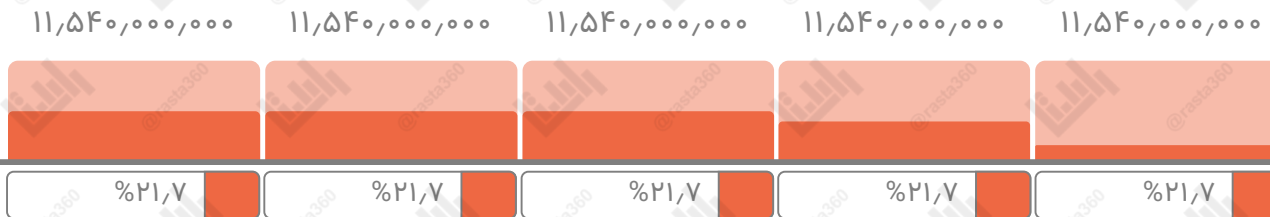
۱۳۹۷/۱۲ ۱۳۹۷/۰۹ ۱۳۹۷/۰۶ ۱۳۹۷/۰۳ ۱۳۹۶/۱۲ ۱۳۹۶/۰۹

صندوق آرمانی در بهار ۹۷ با پرداخت مبلغ ۱,۶ میلیارد تومان در قالب افزایش سرمایه، ۱۸٪ سهام استارتاپ «نما» را خریداری کرد. این سرمایه‌گذاری تا کنون تغییری نداشته است.



اولین سرمایه‌گذاری: ۹۶/۱۲

در قرارداد سرمایه‌گذاری آرمانی روی ii ventures مجموعاً ۳۰ میلیارد تومان در ازای ۲۱,۲ درصد سهام کل هلدینگ پرداخت شده است. اما در صورت‌های مالی مبلغ پرداخت شده بین ۳ شرکت هلدینگ ii ventures (کسب‌وکار نوین، آسان‌رسانان نوین و سازگار سلامت نوین) با ارزش‌گذاری فرضی برابر تقسیم شده است و ارزش‌گذاری یکسانی برای هر سه شرکت در نظر گرفته شده که مشخصاً متفاوت با ارزش واقعی این شرکت هاست.



اولین سرمایه‌گذاری: ۹۶/۱۲



۱۳۹۷/۱۲

۱۳۹۷/۰۹

۱۳۹۷/۰۶

۱۳۹۷/۰۳

۱۳۹۶/۱۲

۱۳۹۶/۰۹

در قرارداد سرمایه‌گذاری آرمانی روی ii ventures مجموعاً ۳۰ میلیارد تومان در ازای ۲۱,۲ درصد سهام کل هلدینگ پرداخت شده است. اما در صورت‌های مالی مبلغ پرداخت شده بین ۳ شرکت هلدینگ ii ventures (کسب‌وکار نوین، آسان‌رسانان نوین و سازگار سلامت نوین) با ارزش‌گذاری فرضی برابر تقسیم شده است و ارزش‌گذاری یکسانی برای هر سه شرکت در نظر گرفته شده که مشخصاً متفاوت با ارزش واقعی این شرکت هاست.

۱۷,۱۰۰,۰۰۰,۰۰۰

۱۷,۱۰۰,۰۰۰,۰۰۰

۱۷,۱۰۰,۰۰۰,۰۰۰

۱۷,۱۰۰,۰۰۰,۰۰۰

۱۷,۱۰۰,۰۰۰,۰۰۰

%۳۲,۳

%۳۲,۳

%۳۲,۳

%۳۲,۳

%۳۲,۳



اولین سرمایه‌گذاری: ۹۶/۰۹

در قرارداد سرمایه‌گذاری آرمانی روی ii ventures مجموعاً ۳۰ میلیارد تومان در ازای ۲۱,۲ درصد سهام کل هلدینگ پرداخت شده است. اما در صورت‌های مالی مبلغ پرداخت شده بین ۳ شرکت هلدینگ ii ventures (کسب‌وکار نوین، آسان‌رسانان نوین و سازگار سلامت نوین) با ارزش‌گذاری فرضی برابر تقسیم شده است و ارزش‌گذاری یکسانی برای هر سه شرکت در نظر گرفته شده که مشخصاً متفاوت با ارزش واقعی این شرکت هاست.

۱,۲۹۰,۰۰۰,۰۰۰

۱,۲۹۰,۰۰۰,۰۰۰

۱,۲۹۰,۰۰۰,۰۰۰

۱,۲۹۰,۰۰۰,۰۰۰

۱,۲۹۰,۰۰۰,۰۰۰

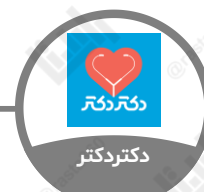
%۲,۴

%۲,۴

%۲,۴

%۲,۴

%۲,۴



اولین سرمایه‌گذاری: ۹۶/۱۲

۱۳۹۷/۱۲

۱۳۹۷/۰۹

۱۳۹۷/۰۶

۱۳۹۷/۰۳

۱۳۹۶/۱۲

۱۳۹۶/۰۹

با توجه به اطلاعات صورت‌های مالی صندوق آرمانی، آنچه می‌توان با قطعیت در موردش صحبت کرد این است که صندوق آرمانی ۳۰ میلیارد تومان در کل هلدینگ iiventures سرمایه‌گذاری کرده و در ازای آن ۲۱٫۲ درصد سهام این هلدینگ را در اختیار گرفته است. بنابراین ارزش‌گذاری کل هلدینگ بعد از جذب سرمایه معادل ۱۴۱٫۵ میلیارد تومان بوده است. اما اینکه هریک از برندهای این مجموعه چقدر ارزش‌گذاری شده اند مشخص نیست.

۳۰,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰

۳۰,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰

۳۰,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰

۳۰,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰

۳۰,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰



%۲۱٫۲

%۲۱٫۲

%۲۱٫۲

%۲۱٫۲

%۲۱٫۲



اولین سرمایه‌گذاری: ۹۶/۱۲

صندوق جسورانه آرمانی

استارتاپ هدهد: همانطور که گفته شد، در مورد پیامرسان هدهد اطلاعات قابل قبولی در صورت‌های مالی صندوق ارائه نشده است. تنها می‌توان گفت رقم سرمایه‌گذاری آرمانی در این استارتاپ **۵۰ میلیون تومان** بوده است.

ii ventures: حدود ۹۰٪ از کل سرمایه‌گذاری‌های جسورانه صندوق آرمانی به **هلدینگ ii ventures** اختصاص دارد که بخش عمده ارزش این هلدینگ مربوط به استارتاپ‌های **نت‌برگ** و **چیلیوری** می‌باشد. جالبتر اینکه حدود ۵۰٪ مبلغ سرمایه‌گذاری‌ها متعلق به استارتاپ **نت‌برگ** است که با توجه به قواعد سرمایه‌گذاری خطرپذیر، می‌تواند **ریسک** زیادی را برای این صندوق به دنبال داشته باشد. اخیراً شایعاتی مبنی بر **ادغام نت‌برگ و تخفیفان** نیز منتشر شده است که به طور رسمی تایید یا رد نشده است.

استارتاپ شب: با توجه به اطلاعات موجود، **استارتاپ شب** یکی از سرمایه‌گذاری‌های **موفق** مجموعه آرمانی بوده است. با توجه به اینکه در مرحله دوم سرمایه‌گذاری صندوق آرمانی **۷۸۱ عدد سهم** استارتاپ شب را به قیمت **۲.۱ میلیارد تومان** خریداری کرده است، **ارزش هر سهم** این استارتاپ در فاصله زمانی یک‌ساله حدود **۱۰ برابر** شده است.

فرضیه: اگر فرض کنیم کل مبلغ ۲.۱ میلیارد سرمایه‌گذاری جدید صندوق آرمانی صرف **افزایش سرمایه** شده است (که البته احتمال کمی دارد) و سهام این مجموعه همان **۲۳.۶٪** باقی مانده است، **ارزش‌گذاری** جدید استارتاپ شب حدود **۳۵ میلیارد تومان** بوده و این استارتاپ در ازای دریافت **۸.۸ میلیارد تومان**، حدود **۲۵ درصد** سهام به سرمایه‌گذاران جدید واگذار کرده است. طبیعتاً اگر در جریان سرمایه‌گذاری جدید، سهام صندوق آرمانی افزایش یافته باشد، ارزش‌گذاری استارتاپ شب بین **۲۰ تا ۳۵ میلیارد تومان** بوده است.

