



Original Article

Exit Agreements Affecting the Transfer of Shares to Third Parties in Venture Capital

Mohammad Soltani¹ , Amirhossein Javan Molaei²

ABSTRACT

Contractual agreements in venture capital, which are the primary sources of financing for startups, can be divided into three categories: financial, control and exit agreements. Exit agreements refer to provisions that aim to facilitate investor's access to a successful and efficient exit from a venture-backed business, which is the ultimate and most important phase of venture capital process. Among the exit agreements, two provisions directly affect the transfer of shares to third parties, which is one of the primary and common strategies of the exit of venture capitalists and the liquidity of their shares. These two provisions, which are called the "exit agreements affecting the transfer of shares to third parties in venture capital", are the "Drag-Along Right" and "Tag-Along Right". Investigating nature and function of the aforementioned contractual provisions and examining their conformity with the relevant legal rules and jurisprudential principles, reveals that despite doubts, in Iranian legal system, implementing these important and useful provisions as legitimate and specified agreements that do not conflict with imperative provisions, will not face any legal obstacle relying on the principles of freedom and validity of contracts.

KeyWords: Exit Agreements, Exit Agreements Affecting the Transfer of Shares, Transfer of Shares, Venture Capital, Exit Stage.

How to Cite: Soltani, Mohammad, Javan Molaei, Amirhossein, "Exit Agreements Affecting the Transfer of Shares to Third Parties in Venture Capital", Legal Research, Vol. 27, No. 107, 2024, pp: 139-156.

DOI: <https://doi.org/10.48308/jlr.2024.231954.2518>

Received: 05/06/2023-Accepted: 26/08/2024

1. Assistant Professor, Faculty of Law, Shahid Beheshti University, Tehran, Iran

Corresponding Author Email: m_soltani@sbu.ac.ir

2. L.L.M, Faculty of Law, Shahid Beheshti University, Tehran, Iran



Copyright: © 2024 by the authors. Submitted for possible open access publication under the terms and conditions of the Creative Commons Attribution (CC BY) license (<https://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>).



مقاله علمی- پژوهشی

توافقات خروج مؤثر بر نقل و انتقال سهام به اشخاص ثالث در سرمایه‌گذاری خطرپذیر

محمد سلطانی^۱، امیرحسین جوان مولایی^۲

چکیده

توافقات قراردادی در سرمایه‌گذاری خطرپذیر، که منبع اصلی تأمین مالی کسب و کارهای نوپا به شمار می‌رود، به سه دسته توافقات مالی، کنترلی و خروج قابل تقسیم هستند. توافقات خروج به توافقات و شروطی اطلاق می‌شوند که با هدف تسهیل دستیابی سرمایه‌گذار به خروجی موفق و پربازده از کسب و کار سرمایه‌پذیر پیش‌بینی می‌شوند که آخرین و مهم‌ترین مرحله از فرایند سرمایه‌گذاری خطرپذیر است. از میان توافقات خروج، دو شرط به‌طور مستقیم بر نقل و انتقال و فروش سهام به اشخاص ثالث، که یکی از طرق اصلی و متداول خروج سرمایه‌گذاران خطرپذیر و نقدشوندگی سهام ایشان است، تأثیر گذارند. دو شرط مزبور که از آن‌ها تحت عنوان توافقات خروج مؤثر بر نقل و انتقال سهام در سرمایه‌گذاری خطرپذیر یاد می‌شود عبارت‌اند از: شرط «حق الزام سهامداران به فروش سهام» و شرط «حق پیوستن به سهامداران فروشنده». تحلیل ماهیت و کارکرد شروط قراردادی مزبور و تطبیق آن با مواد قانونی مربوطه و اصول فقهی نشان می‌دهد که علی‌رغم تردیدهای وارده، اعمال این شروط مهم و کاربردی در نظام حقوقی ایران به‌عنوان توافقاتی مشروع و معین که مغایرتی با مقررات آمره ندارند، با تکیه بر اصل آزادی اراده و اصل صحت، با مانع قانونی مواجه نخواهد بود.

کلید واژگان: توافقات خروج، توافقات خروج مؤثر بر نقل و انتقال سهام، انتقال سهام، سرمایه‌گذاری خطرپذیر، مرحله خروج.

استناد به این مقاله: سلطانی، محمد، جوان مولایی، امیرحسین، «توافقات خروج مؤثر بر نقل و انتقال سهام به اشخاص ثالث در سرمایه‌گذاری خطرپذیر»، فصلنامه تحقیقات حقوقی، دوره ۲۷، شماره ۱۰۷، آبان ۱۴۰۳، صص: ۱۳۹-۱۵۶.

DOI: <https://doi.org/10.48308/jlr.2024.231954.2518>

تاریخ دریافت: ۱۴۰۲/۰۳/۱۵ - تاریخ پذیرش: ۱۴۰۳/۰۶/۰۵

۱. استادیار، دانشکده حقوق، دانشگاه شهید بهشتی، تهران، ایران

ایمیل نویسنده مسئول: m_soltani@sbu.ac.ir

۲. کارشناس ارشد، دانشکده حقوق، دانشگاه شهید بهشتی، تهران، ایران

Copyright: © 2024 by the authors. Submitted for possible open access publication under the terms and conditions of the Creative Commons Attribution (CC BY) license (<https://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>).

مقدمه

سرمایه‌گذاری خطرپذیر^۱ به نوعی از سرمایه‌گذاری اطلاق می‌شود که طی آن سرمایه‌گذار با ترکیب دو مؤلفه مهارت و سرمایه، با هدف دستیابی به سود و بازدهی بالا و چند برابری، از طریق سازوکار تملک سهام شرکت سرمایه‌پذیر، به تأمین مالی کسب‌وکارهای نوپا و مبتنی بر نوآوری و دارایی‌های نامشهود که دارای پتانسیل رشد چشمگیر و خلق ارزش بالا و درعین حال، ریسک شکست قابل توجه‌اند، اقدام می‌کند.^۲ این نوع از سرمایه‌گذاری که منبع مهم تأمین مالی کسب‌وکارهای نوپا تلقی می‌شود، با شناسایی فرصت‌های مطلوب سرمایه‌گذاری و ورود به کسب و کار هدف آغاز می‌شود و با نقد شدن سهام و خروج از سرمایه‌گذاری خاتمه می‌یابد. سرمایه‌گذار خطرپذیر در مرحله خروج، به منظور دریافت اصل سرمایه به همراه سود و منافع ناشی شده از پیشرفت شرکت سرمایه‌پذیر و همچنین تحصیل مزد مشارکت و خدمات مالی و غیرمالی خود در طول مدت سرمایه‌گذاری، به نقد کردن سرمایه‌گذاری^۳ و سهام خود در شرکت سرمایه‌پذیر اقدام می‌کند.^۴ از آنجا که سرمایه‌گذاران خطرپذیر عموماً از طریق دستیابی به خروجی موفق، امکان دریافت سود و عواید سرمایه‌گذاری انجام شده را دارند، مرحله خروج برای ایشان واجد اهمیت بسیار است.^۵ سرمایه‌گذاران به واسطه اهمیت مرحله خروج در سرمایه‌گذاری خطرپذیر، به هنگام انجام سرمایه‌گذاری و انعقاد قرارداد سهامداران^۶ که سند تنظیم‌کننده روابط کارآفرینان و سرمایه‌گذار در شرکت سرمایه‌پذیر^۷ است، همواره بر پیش‌بینی توافقات خروج^۸ اصرار می‌ورزند.^۹ منظور از توافقات خروج، شروط و توافقاتی است که بر نقدشوندگی سهام سرمایه‌گذار در شرکت سرمایه‌پذیر و خروج آن از کسب و کار بیشترین تأثیر را دارند و خروج سرمایه‌گذار را مطابق زمان‌بندی و بازدهی مورد انتظار وی تسهیل و تسریع می‌کنند^{۱۰} که عبارت‌اند از: حق الزام سهامداران به فروش سهام^{۱۱}، حق پیوستن

1. Venture Capital or Venture-Based Investment

2. Gompers, Paul., Josh, Lerner. "The Venture Capital Revolution", *The Journal of Economic Perspectives* 15 (2), 2001, p.145; Cremades, A. *The Art of Startup Fundraising: Pitching Investors, Negotiating the Deal, And Everything Else Entrepreneurs Need to Know*. New Jersey: Wiley, 2016, p 79.

3. Cash-Out

4. Cumming, Douglas J., Sofia, A. Johan. *Venture Capital and Private Equity Contracting: An International Perspective*, Second Edition, United States: Elsevier, 2014, p 301.

5. Lemley, Mark A., Andrew, McCreary. "Exit Strategy", *Boston University Law Review* 101 (1), 2021, pp 1,6.

6. Shareholders Agreement (SHA)

۷. شایان ذکر است شرکت‌های سرمایه‌پذیر و مبتنی بر سرمایه‌گذاری خطرپذیر عمدتاً در قالب شرکت سهامی خاص تأسیس می‌شوند. به همین دلیل است که بررسی‌ها و مباحث مطروحه در پژوهش حاضر غالباً محدود به فرضی است که کسب و کار در قالب شرکت سهامی خاص تشکیل شده است. (ن.ک به بند ۱.۲)

۸. قراردادهای سهامداران اصولاً شامل سه دسته توافقات کلیدی است که عبارت‌اند از: توافقات مالی، توافقات کنترل و توافقات خروج. منظور از توافقات مالی شروط و توافقاتی است که دارای آثار مالی و اقتصادی، و تعیین‌کننده ابعاد مالی همکاری طرفین در کسب و کار است. توافقات کنترل نیز به توافقاتی اطلاق می‌شود که به کنترل و تسلط سهامداران بر تصمیم‌گیری‌ها و نقش و جایگاه ایشان در اداره کسب و کار مربوط می‌شوند (ر.ک: سلطانی، محمد و محمدطاهر اعظم‌پور، «توافقات کنترل در قراردادهای سرمایه‌گذاری خطرپذیر»، *فصلنامه تحقیقات حقوقی*، شماره ۸۸، ۱۳۹۸، ص ۲۰۷).

