



# نوافذ السيولة المُنظمة<sup>١٣</sup>

إطار عملي لتصميم سيولة مُبكرة للشركات الناشئة

# قائمة المحتويات

المقدمة ----- ٤

01

مفارقة السيولة في الشركات الناشئة ----- ٧

- ١-٢ عدم التوافق الكبير
- ٢-٢ من المتأثر، وكيف؟
- ٣-٢ تبعات السيولة غير المنظمة
- ٤-٢ الأطروحة: التنظيم يتفوق على الحلول غير المنظمة

02

تطور الصفقات الثانوية ----- ١٢

- ١-٣ لمحة تاريخية عن الصفقات الثانوية المباشرة
- ٢-٣ المحاولات المبكرة، ما الذي نجح، وما الذي لم ينجح
- ٣-٣ أهمّ الدروس المستخلصة من المحاولات المبكرة
- ٤-٣ التطور الطبيعي: من الارتجال إلى برامج منضّمة ومكثّرة

03

تقديم نوافذ السيولة المنضّمة ----- ١٦

- ١-٤ التعريف (ما هي نوافذ السيولة المنضّمة؟)
- ٢-٤ المبادئ الأساسية
- ٣-٤ لماذا تختلف نوافذ السيولة المنضّمة عن الصفقات الثانوية الفردية
- ٤-٤ مكوّنات نافذة السيولة المنضّمة (ما الذي يتضمّنه كل برنامج؟)
- ٥-٤ متى يجب التبيّي (ومتى يجب الانتظار؟)
- ٦-٤ ما الذي ليست عليه نوافذ السيولة المنضّمة

04

الهيكلية الأساسية للبرنامج ----- ٢٠

- ١-٥ إطار الأهلية
- ٢-٥ آليات التنفيذ
- ٣-٥ نماذج التنفيذ (اختر نموذجًا واحدًا، أو امزج بينها بحذر)
- ٤-٥ آليات التسعير
- ٥-٥ دمج البرنامج في الحوكمة
- ٦-٥ نافذة السيولة المنضّمة، ميثاق البرنامج (ملخص)

05

المنافع على مستوى المنظومة ككل ----- ٢٧

- ١-٦ للشركات
- ٢-٦ للموظفين
- ٣-٦ للمؤسسين
- ٤-٦ للمستثمرين (صناديق رأس المال الجريء، المستثمرون الملائكة، الشركاء المحدودون LPs)
- ٥-٦ الميزة التنافسية لنوافذ السيولة المنضّمة
- ٦-٦ مصفوفة سريعة «مخاطر وضوابط حماية»

06

الخاتمة: معيار جديد لقيمة المساهمين في الشركات الناشئة ----- ٣١

المراجع

07

# نوافذ السيولة المنظمة:

## إطار عملي لتصميم سيولة مبكرة للشركات الناشئة

ورقة بحثية توضح كيف يمكن لبرامج السيولة الدورية والمنضبطة أن تُطلق قيمة إضافية لمؤسسي وموظفي الشركات الناشئة ومستثمريها، مع الحفاظ في الوقت نفسه على سيطرة الشركة ومسار نموها.

إعداد: أحمد طقاطقه، شريك في سدو المالية، ١٨ / ١٢ / ٢٠٢٥  
صادرة عن الجمعية السعودية لرأس المال الجريء والملكية الخاصة، المملكة العربية السعودية.

# 1.

## المقدمة

تخلق الشركات الناشئة ثروة دفترية غير مسبوقة، تُقدَّر بأكثر من ٥,٢ تريليون دولار محبوسة داخل شركات خاصة على مستوى العالم [١]، ومع ذلك فإن الأشخاص الذين يبنون هذه القيمة غالبًا لا يمكنهم لمس أي جزء منها لسنوات طويلة. الطروحات العامة (IPOs) متقطعة وغير منتظمة. صفقات الاستحواذ (M&A) محدودة ومتباعدة. أما الصفقات الثانوية غير المنظمة (Ad-hoc Secondaries) فهي فوضوية، غير شفافة، وغير عادلة.