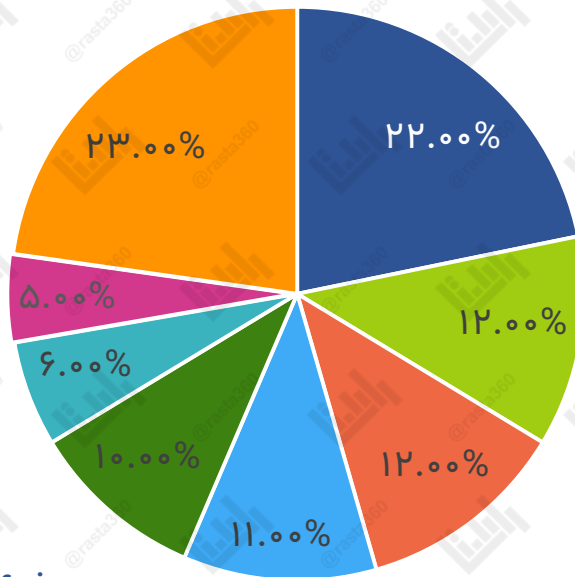


صندوق سرمایه‌گذاری جسورانه رویش لوتوس



سبد سرمایه‌گذاری صندوق رویش لوتوس در حال حاضر شامل ۳ استارت‌آپ شیپور، بیمه بازار و دراپز می‌باشد. صندوق رویش لوتوس در بهمن ماه ۹۷ با واگذاری سهام ایران رنتر به کارآفرینان از این مجموعه خارج شد. در ادامه جزئیات هریک از سرمایه‌گذاری‌های انجام شده مورد بررسی قرار گرفته است.

سرمایه‌گذاران اصلی صندوق رویش لوتوس



GP تامین سرمایه لوتوس پارسیان

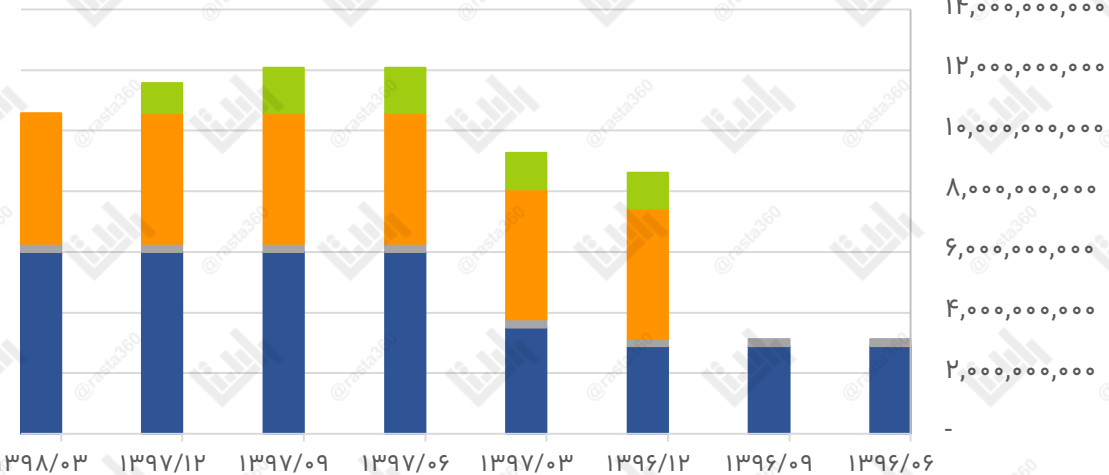
- شرکت سرمایه‌گذاری ملی ایران
- شرکت تامین سرمایه امید
- شرکت مدیریت سرمایه‌گذاری ملی ایران
- گروه مالی بانک پارسیان
- کارگزاری تدبیرگران فردا
- شرکت سرمایه‌گذاری پویا
- سایر

در این نمودار سهامداران اصلی صندوق جسورانه رویش لوتوس مشخص و نسبت سهام هر یک مشخص شده است. در ابتدای تاسیس صندوق، شرکت برکت تل و شرکت مخابرات ایران نیز جزو سهامداران صندوق بوده‌اند که در ابتدای سال ۹۷ از جمع سهامداران جدا شده‌اند. مدیر یا GP صندوق شرکت تامین سرمایه لوتوس پارسیان می‌باشد که ۲۲ درصد سهام صندوق را در اختیار دارد.

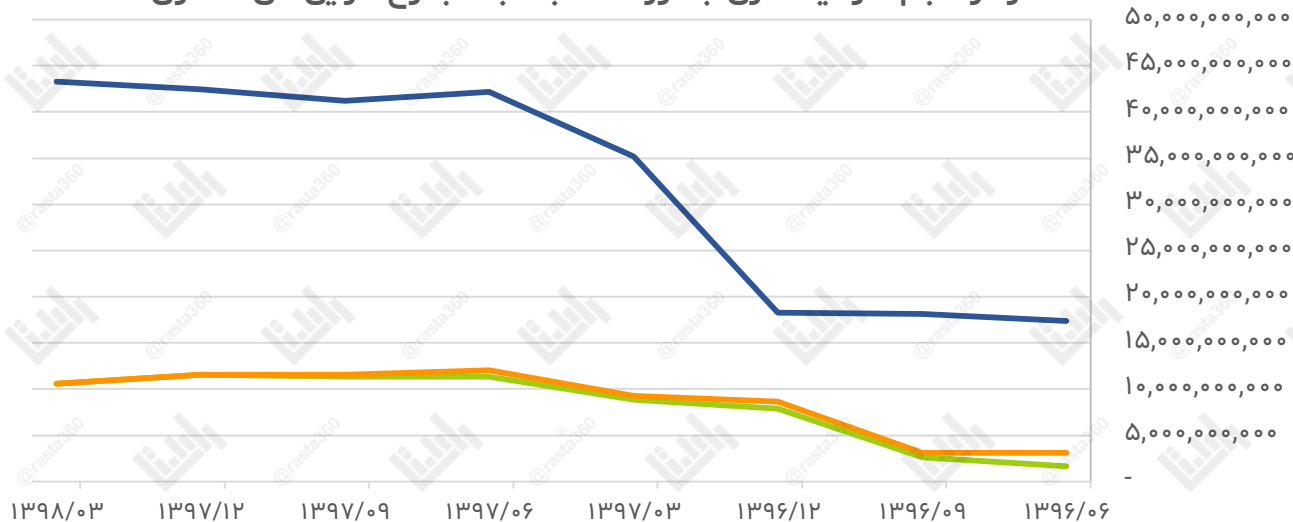
نمودار روند سرمایه‌گذاری صندوق رویش لوتوس

در این نمودار سهم هر یک از استارت‌آپ‌های حوزه فناوری اطلاعات در مجموع سرمایه‌گذاری‌های صندوق رویش لوتوس مشخص شده است. بیش از ۵۰ درصد سرمایه‌گذاری‌های صندوق رویش لوتوس در شرکت‌های استارت‌آپی فناوری اطلاعات به استارت‌آپ بیمه بازار اختصاص دارد.

ایران رنتر
شیپور
دراپز
بیمه بازار



نمودار حجم سرمایه‌گذاری جسورانه نسبت به مجموع دارایی‌های صندوق



مجموع قراردادهای سرمایه‌گذاری‌های جسورانه صندوق رویش لوتوس (استارت‌آپ‌های حوزه فناوری اطلاعات)، مجموع پرداختی‌های سرمایه‌گذاری جسورانه و مجموع دارایی‌های صندوق در نمودار مقابل قابل مشاهده است. صندوق رویش لوتوس سرمایه‌گذاری‌های دیگری نیز در شرکت‌های دانش بنیان حوزه سلامت داشته که بخش زیادی از دارایی صندوق را به خود اختصاص داده اند اما بررسی این سرمایه‌گذاری‌ها موضوع بحث این گزارش نمی باشد.

قرارداد سرمایه‌گذاری جسورانه پرداختی سرمایه‌گذاری جسورانه دارایی‌های صندوق

۱۳۹۸/۰۳

۱۳۹۷/۱۲

۱۳۹۷/۰۹

۱۳۹۷/۰۶

۱۳۹۷/۰۳

۱۳۹۶/۱۲

در مرحله دوم سرمایه‌گذاری رویش لوتوس در بیمه بازار، مبلغ ۲/۵ میلیارد تومان در ازای ۵/۵ درصد سهام شرکت پرداخت شده است. طبق آنچه در صورت‌های مالی منعکس شده، از این مبلغ ۸۳۰ میلیون بابت افزایش سرمایه‌های آتی و ۱/۶۷ میلیارد تومان برای خرید ۵/۵ درصد سهام (ارزش‌گذاری ۳۰ میلیارد تومانی) پرداخت شده است. جزئیات این قرارداد در بخش توضیحات تکمیلی بررسی شده است.

در حالی که سرمایه‌گذاری رویش لوتوس در بیمه بازار معادل ۲/۹ میلیارد تومان در ازای ۲۰ درصد سهام بوده، در این مرحله مبلغ پرداختی در ازای همان درصد به ۳/۵ میلیارد افزایش یافته است. فرضیه: این تغییر احتمالا به این موضوع برمی‌گردد که ارزش‌گذاری استارت‌آپ در زمان انعقاد قرارداد سرمایه‌گذاری مشروط بر تحقق یک شاخص عملکرد (KPI) مثل تعداد فروش بیمه بوده است. در نتیجه با محقق شدن هدف مذکور ارزش‌گذاری افزایش یافته و لذا مبلغ پرداختی در ازای همان درصد سهام بیشتر شده است.