9. Bussgang, J. *Mastering the VC Game; A Venture Capital Insider Reveals How to Get from Start-Up to IPO on Your Terms*. New York: Penguin Group, 2010, p 170.

10. Smith, Janet K., Richard, L. Smith. *Entrepreneurial Finance: Venture Capital, Deal Structure & Valuation*. Second Edition. United States: Stanford University Press, 2019, p 146.

11. Drag-Along Right

به سهامداران فروشنده^۱، حق بازخرید سهام^۲، تبدیل سهام ممتاز به عادی^۳ و حق ثبت سهام^۴. از میان پنج توافق مزبور، دو شرط حق الزام سهامداران به فروش سهام و حق پیوستن به سهامداران فروشنده به نحو مستقیم بر نقل و انتقال و فروش سهام به اشخاص ثالث مؤثر واقع می‌شوند و بدین ترتیب در دسته‌بندی توافقات خروج مؤثر بر نقل و انتقال سهام به اشخاص ثالث جای می‌گیرند. با عنایت به آنکه فروش و انتقال سهام به اشخاص ثالث یکی از طرق اصلی و مطلوب خروج در سرمایه‌گذاری خطرپذیر است^۵ و تعداد چشمگیری از خروج‌های موفق از این طریق انجام می‌شود^۶، پیش‌بینی توافقات خروج مؤثر بر انتقال سهام در قراردادهای سرمایه‌گذاری خطرپذیر بسیار متداول است. با وجود این، علی‌رغم اهمیت قابل توجه توافقات خروج مؤثر بر انتقال سهام و کاربرد چشمگیر آن در قراردادهای سرمایه‌گذاری خطرپذیر، تاکنون پژوهشی در باب بررسی ماهیت این دسته از توافقات و امکان اعمال آن‌ها در نظام حقوقی ایران به رشته تحریر درنیامده است^۷. از این رو بر آن شدیم تا در پژوهش حاضر ضمن بررسی و مذاقه در مفهوم و کارکرد هر یک از توافقات خروج مؤثر بر نقل و انتقال سهام به اشخاص ثالث در سرمایه‌گذاری خطرپذیر، با تحلیل ماهیت توافقات مزبور و تطبیق آن با مقررات فقهی و حقوقی موجود، اعمال آن‌ها در نظام حقوقی ایران را امکان‌سنجی و بررسی کنیم. در این راستا، در قسمت اول پژوهش، شرط حق پیوستن به سهامداران فروشنده و در قسمت دوم، شرط حق الزام سهامداران به فروش سهام بررسی و تحلیل می‌شود.

۱. حق پیوستن به سهامداران فروشنده

به منظور بررسی جامع شرط حق پیوستن به سهامداران فروشنده، ابتدا در بند اول به تبیین مفهوم و کارکرد این شرط پرداخته خواهد شد و سپس در بند دوم، ضمن تحلیل ماهیت شرط مزبور، قابلیت اعمال آن در نظام حقوقی ایران مورد مذاقه و امکان‌سنجی قرار می‌گیرد.

^۱. Tag-Along Right

^۲. Redemption Right

شرط حق بازخرید سهام شرطی است که به موجب آن سهامداران شرکت سرمایه‌پذیر ملتزم و متعهد به خریداری سهام سرمایه‌گذار تحت شرایط معین و توافق شده و بر مبنای قیمتی قابل تعیین در آینده می‌شوند.

^۳. Conversion Right

مطابق شرط تبدیل سهام ممتاز به عادی که ممکن است به شکل اجباری یا اختیاری در قرارداد سهامداران پیش‌بینی شود، سهام ممتاز سرمایه‌گذار با حدوث شرایط از پیش تعیین شده یا به صرف درخواست دارنده سهام، تبدیل به سهام عادی و کلیه حقوق ممتاز آن ساقط می‌شود.

^۴. Registration Right

به موجب شرط حق ثبت سهام، سهامداران شرکت سرمایه‌پذیر متعهد می‌شوند تحت شرایطی معین و به درخواست سرمایه‌گذار، تعداد معینی از سهام شرکت را نزد بورس ثبت کنند و کلیه تشریفات و اقدامات لازم برای عرضه عمومی اولیه سهام مزبور در بورس را انجام دهند.

^۵. Baumeister, Alexander., Maximilian, Muelke. "Private Equity Exits: German Trade and Secondary Sales in the Financial Crisis", *The Journal of Private Equity* 13 (3), 2010, p 48.

^۶. National Venture Capital Association, *NVCA 2022 Yearbook*, United States: National Venture Capital Association, 2022, p.38; Demaria, C. *Introduction to Private Equity, Debt and Real Assets: From Venture Capital to LBO, Senior to Distressed Debt, Immaterial to Fixed Assets*, Third Edition, United Kingdom: Wiley, 2020, p 29.

^۷. فقدان پژوهشی منسجم راجع به توافقات خروج مؤثر بر نقل و انتقال سهام به اشخاص ثالث در سرمایه‌گذاری خطرپذیر محدود به کشور ایران نیست و حتی در کشورهای خارجی نظیر اندونزی، چک، مجارستان و غیره نیز به‌تازگی پژوهش‌هایی در باب توافقات مزبور و قابلیت اعمال آن‌ها در نظام حقوقی مربوطه انجام شده است. برای نمونه ن.ک به:

Justisiana, Rinna., Togi, Pangaribuan. "Drag-Along and Tag-Along Rights in the Perspective of Indonesian Company Law", *Sociological Jurisprudence Journal (Faculty of Law University of Indonesia)* 5 (1), 2022; Horakova, Bohuslava. "Drag-Along and Tag-Along Clauses in Shareholder Agreements-Czech Law Perspective", *Perspectives of Law in Business and Finance*, 1, 2023.

۱.۱. مفهوم و کارکرد

شرط حق پیوستن به سهامداران فروشنده^۱ شرطی قراردادی است که به موجب آن، سهامداری که حق مزبور به نفع وی پیش‌بینی شده است قادر می‌شود سهام خود را به سهام سهامدار یا حدنصاب معینی از سهامداران که قصد فروش سهام خود را به شخص ثالث دارند (سهامداران فروشنده)، ضمیمه کند و درصدی از سهام خود را تحت شرایط و قیمت یکسان، که به سهامداران فروشنده پیشنهاد شده است، به فروش رساند و از کسب و کار، ولو به صورت جزئی، خارج شود^۲. به بیانی ساده‌تر، مطابق شرط پیوستن به سهامداران، سهامدارانی که شرط مزبور به نفع ایشان پیش‌بینی شده است، می‌توانند در صورتی که شرایط، قیمت و مفاد معامله فروش سهام پیشنهاد شده به سایر سهامداران را مطلوب ارزیابی کنند، ظرف مدت زمانی معین، سهام تحت مالکیت خود را به نسبت سهامداری در شرکت^۳، به معامله مزبور، که توسط سهامداران دیگر مهیا شده است، ضمیمه و از طریق انتقال به خریدار ثالث نقد کنند.

شرط پیوستن به سهامداران اصولاً به صاحبان اقلیت سهام اجازه می‌دهد که سهام خود را هم‌زمان با صاحبان اکثریت سهام در یک معامله و با شرایط مشابه به شخص ثالث منتقل و از پذیرش شرکت با ترکیب ساختاری جدید و ناخواسته اجتناب کنند^۴. علاوه بر آن، صاحبان اقلیت سهام اصولاً به واسطه قدرت چانه‌زنی پایین‌تری که نسبت به صاحبان اکثریت سهام شرکت دارند، به فروش سهام خود به ارزش و شرایطی مشابه صاحبان اکثریت سهام موفق نمی‌شوند و فقط به کمک حق پیوستن به سهامداران فروشنده است که می‌توانند از معامله‌ای با شرایط و قیمت ایدئال، که به صاحبان اکثریت سهام و کارآفرینان به واسطه برخورداری ایشان از اکثریت سهام و قدرت مدیریتی و کنترلی پیشنهاد شده است، منتفع شوند^۵. بنابر توضیحات مذکور، این شرط به‌طور مستقیم بر نقل و انتقال سهام سرمایه‌گذار به اشخاص ثالث مؤثر واقع می‌شود و فروش سهام توسط مشروط‌له را به واسطه حذف پیش‌نیازهایی نظیر یافتن خریدار و انجام دادن مذاکرات و چانه‌زنی تسهیل می‌کند و در مقابل، منجر به ایجاد تعهد برای سهامداران متعهد و محدود شدن حق نقل و انتقال سهام توسط ایشان به شرح مذکور در بند بعد می‌شود.

۱.۲. قابلیت اعمال در نظام حقوقی ایران

شرط پیوستن به سهامداران، در اغلب قراردادهای سهامداران و سایر قراردادهای مشابه در اکوسیستم سرمایه‌گذاری خطرپذیر در نظام حقوقی ایران^۶ و جهان از جمله نمونه قرارداد سهامداران اتاق بازرگانی بین‌المللی^۷ اصولاً به نحوی تنظیم می‌شود که ماهیتاً ایجادکننده حقی قراردادی برای سرمایه‌گذار خطرپذیر و سه تعهد معین اصلی از جنس شرط

^۱ از این پس برای رعایت اختصار، شرط پیوستن به سهامداران نامیده می‌شود.

^۲ Klonowski, D. *The Venture Capital Investment Process*. United States: Palgrave Macmillan, 2010, p 152; Bienz, Carsten, Uwe, Walz. "Venture Capital Exit Rights", *Journal of Economics & Management Strategy* 19 (4), 2010, p 1072.

^۳ Pro-Rata

^۴ Leavitt, J. M. "Burned Angels: The Coming Wave of Minority Shareholder Oppression Claims in Venture Capital Start-up Companies", *Journal of Law and Technology* 6 (2), 2012, p 235.