هذه هي مفارقة السيولة: قيمة منشآت قياسية على الورق، مقابل وصول محدود وغير متوقع إلى السيولة النقدية للمؤسسين والموظفين والمستثمرين الأوائل.

النتيجة؟ ارتفاع معدلات فقدان الكفاءات، وتعاضُّض في الحوافز، وصداع مستمر لصناديق رأس المال الجريء (VCs) والشركاء المحدودين (LPs) في إدارة وتيرة نشر رأس المال وإعادة تدويره عبر المحافظ الاستثمارية.

تقترح هذه الورقة البحثية إجابة بسيطة ولكن قوية: نوافذ السيولة المنظمة (Structured Liquidity Windows - SLWs)، وهي برامج دورية تقودها الشركة المُصدِّرة نفسها، تتيح سيولة جزئية ومنتظمة وفق سياسة معتمَدة من مجلس الإدارة.

تفصل نوافذ السيولة المنظمة بين الحصول على السيولة وتوقيت التخارج، مع الحفاظ في الوقت نفسه على الحوكمة، والعدالة، وضبط جدول حصص الملكية (Cap Table Hygiene).

### لماذا هذا الموضوع مهم الآن؟

للشركات: اجعل حقوق الملكية شيئًا «ملموسًا». احتفظ بأفضل الكفاءات، وسرِّع التوظيف، واحتفظ بالتحكُّم في تسعير السهم وتركيبه المساهمين، وقلِّل من عمليات بيع الأسهم الجانبية غير الرسمية، وأدر جدول الملكية (Cap Table) بوعي، لا عبر الشائعات أو الصفقات الجانبية الفردية.

**للموظفين:** مَوَّل أحداث حياتك، خفِّض مستوى التوتر، وركِّز على عمالك – بدون أن تضطر لترك المهمة أو الشركة. الموظف في الشركة الناشئة ينتظر في المتوسط حوالي ١١,٥ سنة للحصول على سيولة [٢]؛ بينما نوافذ السيولة المنظمة تقلص هذا الأفق إلى دورات متوقعة كل ١٢ شهرًا.

**للمؤسسين:** نوِّع ثروتك الشخصية بمسؤولية، ووسِّع أفق اتخاذ القرار؛ لتستطيع التركيز على خلق القيمة طويلة الأجل بدلًا من الاستسلام لضغط التخارج. المؤسس الذي يحصل على سيولة جزئية مدروسة يكون أقدر على اتخاذ قرارات استراتيجية أفضل، ويتجنَّب التخارج المبكر وخسارة جزء كبير من القيمة المحتملة.

**للمستثمرين والشركاء المحدودين (LPs):** اجعل توزيعات العوائد (DPI) أكثر سلاسة وانتظامًا عبر برامج عروض شراء (Tender Offers) منضبطة وقابلة للتكرار، واحصل على اكتشاف أسعار أوضح يساعد في ضبط وتوقيت المخصصات الاحتياطية (Reserves). أظهرت صناديق الصفقات الثانوية عائدات صافية وسيطة قدرها ١٥,٩٪ مقارنة بـ ١٣,٢٪ لصناديق الاستثمار الأولية التقليدية [٣]، كما أن لديها نسب خسارة أقل بكثير؛ إذ إن فقط ١,٤٪ من صناديق الصفقات الثانوية تظهر نسب TVPI أقل من ١x، مقارنة بـ ٢٢,٨٪ في استثمارات رأس المال الجريء المباشرة [٤]. الخلاصة لصناديق الاستثمار الأولية واضحة: الإدارة الديناميكية للمحفظة وإتاحة الوصول المنهجي للصفقات الثانوية يساهمان بشكل مباشر في تحسين عوائد الصندوق.