۶,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰

۶,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰

۶,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰

۶,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰

۳,۵۰۰,۰۰۰,۰۰۰

۲,۹۰۰,۰۰۰,۰۰۰

%۲۵,۵

%۲۵,۵

%۲۵,۵

%۲۵,۵

%۲۰

%۲۰



اولین سرمایه‌گذاری: ۹۶/۰۶

صندوق رویش لوتوس در پاییز ۹۶ اقدام به سرمایه‌گذاری در استارت‌آپ شپیور نمود که این سرمایه‌گذاری همراه با جذب سرمایه از سرمایه‌گذاران خارجی در تاریخ پاییز ۹۷ نهایی شد. سرمایه‌گذاری رویش لوتوس به مبلغ ۴/۳ میلیارد تومان در ازای ۱/۷ درصد سهام شپیور اتفاق افتاد که بر این اساس ارزش‌گذاری شپیور در زمان قرارداد معادل ۲۵۱ میلیارد تومان بوده است. در جریان این جذب سرمایه استارت‌آپ شپیور مجموعاً ۳۸ میلیارد تومان سرمایه جذب کرده است.

۴,۳۰۰,۰۰۰,۰۰۰

۴,۳۰۰,۰۰۰,۰۰۰

۴,۳۰۰,۰۰۰,۰۰۰

۴,۳۰۰,۰۰۰,۰۰۰

۴,۳۰۰,۰۰۰,۰۰۰

۴,۳۰۰,۰۰۰,۰۰۰

%۱,۷۱

%۱,۷۱

%۱,۷۱

%۱,۷۱

%۱,۷۱

%۱,۷۱



شیپور

اولین سرمایه‌گذاری: ۹۶/۱۲



۱۳۹۸/۰۳

۱۳۹۷/۱۲

۱۳۹۷/۰۹

۱۳۹۷/۰۶

۱۳۹۷/۰۳

۱۳۹۶/۱۲

تا زمان گزارش صورت‌های مالی خرداد ۹۷، جمعاً ۲۷۱ میلیون تومان به استارت‌آپ دراپز پرداخت شده بود که میزان سهام دریافتی در ازای سرمایه‌گذاری انجام شده در یکی از صورت‌های مالی ۲۰,۷٪ و در صورت‌های مالی اخیر همان ۱۷٪ منظور شده است. با توجه به اینکه انتقال قانونی سهام ممکن است زمانبر باشد، احتمال به همین دلیل تا زمان انتقال نهایی سهام، رقم جدید در صورت‌های مالی منظور نشده است. بنابراین رقم جدید سهام رویش لوتوس در استارت‌آپ دراپز احتمالاً همان ۲۰,۷٪ می‌باشد.

در قرارداد صندوق رویش لوتوس با استارت‌آپ دراپز، ۱۷ درصد سهام دراپز به قیمت ۲۳۱ میلیون تومان خریداری شده است.

۲۷۱,۰۱۷,۰۰۰

۲۷۱,۰۱۷,۰۰۰

۲۷۱,۰۱۷,۰۰۰

۲۷۱,۰۱۷,۰۰۰

۲۷۱,۰۱۷,۰۰۰

۲۲۱,۰۰۰,۰۰۰

%۲۰,۷

%۲۰,۷

%۲۰,۷

%۲۰,۷

%۲۰,۷

%۱۷



اولین سرمایه‌گذاری: ۹۶/۰۶

تا تاریخ بهمن ماه ۹۷ مجموعاً ۱ میلیارد تومان بابت خرید سهام ایران رنتر پرداخت شده بوده که در این مرحله سهام دریافت شده (نامشخص) به مبلغ ۱,۳ میلیارد تومان فروخته شده است. در واقع صندوق رویش لوتوس با ۳۰ درصد سود از این استارت‌آپ خارج شده است

در این مرحله مقرر شده است مبلغ ۳۰۰ میلیون تومان دیگر بابت افزایش سرمایه به ایران رنتر پرداخت گردد. درحالی که هنوز مبلغ ۱,۲ میلیارد اولیه تسویه نشده است. بنابراین سهام رویش لوتوس همان ۱۰ درصد باقی می‌ماند.

سرمایه‌گذاری اولیه رویش لوتوس مبلغ ۱,۲ میلیارد تومان در ازای ۱۰ درصد سهام ایران رنتر بوده است. هرچند که کل این مبلغ در زمان قرارداد پرداخت نشده و مقرر شده به تدریج پرداخت گردد.

۱,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰

۱,۵۰۰,۰۰۰,۰۰۰

۱,۵۰۰,۰۰۰,۰۰۰

۱,۲۰۰,۰۰۰,۰۰۰

۱,۲۰۰,۰۰۰,۰۰۰

%۰

%۱۰ > ؟

%۱۰

%۱۰

%۱۰

%۱۰



اولین سرمایه‌گذاری: ۹۶/۱۲



توضیحات تکمیلی

بیمه بازار: اطلاعات ارائه شده در صورت‌های مالی درباره سرمایه‌گذاری مرحله دوم صندوق رویش لوتوس در استارت‌آپ **بیمه بازار** حاوی **ابهاماتی** است. به همین دلیل **احتمالات** مختلف در مورد این سرمایه‌گذاری را بررسی می‌کنیم:

(۱) پرداختی بابت افزایش سرمایه‌های آتی اتفاق نیفتاده و ذکر این موضوع در صورت‌های مالی به دلیل **رعایت قواعد گزارش‌دهی مالی** بوده است. بنابراین مبلغ پرداختی بابت **۵.۵ درصد** سهام معادل **۲.۵ میلیارد تومان** بوده است. در این صورت: اگر کل مبلغ افزایش سرمایه **۲.۵ میلیارد تومان** باشد، **۵۰۰ میلیون تومان** آن صرف **افزایش سرمایه و حفظ سهام ۲۰ درصدی** صندوق شده و **۲ میلیارد تومان** بابت خرید **۵.۵ درصد** سهام جدید پرداخت شده که در این صورت **ارزش‌گذاری بیمه بازار ۳۶.۳ میلیارد تومان** بوده است.

اگر مبلغ جذب سرمایه **بیش از ۲.۵ میلیارد تومان** بوده باشد و سرمایه‌گذاران دیگری هم در جریان افزایش سرمایه شرکت کرده باشند، **نمی‌توان** برآورد دقیقی از **ارزش‌گذاری** این استارت‌آپ ارائه کرد.

(۲) مبلغ **۸۳۰ میلیون تومان** که در صورت‌های مالی به عنوان **پرداختی بابت افزایش سرمایه‌های آتی** مطرح شده، در واقع صرف افزایش سرمایه و **جلوگیری از رقیق شدن سهام ۲۰ درصدی** صندوق در همین دور افزایش سرمایه شده است. در این صورت کل مبلغ افزایش سرمایه بیمه بازار در این مرحله **۴.۱۷ میلیارد تومان** بوده که **۲.۵ میلیارد** آن توسط رویش لوتوس پرداخت شده و سهام این شرکت به **۲۵.۵ درصد** افزایش یافته است. مبلغ **۱.۶۷ میلیارد** باقیمانده احتمالاً توسط سرمایه‌گذار دیگری (ادونچرز) پرداخت شده و **۵.۵ درصد** سهام نیز به این سرمایه‌گذار واگذار شده است. در این صورت **ارزش‌گذاری بیمه‌بازار همان ۳۰.۳ میلیارد تومان** بوده است.

توضیحات تکمیلی

شیپور: سرمایه‌گذاری صندوق رویش لوتوس در استارتاپ **شیپور** با فاصله زمانی یکساله و همراه با جذب سرمایه خارجی شیپور جمعاً به ارزش **۳۸ میلیارد تومان** ثبت و نهایی شد. مبلغ پرداخت شده توسط صندوق رویش لوتوس (**۴.۳ میلیارد تومان**) با نرخ ارز پاییز ۹۶ معادل ۱ میلیون دلار بابت ۱.۷۱٪ سهام شیپور محاسبه شده است.