^۵ Horakova, op.cit., p 32.

^۶ مستند این مدعا، استقرای انجام شده بر روی قراردادهای منعقد شده توسط سرمایه‌گذاران خطرپذیر ممتاز ایران از جمله سرآوا، رهنما ونچرز، بهمن، کران، دیاموند و داوین می‌باشد.

^۷ اتاق بازرگانی بین‌المللی (ICC) با هدف پاسخگویی به نیاز اکوسیستم استارت‌آپی به مجموعه‌ای استاندارد از قراردادهای نمونه در حوزه استارت‌آپ‌ها، مجموعه‌ای را در سال ۲۰۲۱ تحت عنوان «قراردادهای نمونه اتاق بازرگانی بین‌المللی برای استارت‌آپ‌ها» عرضه کرد که یکی از مهم‌ترین نمونه قراردادهای آن نمونه قرارداد سهامداران است.

فعل بر عهده سایر سهامداران است^۱ که به ترتیب عبارت‌اند از^۲:

(۱) تعهد سهامداران به اعلام دریافت پیشنهاد تملک سهام از سوی خریدار ثالث به سرمایه‌گذار به همراه شرایط و مفاد پیشنهاد مزبور از جمله قیمت پیشنهادی و شرایط معامله. اصولاً سهامداران فروشنده شرایط و قیمت نهایی پیشنهاد شده را به سرمایه‌گذار اعلام می‌کنند و سرمایه‌گذار صرفاً در خصوص پیوستن یا عدم پیوستن به معامله پیشنهاد شده تصمیم‌گیری می‌کند و خود بنابر دلایل مشروحه در پاراگراف دوم بند ۱.۱ به چانه‌زنی و مذاکره نمی‌پردازد.

(۲) تعهد سهامداران فروشنده به مذاکره با خریدار ثالث و مهیا کردن شرایط برای پیوستن سرمایه‌گذار به معامله فروش سهام با شرایط واحد و یکسان، در صورتی که سرمایه‌گذار ظرف مدت زمانی معین، تمایل خویش مبنی بر فروش سهام به خریدار ثالث مطابق شرایط پیشنهادی را اعلام کرده باشد. در این مرحله چنانچه خریدار ثالث مایل به تملک درصد بیشتری از سهام شرکت باشد، سهام سرمایه‌گذار به همراه سهام سهامداران فروشنده به فروش می‌رسد و تعهد مقرر شده به موجب شرط حق پیوستن به سهامداران فروشنده ایفا می‌شود.

(۳) چنانچه خریدار ثالث تمایل یا بودجه کافی برای تملک درصد بیشتری از سهام عرضه شده را نداشته باشد، سهامداران فروشنده مکلف‌اند به منظور سهیم کردن سرمایه‌گذار در معامله فروش سهام، از فروش درصد معینی از سهام خود چشم‌پوشی کنند تا سرمایه‌گذار بتواند در معامله فروش سهام وارد شود و متناسب با نسبت سهامداری خود در شرکت، امکان فروش و انتقال سهام تا سقف مدنظر خریدار ثالث را بیابد^۳.

از آنجا که با پیش‌بینی شرط پیوستن به سهامداران و تعهدات ناشی شده از آن، حق انتقال سهام توسط عده‌ای از سهامداران در فرضی که خریدار ثالث مایل به تملک تعداد بیشتری از سهام شرکت نباشد محدود می‌شود، مهم‌ترین چالشی که ممکن است در خصوص صحت شرط پیوستن به سهامداران مطرح شود، بحث مشروعیت ایجاد محدودیت مزبور برای سهامداران متعهد است. فلذا لازم است بررسی شود که آیا در نظام حقوقی ایران اساساً امکان محدود کردن حق نقل و انتقال سهام سهامداران در شرکت سهامی خاص وجود دارد یا خیر. مستند به ماده ۴۱ لایحه اصلاحی قانون تجارت، مشروط کردن نقل و انتقال سهام به موافقت هیئت‌مدیره یا مجامع عمومی صاحبان سهام در شرکت‌های سهامی

^۱. با عنایت به رویه سخت‌گیرانه اداره ثبت شرکت‌ها در ثبت امتیازات سهام ممتاز که طی آن، صرفاً ثبت دو امتیاز «حق دریافت سود بیشتر» و «حق رأی بیشتر» در سامانه مربوطه امکان‌پذیر است، در حال حاضر ثبت «حق پیوستن به سهامداران» به عنوان امتیاز سهام ممتاز ممکن نیست و صرفاً می‌توان این حق را به عنوان یک حق قراردادی پیش‌بینی کرد. با توجه به رویه سابق‌الذکر و همچنین ماهیت این حق، که به صورت موردی و به منظور رفع دغدغه خاص سرمایه‌گذار اعطا می‌شود، حق مزبور اصولاً قائم به شخص سرمایه‌گذار است و به عنوان امتیاز سهام تلقی نمی‌شود.

^۲. اتاق بازرگانی بین‌المللی، *نمونه قراردادهای اتاق بازرگانی بین‌المللی (آی‌سی‌سی)* برای استارت‌آپ‌ها، ترجمه سعید حقانی، تهران: گنج دانش، ۱۴۰۰، صص ۵۹-۶۲.

^۳. به منظور فهم دقیق‌تر وضعیت مذکور، شرکتی را فرض کنید که از ۳ سهامدار (الف)، (ب) و (ج) تشکیل شده است که به ترتیب مالک تعداد ۴۰۰، ۲۰۰ و ۴۰۰ سهم در شرکت می‌باشند و سهامدار (ج) از حق پیوستن به سهامداران فروشنده برخوردار است. حال چنانچه سهامداران (الف) و (ب)، خریداری پیدا کنند که مایل به تملک مجموعاً ۴۰۰ سهم از سهام شرکت باشند، سهامدار (ج) می‌تواند با اعمال حق خویش، به نسبت سهام خود در شرکت (۲۰ درصد)، سهام خود را به معامله فروش ضمیمه و ۸۰ سهم خود را به خریدار مزبور عرضه کند. بدین ترتیب، با اعمال حق توسط سهامدار (ج)، سایر سهامداران موفق به فروش کامل ۴۰۰ سهم خود به خریدار نمی‌شوند و صرفاً می‌توانند مجموعاً ۳۲۰ سهم را به فروش رسانند.

عام صراحتاً ممنوع اعلام شده است. ماده مزبور دارای مفهوم مخالف است و مطابق آن، برخلاف شرکت‌های سهامی عام، ایجاد محدودیت در نقل و انتقال سهام شرکت‌های سهامی خاص و مشروط کردن آن امری پذیرفته شده است.^۱ علاوه بر جواز محدود کردن انتقال سهام در شرکت‌های سهامی خاص، باید توجه داشت با پیش‌بینی شرط پیوستن به سهامداران به صورت متداول، اصولاً نقل و انتقال سهام صاحبان اکثریت سهام شرکت منوط یا مشروط به موافقت نامحدود سرمایه‌گذار نمی‌شود، بلکه سهامداران با اراده آزاد خود می‌پذیرند که تحت شرایطی خاص تعداد کمتری از سهام خود را به فروش رسانند و برای فروش باقیمانده آن، به پیدا کردن خریدار دیگری اقدام کنند. بدین ترتیب، حق نقل و انتقال سهام و خروج سهامداران از شرکت به طور کلی سلب نمی‌شود و ایشان همچنان می‌توانند سهام خود را ولو به تعداد کمتر و طی چند معامله به اشخاص ثالث منتقل کنند و از شرکت سرمایه‌پذیر خارج شوند. بنابراین، از آنجا که محدودیت ایجاد شده در اثر پیش‌بینی شرط حق پیوستن به سهامداران فروشنده، محدودیتی جزئی و معین است و سلب‌کننده حق نقل و انتقال سهام سهامداران به طور کلی نیست، شرط مزبور هیچ‌گونه تعارضی با ماده ۹۵۹ قانون مدنی نیز نخواهد داشت. محدودیت نقل و انتقال سهام ناشی شده از شرط حق پیوستن به سهامداران را از آن نظر باید جزئی دانست که اولاً، شرط مزبور صرفاً تحت شرایطی معین از جمله حصول حدنصاب لازم برای اعمال حق^۲ و آن هم در یک فرض خاص که طی آن، سرمایه‌گذار خواهان پیوستن به معامله فروش باشد و خریدار قصد تملک تعداد بیشتری از سهام را نداشته باشد، ممکن است فقط مانع از انتقال بخشی از سهام سهامداران فروشنده شود؛ ثانیاً شرط مزبور و محدودیت ناشی شده از آن، اصولاً محدود به مدت زمانی معین می‌شود؛ ثالثاً، این شرط هیچ‌گاه مانع از انتقال کلیه سهام سهامداران متعهد نمی‌شود، بلکه سهامداران فروشنده در هر حال می‌توانند بخشی از سهام خود را به فروش برسانند و برای مابقی آن معامله جدیدی منعقد کنند. با توجه به جزئی بودن محدودیت ایجاد شده، شرط مزبور تعارضی با مقتضای مالکیت صاحبان سهام، ماده ۳۰ قانون مدنی و اصل تسلیط ندارد؛^۳ چرا که تحدید جزئی حق مالکیت توسط مالک به موجب توافقات قراردادی امری پذیرفته شده است.^۴

بنابر تحلیل انجام شده درباره ماهیت شرط حق پیوستن به سهامداران فروشنده، مشخص می‌شود تعهدات مزبور همگی تعهداتی مقدور و از جنس شرط فعل‌اند و تعهد به فعل ثالث نیز تلقی نمی‌شوند. چراکه در تعهدات مزبور، کارآفرینان تعهدی مبنی بر تملک سهام سرمایه‌گذار توسط خریدار ثالث نمی‌دهند. در ضمن، شرط قراردادی حق پیوستن به سهامداران فروشنده، هیچ‌گونه تعهدی برای خریدار ثالث نیز ایجاد نمی‌کند و خریدار حق دارد ایجاب جدید سهامداران فروشنده را آزادانه رد کند. افزون بر مراتب مذکور، شرط حق پیوستن به سهامداران شرطی معلوم و معین، نافع و مشروع است و همچنین خلاف مقتضای ذات عقد و یا شرطی مجهول، که منجر به جهل به عوضین قرارداد شود، نیز تلقی

۱. اسکینی، ربیعا، *حقوق تجارت: شرکت‌های تجاری*، جلد ۲، تهران: سمت، ۱۳۹۴، صص ۷۹ و ۱۰۲.