تعمل نوافذ السيولة المُنظمة وفق وتيرة مُعلنة مسبقًا (سنوية أو نصف سنوية)، وتطبّق مستويات أهلية واضحة وسقفًا لحجم العمليات (عادةً بين ١٠-٢٥٪ من الأسهم المكتسبة في كل نافذة)، وتستخدم تسعيرًا موحدًا لكل فئة من الأوراق مع منهجية تسعير مُعلن عنها (مركزة على آخر جولة تمويل، ومؤشرات السوق، وخصم سيولة مضبوط بسياسة واضحة في حدود ٢٠-٣٠٪)، كما تُجمّع المشترين عبر صندوق استثمار خاص واحد (SPV) أو عبر إعادة شراء من قبل الشركة نفسها، للحفاظ على جدول ملكية محكم ومنظم. تُصمّم هذه النوافذ بناءً على الشفافية، وتكافؤ فرص الوصول، والتحكّم - لا على التداول المستمر.

تُظهر النماذج الريادية الطريق: Linear، SpaceX، Stripe، Carta، Replit من خلال عروض شراء شفافة (Tender Offers)، وكلّها تثبت أن نوافذ السيولة المُنظمة تعمل بكفاءة على نطاق واسع (التفاصيل والمراجع في القسم ٣).

الشركات التي تعتمد نوافذ السيولة المُنظمة تشهد ارتفاعًا في القيمة المتصوّرة لحقوق الملكية، وتراجعًا في عمليات بيع الأسهم الجانبية غير الرسمية، واستعدادًا أسرع لجولات التمويل، وتموضّعًا أقوى كـ "صاحب عمل مفضّل". أمّا المستثمرون فيحصلون على عوائد جزئية مبكرة، مع انضباط أفضل على مستوى إدارة المحافظ. وتتحوّل الثقافة من عقلية: «من يستطيع التفاوض على صفقة جانبية» إلى حل متوقع، عادل، وقائم على قواعد واضحة لجميع المالكين المتشابهين في نوع الأسهم.

الشركات التي تعتمد نوافذ السيولة المُنظَّمة تشهد ارتفاعًا في القيمة المتصوِّرة لحقوق الملكية، وتراجعًا في عمليات بيع الأسهم الجانبية غير الرسمية، واستعدادًا أسرع لجولات التمويل، وتموضُّعًا أقوى كـ ”صاحب عمل مفضَّل“. أمَّا المستثمرون فيحصلون على عوائد جزئية مبكرة، مع انضباط أفضل على مستوى إدارة المحافظ. وتحوُّل الثقافة من عقلية: «من يستطيع التفاوض على صفقة جانبية» إلى حل متوقَّع، عادل، وقائم على قواعد واضحة لجميع المالكين المتشابهين في نوع الأسهم.

تقود هذه المبادرة الجمعية السعودية لرأس المال الجريء والملكية الخاصة (VCPEA) بهدف إطلاق حوار واسع على مستوى السوق، وتسريع تبني نوافذ السيولة المُنظَّمة بطريقة آمنة وعادلة عبر المنظومة. وقد أعدَّت هذه الورقة البحثية بواسطة سدو المالية، تعبيرًا عن قناعتنا بأن السيولة المسؤولة والمبرمجة هي إحدى علامات نضج الشركات في منطقة الشرق الأوسط وشمال أفريقيا وعلى مستوى العالم.

كما تؤكد هذه الورقة البحثية، أن نوافذ السيولة المُنظَّمة ليست ترفًا، بل ضرورة استراتيجية تُسهم في مواءمة مصالح الأطراف المختلفة، وحماية الحوكمة، وتمكين حقوق الملكية من أداء دورها كما هو مقصود. الشركات التي تبادر بتطبيقها اليوم ستكون هي مَنْ يكتب الفصل التالي الأكثر تركيزًا على العاملين في عالم الشركات الناشئة ورأس المال الجريء.