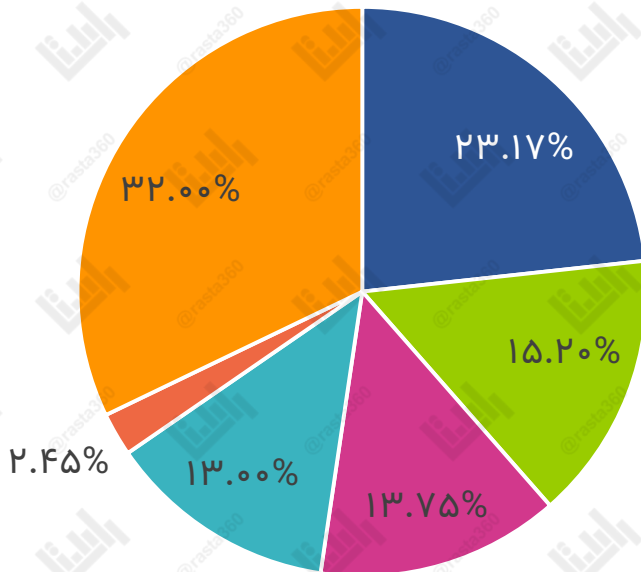
ایران رنتر: در حالی که قرارداد صندوق رویش لوتوس با ایران رنتر پرداخت **۱.۵ میلیارد تومان** در ازای **۱۰ درصد** سهام این استارتاپ بوده است، این صندوق در میانه راه سهامی که با پرداخت **۱ میلیارد تومان** خریداری کرده بود را به قیمت **۱.۳ میلیارد تومان** واگذار کرده است. همزمان با خروج صندوق، شرکت **اسمارت آپ** نیز سهام خود در ایران رنتر را **واگذار کرده** و از این استارتاپ خارج شده است. در این فرآیند، عرضه عمومی اتفاق نیفتاده و استارتاپ در قالب ادغام و تملک واگذار نشده است. در سایت ایران رنتر اعلام شده در بهمن ماه ۹۷ تیم **کارآفرینی ایران رنتر** موفق به **بازخريد سهام سرمایه‌گذاران** شده است.

فرضیه: احتمالاً در این استارتاپ بند «**حق بازخريد سهام**» توسط سرمایه‌گذاران فعال شده است. این بند معمولاً در مورد استارتاپ‌هایی فعال می‌شود که **پایدار** شده اند و **درآمد مطلوبی** (از نگاه بنیانگذاران) دارند، اما به اهداف مدنظر سرمایه‌گذاران نرسیده و از طرفی **امکان رشد** آن‌ها نیز **محدود** شده است. در چنین شرایطی بنیانگذاران استارتاپ باید سهام سرمایه‌گذاران را **بازخريد** نمایند.

صندوق سرمایه‌گذاری یکم آرمان آتی تا کنون روی ۶ استارت‌آپ سرمایه‌گذاری کرده که طبق شواهد استارت‌آپ بیلونر در حال حاضر غیرفعال است.
صندوق آرمان آتی تا به حال عمدتاً در مراحل اولیه و با مبالغ نسبتاً پایین روی استارت‌آپ‌ها سرمایه‌گذاری کرده است.
در ادامه جزئیات هریک از سرمایه‌گذاری‌های انجام شده مورد بررسی قرار گرفته است.



سرمایه‌گذاران اصلی صندوق یکم آرمان آتی



GP شرکت مشاور سرمایه‌گذاری آرمان آتی

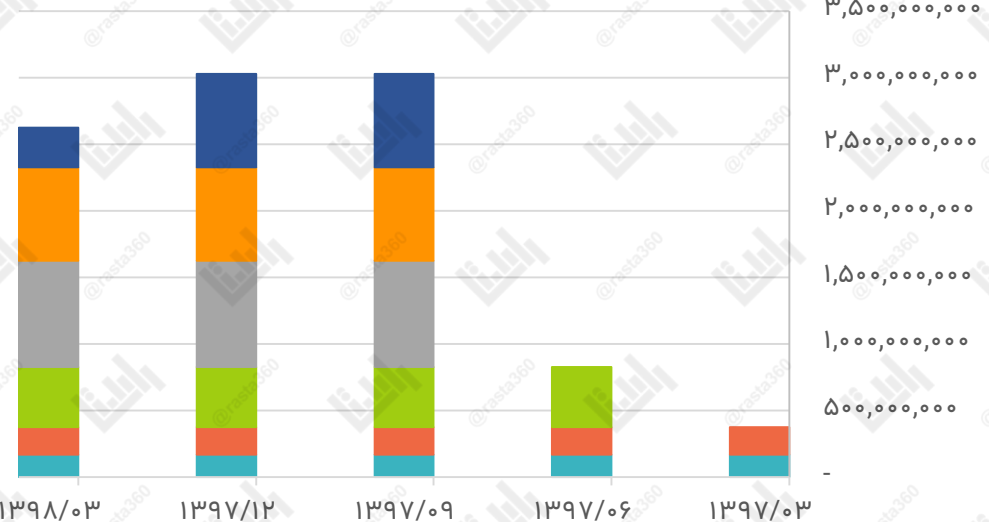
- شرکت مدیریت سرمایه ارزش آفرین کوروش
- شرکت سرمایه‌گذاری فناوری تک وست
- شرکت مدیریت پندار فناوری ایده گستر
- علی اسلامی بیدکلی
- سایر

در این نمودار سرمایه‌گذاران اصلی صندوق جسورانه یکم آرمان آتی مشخص و نسبت سهام هر یک مشخص شده است.
ترکیب سهامداران اصلی از زمان تاسیس صندوق تغییر قابل توجهی نداشته است.
مدیر یا GP صندوق شرکت مشاور سرمایه‌گذاری آرمان آتی می‌باشد که ۲۳ درصد سهام صندوق را در اختیار دارد.

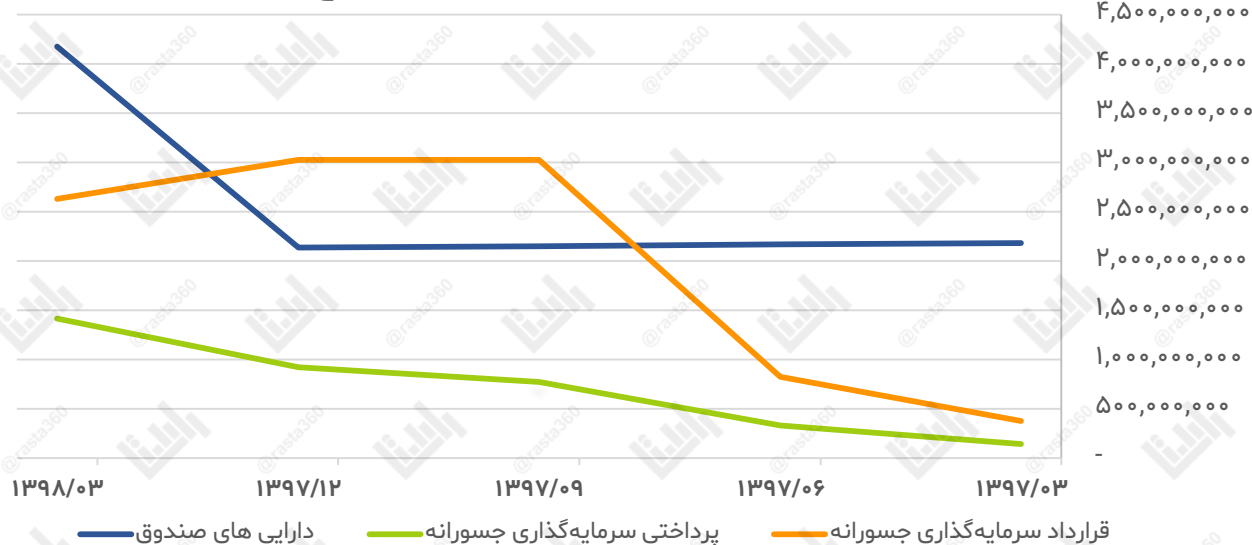
نمودار روند سرمایه‌گذاری صندوق یکم آرمان آتی

در این نمودار سهم هر یک از استارت‌آپ‌ها در مجموع سرمایه‌گذاری‌های صندوق آرمان آتی مشخص شده است. طبق نمودار مشخص است که حجم سرمایه‌گذاری صندوق آرمان آتی در استارت‌آپ‌ها توزیع نسبتاً یکنواختی داشته است.

- پزشک خوب
- بدویت
- آزمایش آنلاین
- چه گوارا
- سهایاب
- بیلیونر



نمودار حجم سرمایه‌گذاری جسورانه نسبت به مجموع دارایی‌های صندوق



مجموع قراردادهای سرمایه‌گذاری‌های جسورانه صندوق رویش لوتوس (استارت‌آپ‌های حوزه فناوری اطلاعات)، مجموع پرداختی‌های سرمایه‌گذاری جسورانه و مجموع دارایی‌های صندوق در نمودار مقابل قابل مشاهده است. خط نارنجی رنگ نشان دهنده حجم قراردادهای منعقد می‌باشد و به همین دلیل در برخی ماه‌ها از مجموع دارایی‌های صندوق بیشتر شده است.

۱۳۹۷/۰۳

۱۳۹۷/۰۶

۱۳۹۷/۰۹

۱۳۹۷/۱۲

۱۳۹۸/۰۳

صندوق آرمان آتی در این قرارداد سرمایه‌گذاری ۲۳/۶٪ سهام استارت‌آپ بیلیونر را به مبلغ ۱۶۸/۵ میلیون تومان در اختیار گرفته است. وضعیت فعلی استارت‌آپ بیلیونر مشخص نیست و سایت این مجموعه نیز غیرفعال می‌باشد. از زمان انعقاد قرارداد تا به حال فقط ۸۸ میلیون تومان در همان مرحله اول به استارت‌آپ پرداخت شده است.