۲. اگرچه به طور متداول و مرسوم، اعمال حق پیوستن به سهامداران از سوی سرمایه‌گذار منوط به حصول حدنصابی معین می‌شود، اما در فرض عدم مشروط بودن اعمال حق به حصول حدنصاب معین نیز شرط مزبور مطابق استدلال تشریح شده صحیح است و خدشه‌ای به صحت آن وارد نخواهد بود. چراکه مبنای اصلی استدلال ارائه شده جزئی بودن محدودیت ایجاد شده در اثر شرط پیوستن به سهامداران است و عدم مشروط بودن آن به حصول حدنصاب، با عنایت به سایر مؤلفه‌های معنونه، سبب کلی تلقی شدن محدودیت حادث شده نمی‌شود.

۳. حتی شورای عالی ثبت طی رأی وحدت رویه شماره ۳۱۷ مورخ ۱۳۴۲/۱۱/۳، شرط ضمن عقدی را با این مضمون که «هر گاه فرزند (منتقل‌لیه) بخواهد ملک موضوع انتقال را در زمان حیات پدرش (منتقل‌کننده) به فروش رساند، باید رضایت پدر را اخذ نماید»، علی‌رغم اطلاق و کلی بودن محدودیت حادث شده برای فروش ملک از سوی خریدار در اثر شرط صحیح تلقی کرده است. حال آنکه محدودیت ایجاد شده برای فروش سهام در اثر شرط پیوستن به سهامداران به مراتب مضیق‌تر و جزئی‌تر از شرط مذکور است.

۴. کاتوزیان، ناصر، *دوره مقدماتی حقوق مدنی: اموال و مالکیت*، تهران: میزان، ۱۳۹۴، ص ۱۴۷.

نمی‌شود؛ لذا در دسته‌بندی شروط باطل معرفی شده در مواد ۲۳۲ و ۲۳۳ قانون مدنی جای نمی‌گیرد و شرطی معتبر در نظام حقوقی ایران قلمداد می‌شود.^۱

متعاقب اثبات صحت و اعتبار شرط پیوستن به سهامداران در نظام حقوقی ایران، نوبت به تبیین اثر این شرط می‌رسد. شرط پیوستن به سهامداران گاه ممکن است از جنس شرط فعل و واجد تعهد به فعل منفی حقوقی بر عهده سهامداران مبنی بر خودداری از فروش سهام بدون رعایت الزامات مقرر شده در شرط باشد. در این موارد، چنانچه سهامداران بدون رعایت الزامات پیش‌بینی شده از جمله لزوم مطلع کردن سرمایه‌گذار از معامله فروش پیشنهاد شده و ضمیمه کردن سهام وی به معامله در صورت اعلام تمایل، به فروش سهام خود اقدام کنند، معامله فروش صحیح است؛ اما از آنجا که تعهد منفی آنی نقض شده است و دیگر امکان اجبار متعهد وجود ندارد، مشروط‌له وفق مواد ۲۳۷ و ۲۳۹ و ملاک ماده ۴۹۲ قانون مدنی حق فسخ قرارداد پایه (قرارداد سهامداران یا خرید سهام منعقد میان سهامداران و سرمایه‌گذار) و در صورت اثبات ورود ضرر، حق مطالبه خسارت خواهد داشت. به نظر می‌رسد حق فسخ قرارداد پایه ضمانت اجرای مطلوبی برای سرمایه‌گذار نباشد؛ چراکه در غالب موارد با گذشت زمان، ارزش و قیمت سهام شرکت سرمایه‌پذیر رشد کرده، اما ارزش سرمایه نقدی پرداخت شده به واسطه تورم تنزل پیدا کرده است؛ لذا فسخ قرارداد و استرداد سرمایه پرداختی فاقد توجیه اقتصادی برای سرمایه‌گذار خواهد بود. از طرف دیگر، علاوه بر پیچیدگی‌های عملی حادث شده در اثر فسخ قرارداد^۲، شروط ارزشمند و مهم متعددی در قرارداد پایه به نفع سرمایه‌گذار پیش‌بینی می‌شود که اصولاً چشم‌پوشی و گذشت از آن‌ها به واسطه نقض یک شرط، برای سرمایه‌گذار چندان قابل قبول نیست. بنابراین توصیه می‌شود در مواردی که شرط پیوستن به سهامداران به صورت شرط فعل منفی در قرارداد درج می‌شود، به منظور تأمین منافع سرمایه‌گذار و تقویت بازراندگی شرط، وجه التزام قراردادی متناسبی برای نقض تعهد به نفع سرمایه‌گذار پیش‌بینی شود.

در مقابل، گاه ممکن است شرط پیوستن به سهامداران به صورت شرط نتیجه منفی تنظیم شود و به موجب آن حق فروش سهام توسط سهامداران در فرض عدم رعایت الزامات مقرر شده در شرط، سلب شده باشد. در این فرض، از آنجا که به محض اشتراط شرط نتیجه، حق فروش سهام جزئاً از مشروط‌علیهم سلب شده است، در نتیجه معامله فروش سهام، که بدون رعایت الزامات شرط پیوستن به سهامداران فی‌مابین مشروط‌علیهم و خریدار ثالث منعقد شده است، غیرنافذ و تنفیذ آن در اختیار مشروط‌له خواهد بود^۳. بدین ترتیب به نظر می‌رسد، پیش‌بینی این شرط به صورت شرط نتیجه، با هدف شرط و منافع سرمایه‌گذار سازگاری بیشتری داشته باشد. سرمایه‌گذار در این فرض نیز می‌تواند به منظور تقویت بازراندگی از پیش‌بینی وجه التزام نقض تعهد بهره‌جوید.

^۱. نمونه شرط استاندارد و مختصر شرط پیوستن به سهامداران به شرح ذیل است:

«چنانچه شخص ثالث پیشنهاد خرید بیش از (x) درصد از سهام شرکت را به یک یا چند سهامدار ارائه کرده باشد، سهامداران مزبور (مشروط‌علیهم) صرفاً در صورتی قادر به فروش سهام خود به خریدار خواهند بود که پیشنهاد خریدار را به اطلاع سایر سهامداران، که شرط به نفع ایشان پیش‌بینی شده است (مشروط‌له)، رسانده باشند و ایشان ظرف مدت معین شده تمایل خویش مبنی بر فروش سهام خود و پیوستن به معامله فروش را اعلام نکرده باشند. در غیر این صورت، سهامداران مشروط‌علیهم مکلف‌اند امکان فروش سهام توسط سایر سهامداران را به نسبت سهامداری ایشان در شرکت با شرایط و قیمت یکسان فراهم آورند.»

^۲. برای نمونه، پیچیدگی‌های عملی ناشی از اعمال حق فسخ در فرضی که طی آن، عده‌ای از سهامداران (مشروط‌علیهم) تعهد ناشی از شرط پیوستن به سهامداران را نقض کرده‌اند و قرارداد پایه صرفاً برای ایشان فسخ می‌شود، کاملاً قابل تصور و مشهود است.

^۳. شهیدی، مهدی، **حقوق مدنی ۳: تعهدات**، تهران: مجد، ۱۳۹۴، ص ۱۴۹.

۲. حق الزام سهامداران به فروش سهام

دومین شرط از توافقات خروج مؤثر بر نقل و انتقال سهام به اشخاص ثالث در سرمایه‌گذاری خطرپذیر، شرط حق الزام سهامداران به فروش سهام است. به سیاق گفتار قبل، طی بند اول به مفهوم و کارکرد شرط حق الزام سهامداران به فروش سهام و در بند دوم ضمن تحلیل ماهیت شرط مزبور، به امکان‌سنجی اعمال این شرط در نظام حقوقی ایران پرداخته می‌شود.

۲.۱. مفهوم و کارکرد

حق مالکیت مهم‌ترین حق عینی است که انسان می‌تواند بر مالی داشته باشد و به صاحب آن اجازه می‌دهد منحصرأ هرگونه تصرفی در مال خود بکند و براساس ماده ۳۰ قانون مدنی و قاعده تسلیط، مانع از تصرفات و دخالت‌های دیگران در مایملک خود شود.^۱ به همین دلیل است که اساساً هیچ سهامدار یا اکثریتی حق ندارد سهامدار دیگر را به فروش سهام خود در شرکت ملزم و به حق مالکیت ایشان خدشه وارد کند، مگر آنکه مالک سهام (سهامداران شرکت) توافق صریح خود را مبنی بر تعهد به فروش سهام تحت شرایطی معین از قبل اعلام کرده باشد.^۲ سهامداران به‌طور معمول در قرارداد سرمایه‌گذاری، رضایت و تعهد خویش به فروش سهام را به موجب شرطی اعلام می‌کنند که بدان حق الزام سهامداران به فروش سهام^۳ گفته می‌شود. شرط حق الزام سهامداران شرطی قراردادی است که به موجب آن سهامداران شرکت سرمایه‌پذیر، به‌ویژه کارآفرینان، متعهد می‌شوند تا چنانچه صاحبان اکثریت معینی از سهام، تحت شرایط مشخص شده از جمله تحقق حداقل قیمت مورد توافق، وضعیت را برای فروش کامل شرکت مناسب تشخیص دادند و برای فروش سهام شرکت به خریدار ثالث تصمیم‌گیری کردند، برای فروش و انتقال سهام خود به آن خریدار اقدام کنند.^۴ بدین ترتیب، سهامداران اقلیت، که مخالف فروش شرکت‌اند، با الزام صاحبان اکثریت معینی از سهام شرکت به معامله فروش سهام به خریدار ثالث با شرایط یکسان و مشابه اضافه می‌شوند و کسب‌وکار سرمایه‌پذیر به‌طور کامل و با ارزشی به مراتب بالاتر (نسبت به فرض فروش بخشی از سهام شرکت)^۵ فروخته می‌شود.^۶ بنابراین، شرط حق الزام سهامداران به فروش سهام با همراه کردن سهامداران مخالف در فروش کامل سهام شرکت به خریدار ثالث، خروج سرمایه‌گذار از طریق انتقال کامل سهام به شخص ثالث را تسهیل می‌بخشد و مانع از متوقف شدن خروج یا از دست رفتن پیشنهاد ثالث مبنی بر تملک کامل سهام شرکت به‌واسطه مخالفت صاحبان اقلیت سهام می‌شود.^۷

۱. کاتوزیان، ناصر، *دوره مقدماتی حقوق مدنی: اموال و مالکیت*، پیشین، صص ۱۱۰-۱۱۱.