للاطلاع على مزيد من التفاصيل الفنية، وأفضل الممارسات، وإطار التنفيذ الكامل، يمكن الرجوع إلى النسخة الموسَّعة من هذه الورقة البحثية على موقع المؤلف: <https://www.VCpreneur.com>

# 2.

## مفارقة السيولة في الشركات الناشئة

### ١-٢ عدم التوافق الكبير

خلال العقد الماضي، حصلت الشركات الخاصة على وفرة في رأس المال الخاص وبقيت كثير من الشركات غير مدرجة لفتترات أطول، مما خلق ثروة دفترية ضخمة – لكن بسيولة محققة محدودة للغاية للمساهمين. ارتفع العمر الوسيط للشركة عند الطرح العام الأولي من ٦,٩ سنوات قبل عقد إلى ١٠,٧ سنوات اليوم [٥]، ما أطل فترات الاحتفاظ بالأسهم للموظفين والمستثمرين الأوائل وأجل تحوّل العوائد إلى سيولة نقدية. لقيمة المحتملة.

● 2024

● 2014

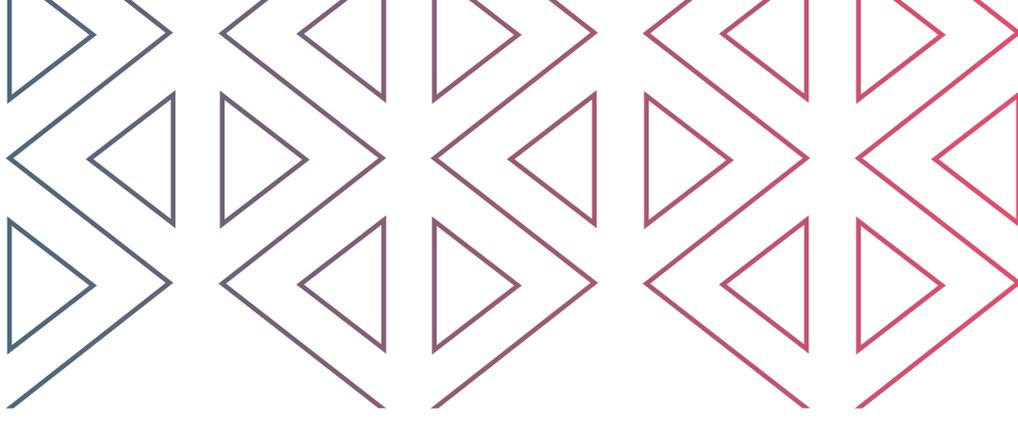
العمر الوسيط للشركة عند الطرح العام الأولي (بالسنوات)