۱۶۸,۵۰۰,۰۰۰

۱۶۸,۵۰۰,۰۰۰

۱۶۸,۵۰۰,۰۰۰

۱۶۸,۵۰۰,۰۰۰

۱۶۸,۵۰۰,۰۰۰

%۲۳,۶

%۲۳,۶

%۲۳,۶

%۲۳,۶

%۲۳,۶



بیلیونر

اولین سرمایه‌گذاری: ۹۷/۰۳

در بهار ۹۷ صندوق آرمانی آتی با سرمایه‌گذاری ۴۰۷ میلیون تومانی روی سهامیاب، ۸ درصد سهام این استارت‌آپ را خریداری کرد. تا آخرین گزارش صندوق، سرمایه‌گذاری جدیدی روی این استارت‌آپ انجام نشده است. ۳۳

۲۰۷,۴۰۰,۰۰۰

۲۰۷,۴۰۰,۰۰۰

۲۰۷,۴۰۰,۰۰۰

۲۰۷,۴۰۰,۰۰۰

۲۰۷,۴۰۰,۰۰۰

%۸

%۸

%۸

%۸

%۸



سهامیاب

اولین سرمایه‌گذاری: ۹۷/۰۳

@rasta360



راهنمای سرمایه‌گذاری تجارت الکترونیک

Rasta360.ir

@rasta360

ستون کم‌رنگ و عدد نمایش داده شده در بالای ستون بیانگر مقدار تجمعی مبلغ قرارداد و مقادیر پررنگ شده در هر ستون نشان‌دهنده مبلغ پرداخت شده تا تاریخ موردنظر می‌باشد.

راهنما

۱۳۹۸/۰۳

۱۳۹۷/۱۲

۱۳۹۷/۰۹

۱۳۹۷/۰۶

۱۳۹۷/۰۳

صندوق آرمان آتی در تابستان ۹۷ قراردادی برای خرید ۲۵,۷٪ سهام استارتاپ چه گوارا به مبلغ ۴۵۰ میلیون تومان منعقد کرده است. طبق صورتهای مالی هنوز همه این مبلغ به طور کامل پرداخت نشده است.

۴۵۰,۰۰۰,۰۰۰

۴۵۰,۰۰۰,۰۰۰

۴۵۰,۰۰۰,۰۰۰

۴۵۰,۰۰۰,۰۰۰

%۲۵,۷

%۲۵,۷

%۲۵,۷

%۲۵,۷



اولین سرمایه‌گذاری: ۹۷/۰۶

در صورتهای مالی بهار ۹۸ حجم کل سرمایه‌گذاری روی استارتاپ پزشک خوب از ۷۰۰ میلیون تومان به ۳۰۰ میلیون تومان تغییر کرد. این درحالی است که تا این تاریخ میزان پرداختی ۲۳۲ میلیون تومان بوده است. میزان سهام واگذار شده در این حالت مشخص نشده است.

طبق اطلاعات منتشر شده در صورتهای مالی صندوق آرمان آتی، سرمایه‌گذاری اولیه روی استارتاپ پزشک خوب معادل ۷۰۰ میلیون تومان در ازای ۶ درصد سهام بوده است که این رقم به تدریج استارتاپ پرداخت می‌گردد.

۳۰۰,۰۰۰,۰۰۰

۷۰۰,۰۰۰,۰۰۰

۷۰۰,۰۰۰,۰۰۰

%۳

%۶

%۶



اولین سرمایه‌گذاری: ۹۷/۰۹



۱۳۹۸/۰۳

۱۳۹۷/۱۲

۱۳۹۷/۰۹

۱۳۹۷/۰۶

۱۳۹۷/۰۳

مبلغ سرمایه‌گذاری روی استارت‌آپ آزمایش آنلاین ۸۰۰ میلیون تومان اعلام شده است، اما درصد سهام خریداری شده ۲٪ عنوان شده که البته ارزش‌گذاری ۴۰ میلیاردی برای این استارت‌آپ کمی دور از ذهن به نظر می‌رسد.

۸۰۰,۰۰۰,۰۰۰

۸۰۰,۰۰۰,۰۰۰

۸۰۰,۰۰۰,۰۰۰

%؟

%؟

%؟



اولین سرمایه‌گذاری: ۹۷/۰۹

میزان سهام خریداری شده در مورد استارت‌آپ بدویت نیز مانند آزمایش آنلاین ۲٪ عنوان شده است. بر این اساس ارزش‌گذاری استارت‌آپ در زمان جذب سرمایه ۳۵ میلیارد تومان بوده که باز هم منطقی به نظر نمی‌رسد.

۷۰۰,۰۰۰,۰۰۰

۷۰۰,۰۰۰,۰۰۰

۷۰۰,۰۰۰,۰۰۰

%؟

%؟

%؟



اولین سرمایه‌گذاری: ۹۷/۰۹



صندوق جسورانه یکم آرمان آتی

بیلیونر: استارت‌آپ بیلیونر که جزو اولین سرمایه‌گذاری‌های صندوق آرمان آتی بوده است، در حال حاضر وضعیت مشخصی ندارد و سایت این استارت‌آپ نیز **غیرفعال** شده است. با این حال گزارش سرمایه‌گذاری روی این استارت‌آپ طبق روال معمول در صورت‌های مالی صندوق منعکس می‌گردد.

پزشک خوب: مبلغ سرمایه‌گذاری روی استارت‌آپ پزشک خوب در آخرین گزارش صندوق آرمان آتی به دلایل نامشخصی از **۷۰۰ میلیون تومان** به **۳۰۰ میلیون تومان کاهش** یافته است. این در حالی است که مبلغ پرداخت شده تا این تاریخ **۲۳۲ میلیون تومان** بوده است. به سهام جدید صندوق آرمان آتی در این استارت‌آپ اشاره‌ای نشده است.

بدویت و آزمایش آنلاین: در صورت‌های مالی صندوق آرمان آتی سهام خریداری شده در استارت‌آپ‌های **بدویت و آزمایش آنلاین ۲٪** عنوان شده است. از آنجا که مبلغ پرداختی به استارت‌آپ **بدویت ۷۰۰ میلیون تومان** و استارت‌آپ **آزمایش آنلاین ۸۰۰ میلیون تومان** بوده است، می‌توان نتیجه گرفت ارزش‌گذاری **بدویت معادل ۳۵ میلیارد تومان** و ارزش‌گذاری **آزمایش آنلاین ۴۰ میلیارد تومان** بوده است. با توجه به آمارهای موجود این ۲ محصول (نظیر رتبه سایت، تعداد نصب اپلیکیشن و ...) این ارزش‌گذاری‌ها چندان منطقی نبوده و لذا به نظر می‌رسد اطلاعات ارائه شده در صورت‌های مالی دارای **نقصان** بوده است.

گروه مالی فیروزه به عنوان یکی از سرمایه‌گذاران کلان اقتصاد ایران از طریق دو زیر مجموعه خود یعنی شرکت توسعه صنعتی ایران و شرکت اعتبار ایران اقدام به سرمایه‌گذاری در اکوسیستم استارت‌آپی ایران کرده است.

علاوه بر شیپور و سرآوا، شرکت آواتک و استارت‌آپ داستان من نیز در سبد سرمایه‌گذاری گروه مالی فیروزه قرار دارند، اما با توجه به اینکه اطلاعات این دو سرمایه‌گذاری در صورت‌های مالی شرکت‌ها منعکس نشده است، امکان پرداختن به آن‌ها وجود نداشت.