۲. Bienz and Walz, op.cit., p 1076.

۳. پس از این به اختصار شرط حق الزام سهامداران نامیده می‌شود.

۴. Ibid, p.1072; Rosplock, K. *The Complete Direct Investing Handbook: A guide for Family offices, Qualified Purchaser, and Accredited Investors*. United States: Bloomberg Press, 2017, p 187.

۵. از آنجا که با تملک صددرصدی شرکت هدف، خریدار بدون مزاحمت و حضور سهامداران سابق (ولو اقلیت) در ترکیب سهامداری و مجامع که مجوز دسترسی مستمر ایشان به اطلاعات شرکت به‌واسطه حفظ سهامداری است، قادر به کنترل کامل از شرکت می‌شود، طبیعتاً ارزشی به مراتب بالاتر برای خرید کامل شرکت برای خرید ناقص آن پیشنهاد می‌دهد. علاوه بر آن، خریداران استراتژیک، که تملک‌کنندگان اصلی شرکت‌های نوپا هستند، نیز به منظور ایجاد هم‌افزایی میان شرکت هدف و کسب و کار خود، اغلب صرفاً به دنبال تملک کامل شرکت هستند.

۶. Ramsinghani, M. *The Business of Venture Capital: Insights from Leading Practitioners on the Art of Raising a Fund, Deal Structuring, Value Creation, and Exit Strategies*, Second Edition, New Jersey: Wiley, 2021, p 343.

۷. Bienz and Walz, op.cit., p 1077.

۲.۲. قابلیت اعمال در نظام حقوقی ایران

شرط حق الزام سهامداران در قراردادهای منعقد در اکوسیستم سرمایه‌گذاری خطرپذیر کشور ایران^۱ و نمونه قراردادهای بین‌المللی^۲ به‌طور معمول به‌صورت شرط فعل و تعهد به بیع سهام در آینده بر عهده کلیه سهامداران شرکت سرمایه‌پذیر پیش‌بینی می‌شود و به موجب آن، سهامداران متعهد می‌شوند در صورتی که اکثریت معینی از صاحبان سهام شرکت (برای مثال صاحبان حداقل ۸۰ درصد سهام)، پیشنهاد خریدار ثالث مبنی بر تملک شرکت را، که اصولاً باید معادل قیمت بازاری سهام در روز فروش یا قیمت دیگری که مطابق فرمولی مشخص تعیین می‌شود، باشد، مناسب تشخیص دادند و درباره فروش شرکت به خریدار ثالث تصمیم‌گیری کردند، سهام خود را به همراه صاحبان اکثریت سهام با شرایطی یکسان به خریدار به فروش رسانند.

به منظور تحلیل صحت توافق مزبور، لازم است ابتدا بررسی شود که آیا این شرط از شرایط صحت معاملات مطابق قانون برخوردار است یا خیر. در نظام حقوقی ایران شرایط اساسی صحت معاملات در ماده ۱۹۰ قانون مدنی معرفی شده است که عبارت‌اند از: برخورداری طرفین از قصد و رضا و اهلیت قانونی، معلوم و معین بودن مورد معامله و مشروعیت جهت معامله. از میان چهار شرط مذکور، آنچه ممکن است بیش از همه در خصوص صحت توافق حق الزام سهامداران محل سوال و تردید واقع شود و لازم است مورد مذاقه بیشتر قرار گیرد، شرط معلوم و معین بودن مورد معامله است که در مواد ۲۱۶ و ۳۴۲ قانون مدنی نیز بر آن تأکید شده است. با عنایت به ماهیت شرط حق الزام سهامداران، که تعهد به بیع سهام است و مورد معامله مزبور از دو جزء مبیع و ثمن تشکیل شده است، به منظور کسب اطمینان از صحت این شرط، لازم است مبیع و ثمن معامله فروش سهام در آینده، که موضوع تعهد واقع شده است، به نحو معلوم و معین پیش‌بینی شده یا ضابطه‌ای مشخص برای تعیین آن تدارک دیده شده باشد^۳؛ چراکه وجود ابهام در هر یک از دو جزء مزبور، منجر به مبهم و غرری شدن بیع موضوع تعهد و به تبع آن بطلان کل تعهد و شرط می‌شود^۴.

در شرط حق الزام سهامداران، از آنجا که متعهدان شرط صراحتاً مکلف به فروش کلیه سهام خود در شرکت سرمایه‌پذیر می‌شوند، مبیع بیع موضوع تعهد کاملاً معلوم است؛ اما ثمن فروش سهام اصولاً به نحو مقطوع پیش‌بینی نشده و تعیین آن به آینده موکول می‌شود. پیش‌بینی ثمن سهام بیع موضوع تعهد به شکل قابل تعیین در آینده و نه به‌صورت مقطوع به هنگام انعقاد شرط، صحت این شرط را با چالش و تردید مواجه ساخته است. لذا ضروری است که در این قسمت با تفصیل بیشتر به بررسی چالش مزبور و رد یا تأیید تردید وارده پرداخته شود.

در عقدی که ثمن آن به شکل قابل تعیین در آینده مشخص شده است، طرفین به‌جای آنکه ثمن را در زمان انعقاد قرارداد به نحو مقطوع و مشخص معین کنند، ضوابط و شاخص‌هایی در قرارداد مورد پیش‌بینی قرار می‌دهند که بر مبنای آن

^۱ از جمله در قراردادهای سهامداران منعقد توسط شرکت‌های ممتاز سرمایه‌گذاری خطرپذیر نظیر سراوا، رهنما ونچرز، بهمن، کران، دیاموند، داوین.

^۲ Feld, Brad., Jason, Mendelson. *Venture Deals: Be Smarter Than Your Lawyer and Venture Capitalist*. Third Edition, New Jersey: Wiley, 2016, p 76.

^۳ برای صحت معامله وجود برخی اوصاف دیگر نظیر موجود، مملوک، مقدورالتسلیم و قابل خرید و فروش بودن مبیع و ثمن نیز لازم است که درباره شرط حق الزام محل تردید و بحث نمی‌باشند.

^۴ لزوم معلوم و معین بودن مورد معامله اختصاص به عقد بیع و مبیع ندارد و در خصوص ثمن و سایر عقود و تعهدات معاوضی نیز لازم‌الرعایه است (صفایی، حسین، «نگاهی دیگر به ضابطه کفایت علم اجمالی در «مورد معامله»: تفسیر ماده ۲۱۶ قانون مدنی بر مبنای قاعده غرر»، فصلنامه تحقیقات حقوقی، شماره ۵۹، ۱۳۹۱، ص ۴۴).

می‌توان ثمن معامله را تعیین و محاسبه کرد.^۱ ضوابط تعیین ثمن به دو دسته ضابطه شخصی و ضابطه عینی قابل تقسیم است. در ضابطه شخصی، تعیین ثمن به اراده مستقیم انسانی، اعم از آنکه یکی از طرف‌های قرارداد باشد یا شخص ثالث، وابسته می‌شود و در مقابل، در ضابطه عینی یا نوعی، ثمن معامله نه با تکیه بر اراده انسانی و شخصی، بلکه براساس ضوابط و معیارهایی توافقی نظیر مظنه بوری و قیمت بازار و یا فرمول مشخص دیگری، که به توافق طرفین رسیده است، تعیین می‌شود.