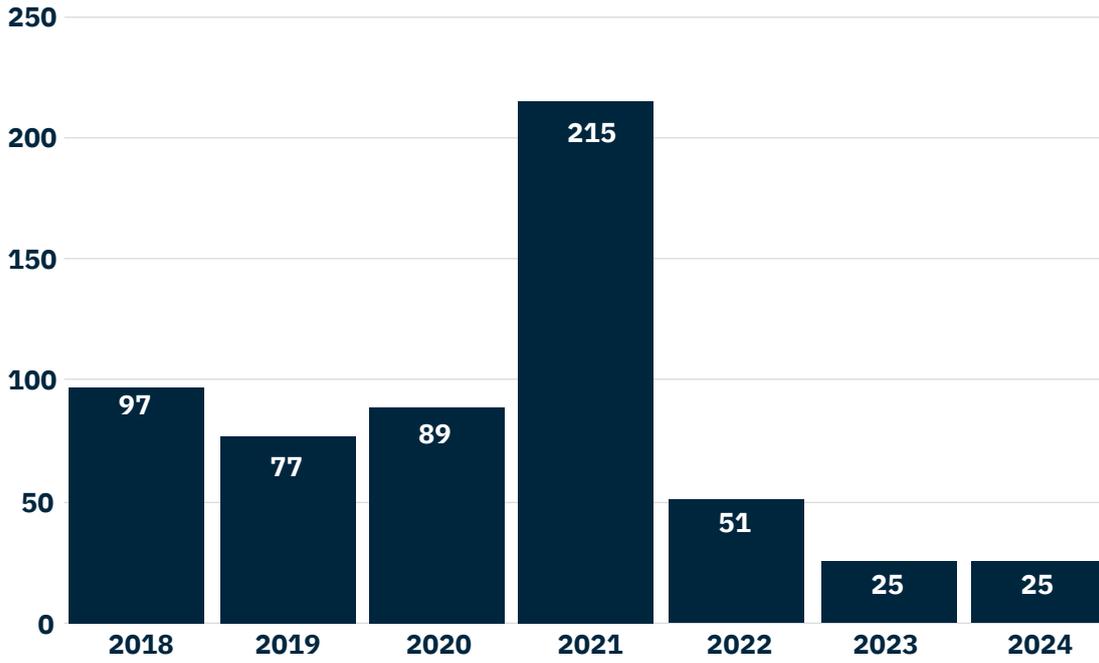
Data compiled Dec 2024.

Source: Morningstar.

في الوقت نفسه، تقلّصت قنوات التخارج بشكل حاد؛ إذ انخفضت الطروحات العامة للشركات المدعومة برأس المال الجريء بنسبة ٩٥٪ من ذروتها في عام ٢٠٢١ وحتى عامي ٢٠٢٣ و٢٠٢٤ [٦]، مما أبقى توزيعات العوائد عند أدنى مستوياتها خلال العقد عبر محافظ رأس المال الجريء.



## أعداد الاكتتاب العام لشركات التقنية (في أمريكا وأوروبا)



Data compiled Dec 2024.

Source: S&P Global Market Intelligence.

البقاء كشركة خاصة يمنح الشركات عالية النمو مساحة للنضج بعيدًا عن ضغوط إعلانات الأرباح الفصلية، لكن كلما طال ذلك، زاد خطر تباعد حوافز المساهمين وعدم اتساقها. عدة عوامل جعلت من الإقامة الطويلة في السوق الخاص هي القاعدة: رفع قانون JOBS لعام ٢٠١٢ للحد الأقصى لعدد المساهمين من ٥٠٠ إلى ٢٠٠٠ مساهم، توفر كميات كبيرة من رأس المال الخاص في المراحل المتأخرة، ارتفاع تكلفة وتعقيد عمليات التخارج، إلى جانب الرغبة في تجنب دوامة الإفصاحات الفصلية المشتتة.

هذا يخلق انفصلاً غير مسبوق: هناك ما قيمته ٥,٢ تريليون دولار من الشركات الخاصة على مستوى العالم [١]، ومع ذلك لا يستطيع المساهمون الوصول إلى هذه القيمة لتلبية احتياجاتهم المالية الأساسية. خُذ مثلاً أن الموظف في الشركة الناشئة ينتظر في المتوسط ١١,٥ سنة لأي حدث سيولة [٢]، بينما يحتفظ بأسهم تُقدَّر قيمتها على الورق بعدة أضعاف راتبه السنوي.

ملاحظة: رغم أن بعض التحليلات تشير إلى أن توقيت الطروحات العامة لم يتغير جوهرياً على مدى فترات زمنية طويلة جداً، إلا أن الواقع العملي للمساهمين اليوم واضح: جفاف الطروحات بين ٢٠٢٢-٢٠٢٤، إلى جانب تباطؤ دورات جمع التمويل، قد أدّى فعلياً إلى إطالة زمن الوصول إلى السيولة النقدية عبر مختلف الأسواق [٧].