شیپور

۱۲,۵
میلیارد تومان

۵,۲۷%



سرآوا

۸,۴
میلیارد تومان

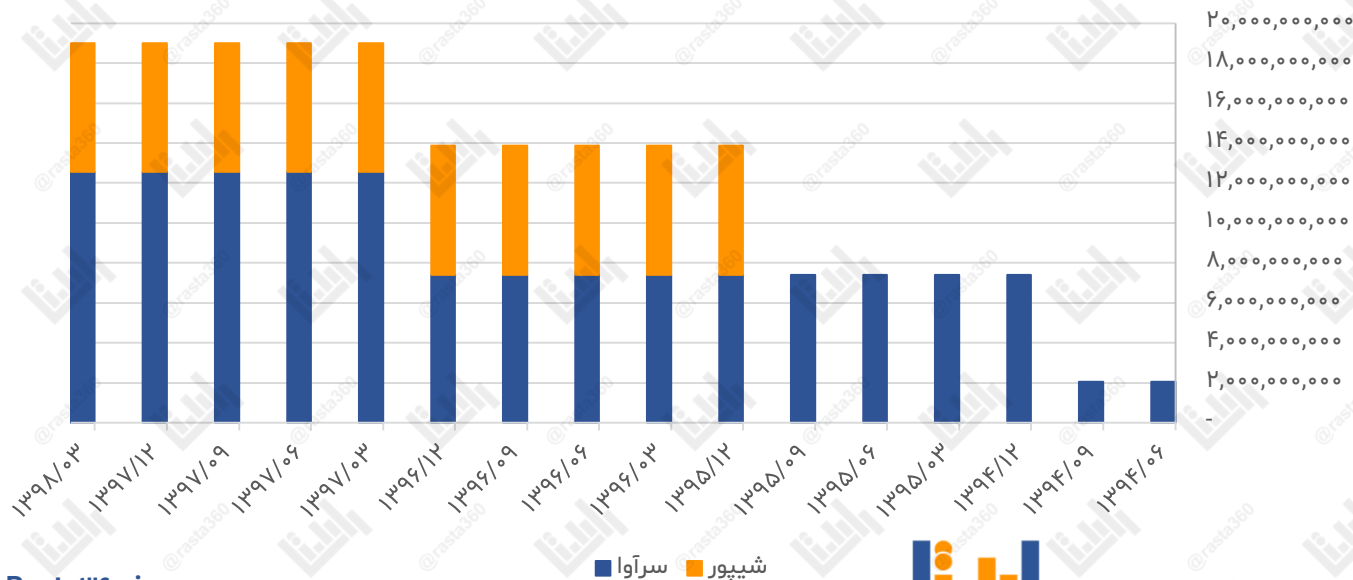
۶,۴۴%

توسعه
صنعتیگروه سرمایه‌گذاری
توسعه صنعتی ایران
سهامان عام

اعتبار ایران

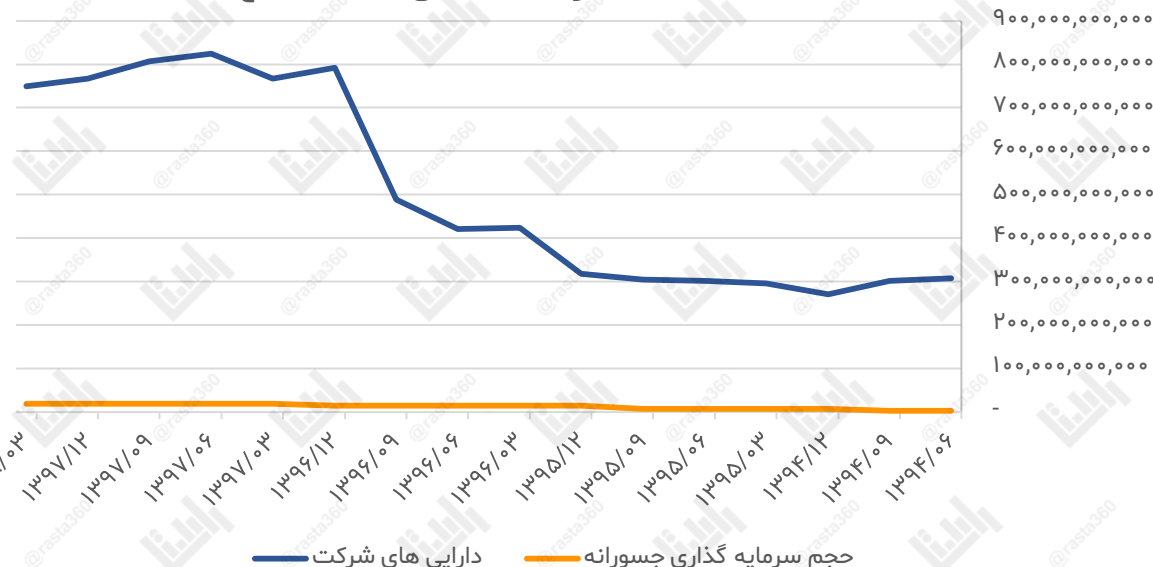
شرکت توسعه‌دهنده
اعتبار ایران (سهامان عام)

نمودار روند سرمایه‌گذاری شرکت توسعه صنعتی ایران



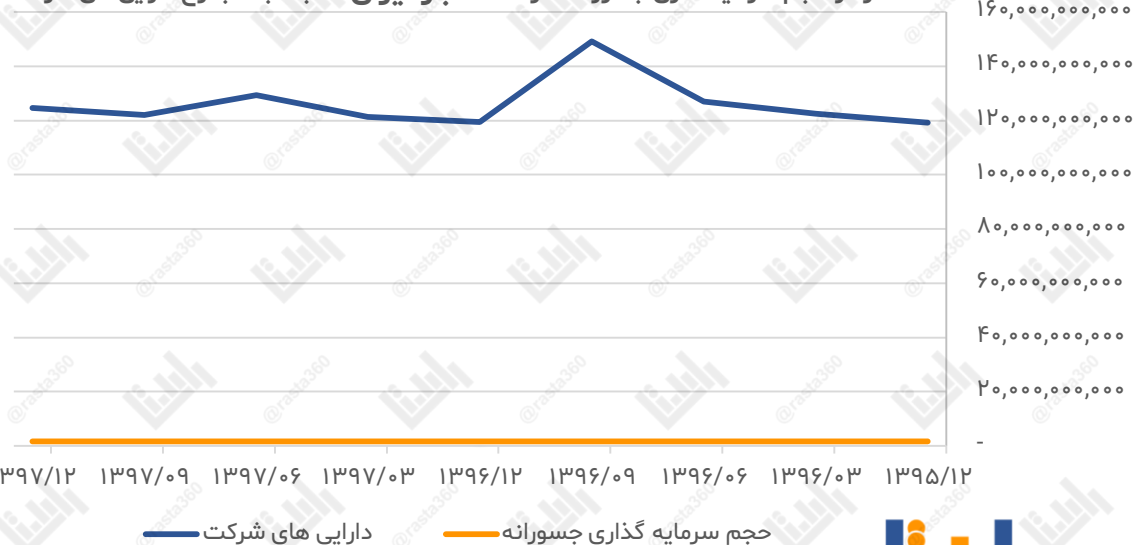
نمودار مقابل روند سرمایه‌گذاری‌های شرکت توسعه صنعتی ایران را نشان می‌دهد. مقادیر نمودار نشان دهنده مبلغ تجمعی سرمایه‌گذاری در طول زمان می‌باشد.

نمودار حجم سرمایه‌گذاری جسورانه شرکت توسعه صنعتی نسبت به مجموع دارایی‌های شرکت



همانطور که در نمودار مشخص است، بر خلاف صندوق‌های جسورانه، نسبت سرمایه‌گذاری جسورانه شرکت توسعه صنعتی به کل دارایی‌های شرکت کمتر از ۳ درصد است. واضح است که این اختلاف به دلیل گستردگی فعالیت شرکت‌های سرمایه‌گذاری کلان مثل توسعه صنعتی و اعتبار ایران است. با توجه به اینکه مبالغ سرمایه‌گذاری در زمان انعقاد قرارداد به استارت‌آپ‌ها پرداخت شده است، نمودار قرارداد سرمایه‌گذاری و پرداختی سرمایه‌گذاری بر هم منطبق شده و در قالب حجم سرمایه‌گذاری نمایش داده شده است.

نمودار حجم سرمایه‌گذاری جسورانه شرکت اعتبار ایران نسبت به مجموع دارایی‌های شرکت



تنها سرمایه‌گذاری جسورانه شرکت اعتبار ایران استارت‌آپ شیپور به مبلغ ۱,۷ میلیارد تومان بوده است که با توجه به دارایی ۱۲۰ میلیارد تومانی شرکت حدود ۱,۵ درصد از دارایی شرکت را به خود اختصاص داده است.

با توجه به اینکه مبالغ سرمایه‌گذاری در زمان انعقاد قرارداد به استارت‌آپ‌ها پرداخت شده است، نمودار قرارداد سرمایه‌گذاری و پرداختی سرمایه‌گذاری بر هم منطبق شده و در قالب حجم سرمایه‌گذاری نمایش داده شده است.



اولین سرمایه‌گذاری: ۹۱/۰۹

۱۳۹۷/۱۲

۱۳۹۷/۰۶

۱۳۹۶/۱۲

۱۳۹۶/۰۶

۱۳۹۵/۱۲

در آذرماه ۹۷ در جریان افزایش سرمایه بعدی شیبور (که در بخش صندوق رویش لوتوس هم به آن اشاره شد) گروه مالی فیروزه حق تقدم خرید ۱۶,۷ میلیون سهم جدید معادل ۵,۸۷٪ از کل مبلغ افزایش سرمایه را در اختیار داشت. از این مقدار ۴,۱ میلیون حق تقدم خرید سهام را به قیمت هر سهم ۳۰۵ تومان واگذار کرده و درآمد حاصل از آن (۱,۲۶ میلیارد تومان) صرف خرید ۱۲,۶ میلیون سهم جدید (باقیمانده حق تقدم) به قیمت هر سهم ۱۰۰ تومان شده است. بنابراین گروه فیروزه بدون پرداخت مبلغ اضافه و تنها با فروش حق تقدم در این مرحله ۱,۲۶ میلیارد تومان دیگر سرمایه‌گذاری کرده و تا حد زیادی از رقیق شدن سهام خود جلوگیری کرده است. بعد از این مرحله سهام توسعه صنعتی از ۴,۱٪ به ۳,۷۵٪ کاهش یافت.