اساساً درباره صحت و قابلیت اعمال عقدی، که ثمن آن به شکل مشخص و مقطوع در زمان انعقاد تعیین شده است، و همچنین در خصوص بطلان قراردادی، که ثمن آن به طور کلی نامعلوم و مجهول مانده است، از آنجا که بی‌شک منجر به غرر و جهل طرفین می‌شود، مستند به مواد ۲۱۶، ۳۴۲ و بند ۳ ماده ۱۹۰ قانون مدنی تردیدی وجود ندارد.^۲ در مقابل، چنین اتفاق نظر متقنی در نظام حقوقی و فقهی ایران در خصوص تأیید یا رد اعتبار معامله‌ای، که ثمن آن به شکل قابل تعیین پیش‌بینی شده است، وجود ندارد و این امر به‌ویژه در میان فقها و حقوقدانان متأخر و معاصر محل اختلاف نظر است. غالب فقهای سنتی امامیه معتقدند، از آنجا که در عقد با ثمن قابل تعیین نیز مانند عقد با ثمن نامعلوم، متعاملین در زمان انعقاد قرارداد درباره میزان مقطوع ثمن جاهل اند و نتیجتاً این امر منجر به غرری شدن معامله و تعهد می‌شود، باید با تکیه بر حدیث نبوی «نهی النبی عن بیع الغرر» به بطلان چنین معامله‌ای حکم داد.^۳ در مقابل، آن دسته از حقوقدانان و فقهای امامیه متأخر، که قائل بر صحت معاملات با ثمن قابل تعیین در آینده هستند، این‌گونه استدلال کرده‌اند که علت اصلی باطل دانستن معاملات با ثمن نامعلوم در زمان تشکیل قرارداد، ایجاد غرر برای طرفین معامله در اثر مبهم بودن ثمن است؛ لذا چنانچه محرز شود که مجهول بودن اجمالی مورد معامله در زمان تشکیل قرارداد موجب غرر برای طرفین نمی‌شود، دلیلی بر بطلان چنین معاملاتی وجود نخواهد داشت.^۴ ضابطه و معیار در تشخیص غرر و چگونگی رفع آن از معامله نیز، عرف و عادت جاری مردم است و هرگاه غرر به حدی باشد که عرفاً قابل توجه نباشد، معامله صحیح تلقی می‌شود؛^۵ چراکه غرر امری موضوعی و عرفی است که مبتنی بر سیره عقلاست، نه مبنای نقلی.^۶ حال امروزه با توجه به شرایطی نظیر نرخ تورم بالا، نوسانات اقتصادی در بازارهای مختلف و در نتیجه عدم امکان پیش‌بینی دقیق قیمت در آینده، انعقاد معاملات و تعهدات بلندمدت بر پایه ثمن قابل تعیین در آینده، به امری متداول و رایج تبدیل شده است و عرف کنونی جامعه نیز هم‌راستا با نیازهای تجاری و اقتصادی، با توجه به وجود علم اجمالی به ثمن، این میزان جهل را، به‌ویژه در تعهدات بلندمدت، منجر به غرر تشخیص نداده و صحت معاملات با ثمن قابل تعیین را پذیرفته

۱. امینی، عیسی، *مطالعه تطبیقی روش‌های تعیین ثمن*، تهران: گنج دانش، ۱۳۹۴، ص ۵۳.

۲. کاتوزیان، ناصر، *قواعد عمومی قراردادها: اعتبار و انعقاد قرارداد*، جلد ۲، تهران: سهامی انتشار، ۱۳۷۹، ص ۱۷۸؛ شعاریان، ابراهیم، «ثمن نامعین در قراردادهای پیش‌فروش موانع حقوقی و فقهی-راهکارها»، *نشریه فقه و حقوق اسلامی*، شماره ۵، ۱۳۹۱، ص ۹۱.

۳. الجبعی العاملی، زین‌الدین (شهید ثانی)، *مباحث حقوقی شرح لمعه*، تهران: انتشارات مجد، ۱۳۹۷، ص ۶۳ (بیشتر علم الثمن قدرأ و جنساً و وصفاً قبل إیقاع عقد البیع)؛ انصاری، مرتضی، *کتاب المکاسب*، جلد ۴، قم: مجمع الفکر الاسلامی، ۱۴۲۸هـ.ق، صص ۲۰۶-۲۰۸.

۴. داراب‌پور، مهربان، «ثمن شناور»، *فصلنامه تحقیقات حقوقی*، شماره ۲۱، ۱۳۷۱، ص ۲۴۹.

۵. مستنبط از ماده ۳۴۲ قانون مدنی نیز هدف از معلوم نمودن مورد معامله، از بین بردن غرر از منظر عرف با هر وسیله‌ای که باشد است. در همین رابطه استدلال شده است: «هدف از معلوم و معین نمودن مورد معامله، مسدود نمودن باب منازعه و خارج شدن معامله از صورت گروبنندی و بازی با احتمال است، فلذا نباید در معلوم کردن مورد معامله بیش از حد سختگیری کرد و حدود علم به مورد معامله را باید به عرف واگذار نمود.» (کاتوزیان، *قواعد عمومی قراردادها: اعتبار و انعقاد قرارداد*، پیشین، ص ۱۸۶).

۶. محمدی، ابوالحسن، *قواعد فقه*، تهران: نشر یلدا، ۱۳۷۳، ص ۶۹.

است.^۱ برای نمونه، در حال حاضر در بسیاری از قراردادهای فروش کارخانه‌ای خودرو، ثمن در زمان انعقاد قرارداد معلوم نمی‌شود و ثمن قطعی در تاریخ تحویل مبیع به خریداران مشخص می‌شود.^۲ افزون بر آن، در عرف بین‌المللی و دکترین حقوقی معاصر نیز صحت معاملات با ثمن قابل تعیین در آینده امری پذیرفته شده است که گواه این مدعا می‌تواند کنوانسیون بیع بین‌المللی کالا مصوب ۱۹۸۰ وین باشد که مطابق ماده ۱۴ آن، پیش‌بینی ثمن بیع به شکل قابل تعیین در آینده امری پذیرفته شده است.

البته باید توجه داشت در خصوص صحت و اعتبار ثمن قابل تعیین براساس معیارهای شخصی تردیدهای بیشتری نسبت به تعیین ثمن بر پایه معیارهای عینی وارد شده است؛ چراکه برخلاف معیارهای عینی که طی آن ثمن معامله براساس فرمول‌ها و ضوابط مشخص که خارج از اراده انسانی است تعیین می‌شود، در معیارهای شخصی تعیین ثمن به‌طور مستقیم به اراده انسانی (طرفین یا اشخاص ثالث) وابسته است و میزان عدم قطعیت و پیش‌بینی‌ناپذیری ثمن و همچنین احتمال وقوع تبانی در تعیین آن بسیار بیشتر از معیارهای عینی است. به همین دلیل است که بسیاری از فقهای امامیه و اهل سنت معامله‌ای را که ثمن آن قابل تعیین براساس معیارهای شخصی باشد، متفقاً باطل و غرری دانسته‌اند.^۳ اما در مقابل، دسته‌ای از فقها و حقوق‌دانان معتقدند ارجاع تعیین ثمن به یکی از طرفین عقد یا شخص ثالث صرفاً زمانی موجب بطلان معامله می‌شود که طرفین برای شخص مزبور اختیار مطلق در تعیین ثمن پیش‌بینی کرده باشند، اما چنانچه اختیار طرف قرارداد یا شخص ثالث محدود به تعیین یا به تعبیر بهتر کشف قیمت بازاری متعارف شده باشد، با عنایت به محدود شدن اراده ثالث، افزایش قابلیت پیش‌بینی‌پذیری و در نتیجه از بین رفتن غرر، می‌توان با تکیه بر مستندات نظیر روایت صحیح‌السند «رفاعه نخاس»^۴ قائل بر صحت چنین معامله‌ای بود.^۵

از آنجا که در مانحن‌فیه، سهامداران متعهد به فروش سهام در آینده‌ای نسبتاً بلندمدت می‌شوند و با عنایت به آنکه ارزش سهام کسب‌وکارهای مبتنی بر سرمایه‌گذاری خطرپذیر و نوآوری (مبیع) به شدت دچار نوسان است و با موفقیت کسب‌وکار در بازار ممکن است به ارزشی چندصد برابر ارزش زمان انعقاد قرارداد برسد، عملاً امکان پیش‌بینی قیمت برای تعهد به فروش سهام در زمان انعقاد قرارداد وجود ندارد و چه‌بسا تعیین ثمن به‌طور مقطوع در این وضعیت، منجر به مغرور و متضرر شدن متعاملین شود، لذا رفع غرر ایجاب می‌کند طرفین تعهد با پیش‌بینی ضابطه‌ای معین برای تعیین ثمن در آینده، متحمل ریسک کمتری شوند و از خطر مضاعف ناشی از جهل خویش‌رهایی یابند.^۶ با توجه به تداول و رواج

^۱ صفایی، پیشین، ص ۵۷؛ آیت‌الله خویی در کتاب مصباح الفقاهه، ارجاع تعیین ثمن به قیمت بازاری (قیمت سوقیه) را با این استدلال که در چنین معامله‌ای خطر و غرر وجود ندارد، صحیح تلقی کرده‌اند (الخویی، ابوالقاسم، *مصباح الفقاهه فی المعاملات*، جلد ۵، قم: انتشارات وجدانی، ۱۳۶۸، ص ۳۲۲).

^۲ برای نمونه ن. ک به: بخشنامه فروش شرکت ایران خودرو به شماره ۴۵۷۷ مورخ ۱۴۰۲/۰۱/۳۰ (البته باید توجه داشت در قراردادهای پیش‌فروش خودرو برخلاف شرط حق الزام سهامداران، خریداران از حق انصراف برخوردارند).

^۳ برای نمونه ن. ک به: النجفی، محمدحسن، *جواهرالکلام فی شرح شرائع الاسلام*، جلد ۲۲، بیروت: نشر دار إحياء التراث العربی، ۱۳۶۲، (۱۴۰۳ ه. ق)، ص ۴۰۶ (فلو باع بحکم احدهما أو ثالث لم ینعقد البیع بلاخلاف).

^۴ مطابق این روایت، امام صادق (ع) حکم بیعی را که تعیین ثمن آن به مشتری واگذار شده با توجه به انصراف آن به قیمت بازاری صحیح دانسته‌اند. ن. ک به: حر عاملی، محمد، *وسائل‌الشیعه*، جلد ۱۷، قم: مؤسسه آل‌البیت، ۱۴۰۶ ه. ق، صص ۳۶۴-۳۶۵.

^۵ یحیی‌پور، جمشید و مهدی‌الهی‌نظری، «مطالعه تطبیقی قابلیت تعیین ثمن در نظام‌های حقوقی ایران و انگلیس»، *مجله حقوقی دادگستری*، شماره ۸۰، ۱۳۹۱، ص ۱۳۴.

^۶ Ramsinghani, op.cit., pp 318-319.

^۷ داراب‌پور، پیشین، صص ۲۲۹-۲۳۰.