## ٢-٢ من المتأثر – وكيف؟

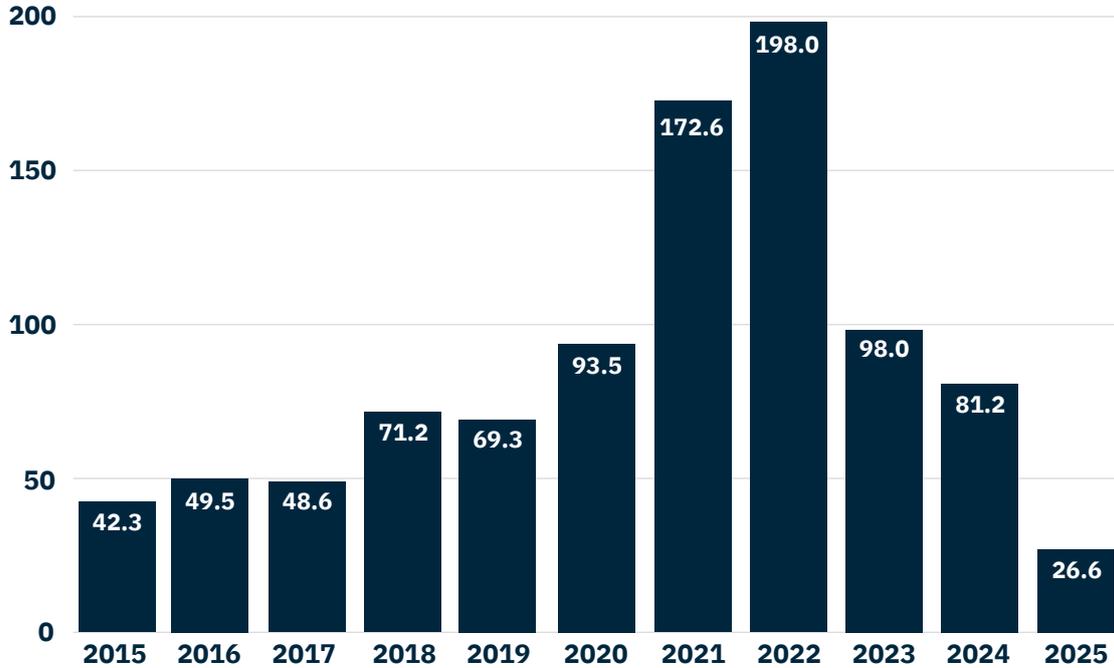
**المؤسسون.** يرتفع خطر تركُّز الثروة الشخصية (Concentration Risk) مع تراكم قيمة الشركة على الورق دون وجود فرص حقيقية للتنويع، مما يخلق ضغطًا نفسيًا وماليًا يدفع المؤسس أحيانًا لتفضيل «التخارج على المدى القصير» بدلًا من تعظيم القيمة على المدى الطويل.

**الموظفون (السابقون والحاليون).** تظل حقوق الملكية غير سائلة خلال محطات حياتية مهمة (السكن، التعليم، الرعاية الصحية أو الأسرية). الجداول الزمنية الطويلة وغير الواضحة تقوّض القوة التحفيزية لمنح الأسهم، وتصعّب مهمة الاحتفاظ بالموهب. تزايد الاهتمام بعروض الشراء (Tender Offers) يسلب الضوء على حجم هذا الاحتياج غير المُلبّي [٨].

**صناديق رأس المال الجريء والمستثمرون الملائكيون.** فترات الاحتفاظ الطويلة تؤخّر توزيعات العوائد (DPI) وإعادة تدوير رأس المال، مما يضعف وتيرة عمل الصندوق وقدرته على الدخول في صفقات جديدة؛ كما أن بطء التخارج قد يعقّد علاقة الشركاء العامّين (GPs) مع الشركاء المحدودين (LPs) أثناء دورات جمع الأموال [٩].