در جریان فروش حق تقدم سهام، هر سهم استارتاپ شیبور به قیمت ۴۰۵ تومان (۳۰۵ + ۱۰۰) تومان قیمت حق تقدم (ارزش‌گذاری شده که ۴ برابر قیمت خرید آن توسط گروه مالی فیروزه است).

در اسفندماه ۹۵ گروه مالی فیروزه (هلدینگ توسعه صنعتی و هلدینگ اعتبار ایران) مجموعاً ۵,۸۷٪ سهام شیبور را به قیمت ۸,۲ میلیارد تومان خریداری کرد. ۴,۱ درصد سهام توسط توسعه صنعتی و ۱,۷۷ درصد توسط اعتبار ایران خریداری شده است. بنابراین مبلغ پرداخت شده توسط توسعه صنعتی معادل ۶,۴۵ میلیارد تومان بوده است.

۶,۴۵۲,۶۰۰,۰۰۰

۶,۴۵۲,۶۰۰,۰۰۰

۶,۴۵۲,۶۰۰,۰۰۰

۶,۴۵۲,۶۰۰,۰۰۰

۶,۴۵۲,۶۰۰,۰۰۰

%۳,۷۵

%۴,۱

%۴,۱

%۴,۱

%۴,۱



اولین سرمایه‌گذاری: ۹۵/۱۲



۱۳۹۷/۱۲

۱۳۹۷/۰۶

۱۳۹۶/۱۲

۱۳۹۶/۰۶

۱۳۹۵/۱۲

در آذرماه ۹۷ در جریان افزایش سرمایه بعدی شیبور (که در بخش صندوق رویش لوتوس هم به آن اشاره شد) گروه مالی فیروزه حق تقدم خرید ۱۶,۷ میلیون سهم جدید معادل ۵,۸۷٪ از کل مبلغ افزایش سرمایه را در اختیار داشت. از این مقدار ۴,۱ میلیون حق تقدم خرید سهام را به قیمت هر سهم ۳۰۵ تومان واگذار کرده و درآمد حاصل از آن (۱,۲۶ میلیارد تومان) صرف خرید ۱۲,۶ میلیون سهم جدید (باقیمانده حق تقدم) به قیمت هر سهم ۱۰۰ تومان شده است. بنابراین گروه فیروزه بدون پرداخت مبلغ اضافه و تنها با فروش حق تقدم در این مرحله ۱,۲۶ میلیارد تومان دیگر سرمایه‌گذاری کرده و تا حد زیادی از رقیق شدن سهام خود جلوگیری کرده است. بعد از این مرحله سهام شرکت اعتبار ایران از ۱,۷۷٪ به ۱,۵۲٪ کاهش یافت. در جریان فروش حق تقدم سهام، هر سهم استارتاپ شیبور به قیمت ۴۰۵ تومان (۳۰۵ + ۱۰۰) تومان قیمت حق تقدم (ارزش‌گذاری شده که ۴ برابر قیمت خرید آن توسط گروه مالی فیروزه است.

در اسفندماه ۹۵ گروه مالی فیروزه (هلدینگ توسعه صنعتی و هلدینگ اعتبار ایران) مجموعاً ۵,۸۷٪ سهام شیبور را به قیمت ۸,۲ میلیارد تومان خریداری کرد. ۴,۱ درصد سهام توسط توسعه صنعتی و ۱,۷۷ درصد توسط اعتبار ایران خریداری شده است. بنابراین مبلغ پرداخت شده توسط شرکت اعتبار ایران ۱,۷۴ میلیارد تومان بوده است.

۱,۷۴۷,۴۰۰,۰۰۰

۱,۷۴۷,۴۰۰,۰۰۰

۱,۷۴۷,۴۰۰,۰۰۰

۱,۷۴۷,۴۰۰,۰۰۰

۱,۷۴۷,۴۰۰,۰۰۰

%۱,۵۲

%۱,۷۷

%۱,۷۷

%۱,۷۷

%۱,۷۷



اولین سرمایه‌گذاری: ۹۵/۱۲

گروه مالی فیروزه

سرآوا: سرمایه‌گذاری **گروه مالی فیروزه** در مجموعه **سرآوا** جزو موفق‌ترین سرمایه‌گذاری‌های اکوسیستم استارت‌آپی ایران بوده است. آنچه در نمودار سرمایه‌گذاری سرآوا نمایش داده شده است، **قیمت تمام شده سهام تحت تملک** است. بر این اساس گروه مالی فیروزه بابت تملک **۶.۴۴ درصد** سهام سرآوا مجموعاً **۱۲.۵ میلیارد تومان** پرداخت کرده است و البته این در حالی است که از محل واگذاری سهام این مجموعه در ۲ مرحله جمعاً **۲۸ میلیارد تومان** درآمد داشته است. بنابراین گروه مالی فیروزه علاوه بر مالکیت **۶.۴۴ درصد** سهام سرآوا که طبق گزارش پامگرت در حال حاضر **۵۰۴۰ میلیارد تومان** ارزش‌گذاری می‌شود، طی خرید و فروش سهام این شرکت حدود **۱۵.۵ میلیارد تومان** نیز **سودآوری** داشته است.

شیپور: گروه مالی فیروزه جزو اولین سرمایه‌گذاران استارت‌آپ **شیپور** بوده است. این مجموعه همچنین در **جذب سرمایه‌های خارجی** برای استارت‌آپ شیپور نقش پررنگی داشته است. همانطور که اشاره شد، گروه مالی فیروزه در آخرین دور جذب سرمایه شیپور، با فروش **۲۵٪** از حق تقدم افزایش سرمایه خود توانست مبلغ مورد نیاز برای افزایش سرمایه **۷۵٪** دیگر حق تقدم خود را فراهم کند. طبق گزارش پامگرت، آخرین ارزش‌گذاری شیپور **۳۷.۱** میلیون یورو معادل **۴۰۹ میلیارد تومان** بوده است.

سایر: گروه مالی فیروزه در مجموعه **آواتک** نیز به طور جداگانه سرمایه‌گذاری کرده است که اطلاعات آماری خاصی در مورد این سرمایه‌گذاری در صورت‌های مالی منتشر نشده است. همچنین اخیراً خبر سرمایه‌گذاری **۳ میلیارد تومانی** شرکت توسعه صنعتی ایران در استارت‌آپ **داستان من** منتشر شد که این موضوع نیز هنوز در صورت‌های مالی منعکس نشده است.

رقیق شدن سهام: زمانی که یک سرمایه‌گذار (X) در جریان افزایش سرمایه یک استارت‌آپ شرکت می‌کند، در ازای تامین بخشی از سرمایه شرکت استارت‌آپی، مالکیت درصد مشخصی از سهام شرکت را در اختیار می‌گیرد. وقتی استارت‌آپ به **دور بعدی افزایش سرمایه** می‌رسد، سرمایه‌گذاران جدید سرمایه موردنیاز را تامین کرده و شرکت استارت‌آپی در ازای آن تعدادی **سهام جدید** منتشر می‌کند. در نتیجه نسبت **سهام سرمایه‌گذار X به تعداد کل سهام کاهش می‌یابد**. به این اتفاق اصطلاحاً **رقیق شدن سهام** یا **Dilution** گفته می‌شود. سرمایه‌گذاران برای جلوگیری از رقیق شدن سهام، باید در هر دور افزایش سرمایه به میزان درصد سهام فعلی خود در افزایش سرمایه مشارکت کنند.

حق تقدم افزایش سرمایه: وقتی یک استارت‌آپ می‌خواهد وارد **دور جدیدی از افزایش سرمایه** شود، طبیعتاً اولویت تامین سرمایه با **سرمایه‌گذاران فعلی** استارت‌آپ است تا در صورتی که مایل بودند، سهام فعلی خود را **حفظ کنند**. به همین دلیل معمولاً سرمایه‌گذارانی که اقدام به تامین مالی استارت‌آپ می‌نمایند، حداقل به **میزان سهام فعلی خود حق تقدم افزایش سرمایه در دوره‌های بعدی** را خواهند داشت. در برخی موارد نیز با شرایط خاصی ممکن است حق تقدم یک سرمایه‌گذار بیش از میزان سهام فعلی وی باشد.

در مواردی که استارت‌آپ به **موفقیت چشمگیری** دست یابد و متقاضیان سرمایه‌گذاری در آن زیاد باشند، حق تقدم افزایش سرمایه به تنهایی می‌تواند **ارزشمند و قابل خرید و فروش** باشد. به عنوان مثال گروه مالی فیروزه در پاییز ۹۷ حق تقدم افزایش سرمایه شیپور را به قیمت **۳ برابر ارزش سهام** این شرکت واگذار کرد.