چشمگیر پیش‌بینی شرط الزام سهامداران با ثمن قابل تعیین در آینده در قراردادهای سرمایه‌گذاری خطرپذیر، به‌نظر می‌رسد عرف کنونی جامعه نیز که ملاک تشخیص غرر است، این میزان از علم اجمالی را دربارهٔ مورد معامله، به‌ویژه زمانی که ضابطهٔ تعیین ثمن سهام در آینده ضابطهٔ عینی نظیر قیمت بازاری سهام در روز اجرای تعهد باشد، کافی تشخیص داده است. بنابراین با عنایت به استدلال‌های معروضه در خصوص اعتبار درج ثمن به شکل قابل تعیین در آینده، می‌توان نتیجه گرفت در صورت پیش‌بینی ضوابط عینی مشخص برای تعیین ثمن در شرط حق الزام سهامداران یا تلفیق ضابطهٔ عینی و شخصی به نحوی که تصمیم‌گیری سهامداران کاشف از قیمت بازاری متعارف و محدود به آن باشد، خدشه‌ای به صحت شرط مزبور از حیث معلوم بودن مورد تعهد وارد نخواهد بود.^۱

افزون بر مراتب فوق، شرط حق الزام سهامداران از شرایط صحت مقرر در مواد ۲۳۲ و ۲۳۳ قانون مدنی، که مختص شروط ضمن عقد است، نیز برخوردار است و شرطی نافع، مقدور، مشروع و موافق مقتضای ذات عقد سهامداران قلمداد می‌شود. بدین ترتیب، با توجه به برخورداری شرط حق الزام سهامداران از کلیهٔ شرایط صحت مقرر در مواد ۱۹۰، ۲۳۲ و ۲۳۳ قانون مدنی و با تکیه بر اصل صحت مطابق مادهٔ ۲۲۳ قانون مدنی و اصل حاکمیت اراده وفق مادهٔ ۱۰ قانون مدنی می‌توان نتیجه گرفت این شرط در نظام حقوقی ایران معتبر و صحیح تلقی می‌شود و اعمال آن با مانع قانونی مواجه نیست.

دربارهٔ اثر تعهد موضوع شرط حق الزام سهامداران نیز باید گفت، از آنجا که شرط مزبور موجب تعهدی از جنس شرط فعل است، در صورت تخلف هریک از سهامداران از انجام دادن تعهد موضوع شرط و عدم انتقال سهام تحت تملک خود، مستند به مواد ۲۳۸ و ۲۳۹ قانون مدنی و مادهٔ ۴۷ قانون اجرای احکام مدنی، دادگاه ابتدا متخلف را به انجام دادن تعهد اجبار می‌کند و در صورت استنکاف وی، با عنایت به آنکه تعهد موضوع شرط (انتقال سهام تحت تملک) از جنس تعهدات قائم به شخص نیست و اجرای آن توسط دادگاه ذیل قاعدهٔ فقهی «الحاکم ولی الممتنع» امکان‌پذیر است، دادگاه به نیابت از متعهد، سهام موضوع تعهد را، که مال معین و در ملک ملتزم است، منتقل و اسناد مربوطه را امضا می‌کند.^۲ امروزه به منظور اجرای راحت‌تر شرط حق الزام سهامداران و مواجههٔ کمتر با چالش‌های قانونی و قراردادی به شرح سابق‌الذکر، سرمایه‌گذارانی که از قدرت چانه‌زنی بالاتری برخوردارند، از سایر سهامداران وکالت رسمی و بلاعزل در فروش سهام با اسقاط حق انجام مستقل موضوع وکالت توسط موکل دریافت می‌کنند.

نتیجه‌گیری

آن‌گونه که از نظر گذشت، یکی از طرق مطلوب و متداول نقد کردن سهام و خروج در سرمایه‌گذاری خطرپذیر، نقل‌وانتقال و فروش سهام به اشخاص ثالث است. پیش‌بینی دو شرط حق الزام سهامداران به فروش سهام و حق پیوستن به سهامداران

^۱ نمونه شرط استاندارد حق الزام سهامداران که می‌تواند سبب رهایی از چالش‌های مشروحه شود به ترتیب ذیل است:

«در صورتی که دارندگان حداقل (X) درصد از سهام شرکت تصمیم به فروش کامل سهام شرکت به خریدار ثالث بگیرند، به شرطی که قیمت پیشنهادی ثالث برای تملک سهام، معادل قیمت بازاری روز فروش سهام، که بر اساس فرمول مورد توافق ارزش‌گذاری سهام توسط «مؤسسهٔ ارزش‌گذاری (الف)» کشف می‌شود، باشد، سایر سهامداران متعهدند به منظور تحقق فروش کامل شرکت، سهام خود را با قیمت و شرایط یکسان به خریدار ثالث عرضه نمایند.»

^۲ با استدلالی مشابه، در خصوص تخلف متعهد از دادن رهن، که تا حدودی مشابه تعهد موضوع شرط حق الزام سهامداران است، گفته شده است: «در صورتی که مال مورد رهن، معین و در ملک ملتزم باشد، خودداری مدیون از دادن رهن به طرف او حق فسخ نمی‌دهد؛ زیرا دادگاه می‌تواند به نیابت از مدیون مال را به رهن دهد و اسناد لازم را امضا کند.» (کاتوزیان، ناصر، **حقوق مدنی: قواعد عمومی قراردادهای آثار قرارداد**، جلد ۳، تهران: سهامی انتشار، ۱۳۷۶، صص ۲۲۰-۲۲۱).

فروشنده در قرارداد سهامداران، که از آن‌ها با عنوان توافقات خروج مؤثر بر انتقال سهام یاد می‌شود، سبب تسهیل انتقال و فروش سهام توسط سرمایه‌گذار خطرپذیر به اشخاص ثالث می‌شود و بدین ترتیب، به افزایش احتمال دستیابی سرمایه‌گذار به هدف غایی خود، که همانا تحقق خروجی مطلوب از کسب و کار سرمایه‌پذیر و در نتیجه آن، دریافت سود و عواید حاصله از سرمایه‌گذاری است، می‌انجامد.

طی پژوهش حاضر، ضمن معرفی مفهوم و کارکرد شرط حق الزام سهامداران به فروش سهام و شرط حق پیوستن به سهامداران فروشنده، مهم‌ترین شباهت و تردیدهای وارده بر قابلیت اعمال شروط مذکور در نظام حقوقی ایران، از جمله نامعلوم بودن مورد تعهد در شرط حق الزام سهامداران و تحدید حق انتقال سهام سهامداران مشروط‌علیه در شرط حق پیوستن به سهامداران فروشنده، بررسی شد. در خصوص شرط حق الزام سهامداران محرز شد که با توجه به ماهیت این شرط، که تعهد به بیع سهام در آینده تعهدی بلندمدت است و همچنین با توجه به نوسانات شدید قیمت سهام در شرکت‌های مبتنی بر سرمایه‌گذاری خطرپذیر، عملاً امکان پیش‌بینی قیمت مقطوع برای فروش سهام در آینده ممکن نیست و چنانچه طرفین ثمن سهام موضوع تعهد را برپایه ضوابط عینی نظیر قیمت بازاری سهام در روز فروش (بر اساس فرمول‌های ارزش‌گذاری مشخص) یا تلفیقی از ضوابط عینی و شخصی به شکل قابل تعیین در آینده پیش‌بینی کنند، عرف چنین معامله‌ای را واجد غرر تشخیص نمی‌دهد و در نتیجه تردیدی از این حیث به صحت شرط حق الزام وارد نخواهد بود. در خصوص شرط حق پیوستن به سهامداران نیز، با عنایت به مفهوم مخالف ماده ۴۱ لایحه اصلاحی قانون تجارت و جزئی بودن محدودیت ایجادشده برای حق انتقال سهام در شرط مزبور، شبهه ایرادشده بر صحت این شرط مردود است. در نتیجه با عنایت به استدلال‌های مشروحه در پژوهش حاضر و رد مهم‌ترین تردیدهای ایرادشده، از آنجا که شروط مزبور شروطی نافع، مقدور، معلوم و معین و موافق مقضای ذات عقد سهامداران و قواعد آمره‌اند و بدین ترتیب از کلیه شرایط صحت مقرر در مواد ۱۹۰، ۲۳۲ و ۲۳۳ قانون مدنی برخوردارند، فلذا اعمال آن‌ها در نظام حقوقی ایران با تأکید بر اصل حاکمیت اراده و اصل صحت، با مانع قانونی مواجه نیست و شروطی معتبر قلمداد می‌شوند.

با توجه به کثرت و رواج پیش‌بینی توافقات خروج مؤثر بر نقل و انتقال سهام در قراردادهای سهامداران منعقد در نظام حقوقی ایران و انطباق این دو شرط با مقررات فقهی و حقوقی موجود، شایسته است مراجع قضایی و ثبتی ایران هم‌سو با بسیاری از نظام‌های حقوقی خارجی صراحتاً درباره شناسایی شروط مزبور به عنوان توافقاتی معتبر در قرارداد سهامداران، که به شدت مورد نیاز و کاربرد در زیست‌بوم سرمایه‌گذاری خطرپذیر کشورند، اقدام کنند.

منابع

الف) فارسی

کتاب

۱. اتاق بازرگانی بین‌المللی، *نمونه قراردادهای اتاق بازرگانی بین‌المللی (آی‌سی‌سی)* برای استارت‌آپ‌ها، ترجمه سعید حقانی، تهران: گنج دانش، ۱۴۰۰.
۲. اسکینی، ربیعا، *حقوق تجارت: شرکت‌های تجاری*، جلد ۲، تهران: سمت، ۱۳۹۴.
۳. امینی، عیسی، *مطالعه تطبیقی روش‌های تعیین ثمن*، تهران: گنج دانش، ۱۳۹۴.
۴. شهیدی، مهدی، *حقوق مدنی ۳: تعهدات*، تهران: مجد، ۱۳۹۴.
۵. کاتوزیان، ناصر، *دوره مقدماتی حقوق مدنی، اعمال حقوقی: قرارداد-ایقاع*، تهران: سهامی انتشار، ۱۳۹۵.
۶. کاتوزیان، ناصر، *دوره مقدماتی حقوق مدنی: اموال و مالکیت*، تهران: میزان، ۱۳۹۴.