**الشركاء المحدودون (LPs).** صدمات السيولة على مستوى المحافظ، وتأثير «المقام المشترك» (Denominator Effect) – عندما تؤدي تراجع الأسواق العامة إلى تضخيم الوزن النسبي للأصول الخاصة – كلاهما يقيّدان القدرة على الالتزام مجددًا في صناديق جديدة إلى أن تستأنف تدفقات السيولة النقدية (Cash Returns) [١٠].

## أحجام صناديق رأس المال الجريء (\$B)



Data compiled Jun 2025.

Source: Pitchbook, NVCA, Venture Monitor.

## ٣-٢ تبعات السيولة غير المنظمة (Ad-Hoc Liquidity)

### تسرّب المواهب و فقدان الميزة التنافسية

في غياب مسارات سيولة متوقعة وواضحة، تفقد الشركات موظفين أساسيين لصالح شركات مدرجة أو منافسين يملكون سيولة عالية، أو الذين يستطيعون تقديم رواتب أعلى دون الحاجة إلى منح حقوق ملكية.

### تخارج مبكر

عندما يكون «صمام الأمان» الوحيد هو التخارج الكامل، يتوجّه الضغط الداخلي نحو تبني استراتيجيات مبنية على توقيت السوق بدلاً من التركيز على خلق القيمة الأساسية، مما يؤدي إلى تخارج مبكر يحمل معه خسارة جزء كبير من القيمة المحتملة.

### فوضى تشغيلية

- الصفقات الثانوية الفردية وغير الرسمية (Back-Channel Secondaries) تخلق:
- غموضاً في التسعير يولد شعوراً بالاستياء؛ إذ يكتشف المستثمرون والموظفون أن آخرين حصلوا على أسعار أفضل في صفقات جانبية منفصلة.
  - كوابيس امثال مرتبطة بقوانين الأوراق المالية والآثار الضريبية.
  - تضخماً معقداً في جدول الملكية (Cap Table Sprawl) يتطلب أعمال تنظيف قانونية مكلفة قبل جولات التمويل القادمة.
  - فرق المالية تقضي وقتاً وجهداً ثمينين في إدارة طلبات نقل ملكية بدل التركيز على الأولويات الاستراتيجية.

### عدم كفاءة منهجية على مستوى السوق

قيود تخصيص رؤوس الأموال لدى الشركاء المحدودين (LPs) تنتقل عبر المنظومة بأكملها. عندما تتوقف التوزيعات:

- ينخفض تأسيس الصناديق الجديدة بشكل حاد [٩].
- يعجز المدبرون الجدد عن جمع صناديقهم الأولى.
- يتركز رأس المال الموجه للابتكار في عدد أقل من الصناديق الكبرى.
- يتباطأ «دولاب» رأس المال الجريء بالكامل.