مرحله خروج: مرحله خروج زمانی اتفاق می‌افتد که سرمایه‌گذاران یک استارت‌آپ بتوانند سرمایه خود را از آن خارج کنند. دروازه‌های مرسوم برای خروج شامل ۱) **عرضه عمومی سهام** در بورس یا IPO (Initial Public Offering) و ۲) **ادغام یا تملک** می‌باشد. در حالت عرضه عمومی سهام، سرمایه‌تأمین شده توسط سرمایه‌گذاران جسورانه با **سرمایه سهامداران بورسی** جایگزین شده و سرمایه‌گذار می‌تواند دارایی خود را به نقدینگی تبدیل کند. در جریان ادغام یا تملک، کل استارت‌آپ توسط مجموعه بزرگتری **خریداری** شده و از این طریق دارایی سرمایه‌گذاران نقد می‌گردد.

حق بازخرید سهام: بعضی از استارت‌آپ‌ها در مسیر رشد خود به مرحله ای می‌رسند که **درآمدزایی و سودآوری** دارند، اما این سودآوری به گونه ای نیست که **مطلوب سرمایه‌گذاران** باشد. در مقابل ممکن است **بنیانگذاران** از وضعیت فعلی و درآمد شرکت رضایت داشته باشند. در چنین شرایطی قابلیت **نقدشوندگی** سهام سرمایه‌گذاران قفل می‌شود. چرا که **رشد استارت‌آپ محدود شده** و شانس افزایش سرمایه جدید و ادامه مراحل رشد تا رسیدن به دروازه بورسی شدن وجود ندارد و از طرفی چون بنیانگذاران از وضعیت شرکت رضایت دارند، **توافق بر سر فروش شرکت نیز اتفاق نمی‌افتد.**

برای چنین مواردی معمولاً بندی در قراردادهای سرمایه‌گذاری گنجانده می‌شود که به عنوان «**حق بازخرید سهام**» شناخته می‌شود. بر اساس این حق، در صورتی که استارت‌آپ به چنین نقطه ای برسد، بنیانگذاران موظفند که ظرف مدت مشخصی با پرداخت مبلغ مورد توافق، سهام سرمایه‌گذاران **بازخرید** نمایند.

ساختار صندوق‌های جسورانه: دلیل اصلی شکل‌گیری صندوق‌های جسورانه این بود که **سرمایه‌گذاران ناآشنا** با فضای کارآفرینی نیز بتوانند در شرکت‌های استارت‌آپی مستعد سرمایه‌گذاری کنند. قبل از بوجود آمدن صندوق‌های جسورانه، تنها VC‌های خبره توانایی ورود به حوزه سرمایه‌گذاری خطرپذیر را داشتند. اما با تشکیل این صندوق‌ها، سرمایه‌گذارانی که آشنایی چندانی با فضای سرمایه‌گذاری خطرپذیر ندارند، می‌توانند با عضویت در صندوق‌های جسورانه و با استفاده از دانش مدیران این صندوق‌ها به صورت غیرمستقیم روی استارت‌آپ‌ها سرمایه‌گذاری کنند.

بنابراین اعضای صندوق‌های جسورانه به ۲ نوع تقسیم می‌شوند:

(۱) **General Partner (GP) یا مدیر صندوق**

(۲) **Limited Partner (LP) یا تامین‌کنندگان مالی**

در صندوق‌های جسورانه **GP صندوق**، وظیفه **شناسایی فرصت‌های سرمایه‌گذاری و اتخاذ تصمیمات** را بر عهده خواهد داشت و معمولاً LP‌ها در این تصمیمات مداخله نمی‌کنند. معمولاً در صندوق‌های جسورانه درصد کوچکی از سرمایه‌گذاری‌های انجام شده، در قالب «حق مدیریت» کسر شده و صرف پرداخت حقوق و دستمزد مدیران و هزینه‌های صندوق می‌شود.

سرمایه‌گذاران صندوق بعد از رسیدن شرکت به پنجره خروج، (ورود به بورس یا فروش به شرکت بزرگتر) سود خود را از سرمایه‌گذاری‌های انجام شده دریافت می‌کنند. در این مرحله در صورتی که سود سرمایه‌گذاری از **نرخ مرجع** (۱.۳ برابر نرخ سود بانکی) بیشتر باشد، **درصدی از سود (معمولاً حدود ۲۰ درصد)** به عنوان **حق مدیریت** به GP صندوق اختصاص می‌یابد و مابقی بین سرمایه‌گذاران تقسیم می‌شود. در صورتی که سود حاصل بیش از ۱.۵ برابر نرخ مرجع باشد، حق مدیریت GP به صورت پلکانی افزایش می‌یابد.

کل حجم سرمایه‌گذاری انجام شده توسط صندوق‌ها و شرکت‌های بررسی شده در این گزارش که همگی جزو سرمایه‌گذاران شاخص اکوسیستم استارت‌آپی ایران می‌باشند، به ۸۰ میلیارد تومان نمی‌رسد. این در حالی است که فقط میزان دارایی‌های شرکت‌های توسعه صنعتی و اعتبار ایران حدود ۹۰۰ میلیارد تومان است و دارایی شرکت‌های سرمایه‌گذار صندوق‌های جسورانه چند ده هزار میلیاردی است. این موضوع به وضوح نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاری انجام شده در اکوسیستم استارت‌آپی ایران نسبت به سایر حوزه‌ها بسیار ناچیز است. دلایل زیادی برای ترس سرمایه‌گذاران از ورود به فضای سرمایه‌گذاری جسورانه وجود دارد که شاید مهمترین آن موانعی است که بر سر راه IPO شدن و خروج سرمایه‌گذاران وجود دارد. در صورت برطرف شدن این موانع استارت‌آپ‌های ایرانی می‌توانند با جذب سرمایه‌های کلان بیش از پیش رشد کنند.

بعد از افزایش قیمت ارز در بهار ۹۷، فقط ۳.۹ میلیارد تومان سرمایه‌گذاری جدید توسط صندوق‌ها و شرکت‌های بررسی شده در این گزارش انجام شده است. البته یکی از دلایل این موضوع، محدودیت حجم سرمایه‌گذاری صندوق‌ها و سپری شدن دوره سرمایه‌گذاری صندوق‌های جسورانه است. اما با این حال باز هم کاهش کلی میزان سرمایه‌گذاری‌ها کاملاً مشهود است. در صورتی که این روند ادامه داشته باشد، جذب سرمایه برای استارت‌آپ‌ها به ویژه استارت‌آپ‌های مراحل پایانی که به سرمایه زیادی نیاز دارند دشوار خواهد بود و این موضوع می‌تواند پیامدهای ناگواری برای چرخه کارآفرینی ایران ایجاد کند.

از بین ۱۸ استارت‌آپ **Early stage** و **Mid stage** بررسی شده در این گزارش، فقط یک مورد سرمایه‌گذاری احتمالا به شکست منجر شده است. البته اطلاعات دقیقی در مورد وضعیت هر یک از استارت‌آپ‌ها وجود ندارد و ممکن است به لحاظ شاخص‌های رشد شرایط مناسبی نداشته باشند. علاوه بر این زمانی می‌توان گفت یک استارت‌آپ موفق بوده که سرمایه‌گذاران بتوانند با سودآوری خوبی از استارت‌آپ خارج شوند، که این مورد هنوز در اکوسیستم استارت‌آپی ایران اتفاق نیفتاده است.

با این حال اگر فرض کنیم مشکل خروج در اکوسیستم ایران مرتفع گردد و تأثیری روی موفقیت یا شکست استارت‌آپ‌ها نداشته باشد، **نرخ شکست قطعی** استارت‌آپ‌های بررسی شده در این گزارش که به طور متوسط ۱۵ تا ۱۸ ماه از زمان اولین جذب سرمایه‌شان می‌گذرد، حدود **۵ درصد** می‌باشد. گرچه نمونه بررسی شده در این گزارش به اندازه کافی برای تعمیم نتایج به کل اکوسیستم کافی نیست، اما به صورت شهودی نیز می‌توان گفت نرخ شکست استارت‌آپ‌ها در ایران به نسبت متوسط جهانی آن پایین‌تر است. دلیل پایین بودن نرخ شکست استارت‌آپ‌ها در ایران احتمالا تقلیدی بودن مدل درآمدی آن‌هاست. در واقع اکثر استارت‌آپ‌های ایرانی **نسخه کپی** استارت‌آپ‌های موفق شده جهانی هستند و مدل درآمدی که در سایر کشورها موفق شده است را در ایران پیاده سازی کرده‌اند. در حالی که در کشورهای توسعه یافته **موج اول استارت‌آپ‌ها** که به **دیجیتالی کردن کسب‌وکارهای سنتی** اختصاص داشت تقریبا به پایان رسیده و استارت‌آپ‌های جدید و **تکنولوژی محور** روی کار آمده‌اند که طبیعتا **نرخ شکست بالاتری** دارند.

با توجه به شرایط اکوسیستم استارت‌آپی ایران به نظر می‌رسد در دهه آینده نیز موج اول استارت‌آپ‌ها در ایران همچنان جای رشد دارند.