۷. کاتوزیان، ناصر، **قواعد عمومی قراردادها: اعتبار و انعقاد قرارداد**، جلد ۲، تهران: سهامی انتشار، ۱۳۷۹.
۸. کاتوزیان، ناصر، **قواعد عمومی قراردادها: آثار قرارداد**، جلد ۳، تهران: سهامی انتشار، ۱۳۷۶.
۹. محمدی، ابوالحسن، **قواعد فقه**، تهران: نشر یلدا، ۱۳۷۳.

مقاله

۱۰. داراب‌پور، مهرباب، «ثمن شناور»، فصلنامه تحقیقات حقوقی، شماره ۲۱، ۱۳۷۱، صص ۲۲۱-۲۸۳.
۱۱. سلطانی، محمد و محمدطاهر اعظم‌پور، «توافقات کنترل در قراردادهای سرمایه‌گذاری خطرپذیر»، فصلنامه تحقیقات حقوقی، شماره ۸۸، ۱۳۹۸، صص ۲۰۱-۲۲۸.
۱۲. شعاریان، ابراهیم، «ثمن نامعین در قراردادهای پیش‌فروش موانع حقوقی و فقهی-راهکارها»، نشریه فقه و حقوق اسلامی، شماره ۵، ۱۳۹۱، صص ۸۳-۱۲۱.
۱۳. صفایی، حسین، «نگاهی دیگر به ضابطه کفایت علم اجمالی در «مورد معامله»: تفسیر ماده ۲۱۶ قانون مدنی بر مبنای قاعده غرر»، فصلنامه تحقیقات حقوقی، شماره ۵۹، ۱۳۹۱، صص ۴۱-۶۱.
۱۴. یحیی‌پور، جمشید و مهدی الهویی نظری، «مطالعه تطبیقی قابلیت تعیین ثمن در نظام‌های حقوقی ایران و انگلیس»، مجله حقوقی دادگستری، شماره ۸۰، ۱۳۹۱، صص ۱۱۹-۱۴۰.

پایان‌نامه

۱۵. جوان مولایی، امیرحسین، «خروج در سرمایه‌گذاری خطرپذیر»، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، تهران: دانشکده حقوق، دانشگاه شهید بهشتی، ۱۴۰۱.

ب) عربی

کتاب

۱۶. الجبعی العاملی، زین‌الدین (شهید ثانی)، **مباحث حقوقی شرح لمعه**، تهران: انتشارات مجد، ۱۳۹۷.
۱۷. النجفی، محمدحسن، **جواهرالکلام فی شرح شرائع الاسلام**، جلد ۲۲، بیروت: نشر دار إحياء التراث العربی، ۱۳۶۲ (۱۴۰۳ ه.ق.).
۱۸. انصاری، مرتضی، **کتاب المکاسب**، جلد ۴، قم: مجمع الفکر الإسلامی، ۱۴۲۸ ه.ق.
۱۹. حر عاملی، محمد، **وسائل الشیعه**، جلد ۱۷، قم: مؤسسه آل‌البیت، ۱۴۰۶ ه.ق.
۲۰. خویی، السید ابوالقاسم، **مصباح الفقاهه فی المعاملات**، جلد ۵، قم: انتشارات وجدانی، ۱۳۶۸.

References

Books

1. Al-Joba'i Al-Amili, Zayn Al-Din, *Legal Discussions on Sharh Luma'a*, Tehran: Majd, 2018. (in Arabic)
2. Al-Najafi, Mohammad Hassan, *Jawahir Al-Kalam in Explaining of Islamic Sharia'a*, Volume 22, Beirut: Dar Ihya' Al-Turath Al-Arabi, 1943. (in Arabic)
3. Amini, Isa, *Comparative Study of Methods for Determining the Price*, Tehran: Ganj-e-Danesh, 2015. (in Persian)
4. Ansari, Morteza, *The Book of businesses*, Volume 4, Qom: Majma' al-Fikr al-Islami, 2007. (in Arabic)

5. Bussgang, J. *Mastering the VC Game; A Venture Capital Insider Reveals How to Get from Start-Up to IPO on Your Terms*, New York: Penguin Group, 2010.
6. Cremades, A. *The Art of Startup Fundraising: Pitching Investors, Negotiating the Deal, And Everything Else Entrepreneurs Need to Know*, New Jersey: Wiley, 2016.
7. Cumming, Douglas., Sofia A. Johan. *Venture Capital and Private Equity Contracting: An International Perspective*, Second Edition, United States: Elsevier, 2014.
8. Demaria, C. *Introduction to Private Equity, Debt and Real Assets: From Venture Capital to LBO, Senior to Distressed Debt, Immaterial to Fixed Assets*, Third Edition, United Kingdom: Wiley, 2020.
9. Eskini, Rabiaa, *Commercial Law: Commercial Companies*, Volume 2, Tehran: Samt, 2015. (in Persian)
10. Feld, Brad., Jason, Mendelson. *Venture Deals: Be Smarter Than Your Lawyer and Venture Capitalist*, Third Edition, New Jersey: Wiley, 2016.
11. Hurr Amili, Mohammad, *Wasa'il al-Shi'aa*, Volume 17, Qom: Al-Bayt Institute, 1985. (in Arabic)
12. International Chamber of Commerce, *Model Contracts of International Chamber of Commerce (ICC) for Startups*, Translated by: Saeed Haghani, Tehran: Ganj-e-Danesh, 2021. (in Persian)
13. Katouzian, Nasser, *General Rules of Contracts: Effects of Contract*, Volume 3, Tehran: Sahami Enteshar Company, 1997. (in Persian)
14. Katouzian, Nasser, *General Rules of Contracts: Validity and conclusion of Contract*, Volume 2, Tehran: Sahami Enteshar Company, 2000. (in Persian)
15. Katouzian, Nasser, *Introductory Course in Civil Law: Assets and Ownership*, Tehran: Mizan, 2015. (in Persian)
16. Katouzian, Nasser, *Introductory Course in Civil Law: Legal Actions: Contract-Unilateral Acts*, Tehran: Sahami Enteshar Company, 2016. (in Persian)
17. Khu'i, Sayyed Abu Al-Qasem, *Misbah Al-Fiqahah in Al-Mu'amalat*, Volume 5, Qom: Wijdani, 1989. (in Arabic)
18. Klonowski, D. *The Venture Capital Investment Process*, United States: Palgrave Macmillan, 2010.
19. Mohammadi, Abolhassan, *Jurisprudential Rules*, Tehran: Yalda Publishing, 1994. (in Persian)
20. National Venture Capital Association, *NVCA 2022 Yearbook*, United States: National Venture Capital Association, 2022.
21. Ramsinghani, M. *The Business of Venture Capital: Insights from Leading Practitioners on the Art of Raising a Fund, Deal Structuring, Value Creation, and Exit Strategies*, Second Edition, New Jersey: Wiley, 2021.
22. Rosplock, K. *The Complete Direct Investing Handbook: A guide for Family offices, Qualified Purchaser and Accredited Investors*, United States: Bloomberg Press, 2017.
23. Shahidi, Mehdi, *Civil Law 3: Obligations*, Tehran: Majd, 2015. (in Persian)
24. Smith, Janet K., Richard, L. Smith. *Entrepreneurial Finance: Venture Capital, Deal Structure & Valuation*, Second Edition, United States: Stanford University Press, 2019.

Articles

25. Baumeister, Alexander., Maximilian, Muelke. "Private Equity Exits: German Trade and Secondary Sales in the Financial Crisis", *Private Equity Journal*, 13 (3), 2010.
26. Bienz, Carsten., Uwe, Walz. "Venture Capital Exit Rights", *Journal of Economics & Management Strategy Journal*, 19 (4), 2010.
27. Darab-Pour, Mehrab, "Floating Price", *Legal Research Quarterly*, Issue 21, 1992. (in Persian)
28. Gompers, Paul., Josh, Lerner. "The Venture Capital Revolution", *Economic Perspectives Journal*, 15 (2), 2001.
29. Horakova, Bohuslava. "Drag-Along and Tag-Along Clauses in Shareholder Agreements-Czech Law Perspective", *Perspectives of Law in Business and Finance*, 1, 2023.

30. Justisiana, Rinna., Togi, Pangaribuan. "Drag-Along and Tag-Along Rights in the Perspective of Indonesian Company Law", *Sociological Jurisprudence Journal (Faculty of Law University of Indonesia)*, 5 (1), 2022.
31. Leavitt, J. M. "Burned Angels: The Coming Wave of Minority Shareholder Oppression Claims in Venture Capital Start-up Companies", *Law and Technology Journal*, 6 (2), 2012.
32. Lemley, Mark, A., Andrew, McCreary. "Exit Strategy", *Boston University Law Review* 101 (1), 2021.
33. Safaei, Hossein, "Another Perspective on the Criterion of Sufficiency of General Knowledge in the Object of Transaction: Interpretation of Article 216 of the Civil Code Based on the Rule of Gharar", *Legal Research Quarterly*, Issue 59, 2012. (in Persian)
34. Sho'arian, Ibrahim, "Uncertain Price in Pre-Sale Contracts, Legal and Jurisprudential Obstacles-Solutions", *Islamic Jurisprudence and Law Journal*, Issue 5, 2012. (in Persian)
35. Soltani, Mohammad and Mohammad Taher Azam-Pour, "Control Agreements in Venture Capital Contracts", *Legal Research Quarterly*, Issue 88, 2019. (in Persian)
36. Yahya-Pour, Jamshid and Mehdi Alhooei Nazari, "A Comparative Study of the Ability to Determine the Price in Iran and England Legal Systems", *The Judiciary's Law Journal*, Issue 80, 2012. (in Persian)

Thesis

37. Javan Molaei, Amir Hossein, "Exit in Venture Capital", Master's Thesis, Tehran: Faculty of Law, *Shahid Beheshti University*, 2022. (in Persian)

*This page is intentionally
left blank.*