## ٤-٢ الأطروحة: التنظيم يتفوق على الحلول غير المنظمة

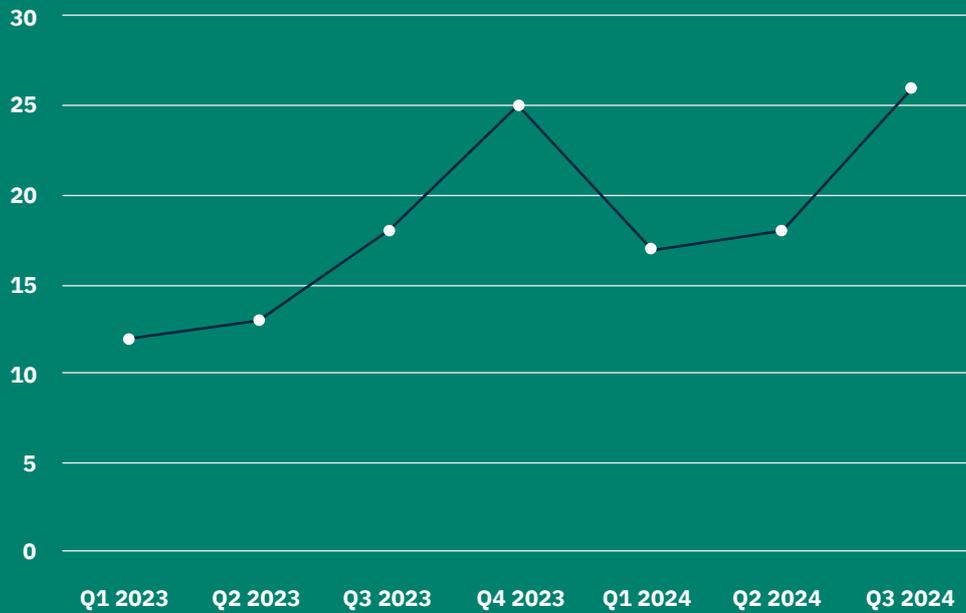
الحلول غير المنظمة – صفقات كتل أسهم مع مشترٍ واحد، صفقات ثانوية جانبية متفرقة، أو «اتفاقات هامسة» في المؤتمرات – لا يمكن توسيعها بشكل منهجي. فهي لا تعطي إشارة على العدالة، ولا تحافظ على مستوى كافٍ من التحكم.

### برنامج سيولة منظم ومتوقع يخلق آلية قابلة للتكرار تستطيع أن:

- تحافظ على المواهب وتحققها عبر إتاحة وصول شفاف وعادل للسيولة.
- تمكّن المؤسسين والمستثمرين الأوائل من التنويع المسؤول لمراكزهم المالية.
- توفر اكتشاف أسعار منضبطًا وعوائد للمستثمرين دون الإضرار بالاستراتيجية.
- تحوّل السيولة من أداة لإدارة الأزمات إلى مصدر لميزة تنافسية.

السوق يتحرك بالفعل في هذا الاتجاه. في نهاية عام ٢٠٢٤، كان عدد عروض الشراء الجديدة (Tender Offers) التي تديرها Carta قد ارتفع في خمس من الفصول الستة السابقة [٨]. الشركات التي تطبق هذه البرامج ترى فوائد فورية: ارتفاع رضا الموظفين، تسريع وتيرة التوظيف، جداول ملكية أنظف، وعملية جمع تمويل أكثر سلاسة.

### عدد عروض الشراء المنفذة في Carta



Data compiled 2024.  
Source: Carta, Inc.

# 3.

## تطوّر الصفقات الثانوية

### ١-٣ لمحة تاريخية عن الصفقات الثانوية المباشرة

في البدايات، كانت ما يُسمى «صفقات ثانوية» في الشركات الناشئة عبارة عن عمليات بيع ثنائية وفردية بين موظفين أو مستثمرين أوائل وبين مشترين خارجيين – يصعب تسعيرها، معقدة قانونيًا، وصعبة المتابعة من قبل الشركات. بين ٢٠٠٩-٢٠١١ تقريبًا، ظهرت منصات متخصصة مثل SecondMarket وSharesPost لربط البائعين بالمشترين على نطاق أوسع؛ ما حرّك السوق لكنه كشف أيضًا عن مخاطر كبيرة (لا تناظر في المعلومات، تعرّض تنظيمي، وتضخّم غير منضبط في جدول الملكية – Cap Table Creep) [١٠].

«الأسواق» الخاصة للأسهم واجهت صعوبات مستمرة لأن معظم الشركات تضع قيودًا على كل عملية تحويل (حق أولوية الشراء ROFR، وموافقات مجلس الإدارة)، والعرض والطلب يكونان متقطعين (مدفوعين باحتياج بائعين متفرّقين، وليس بصانع سوق مستمر)، كما أن اكتشاف أو تحديد السعر يكون ضعيفًا من دون مشاركة الشركة المُصدرة نفسها؛ لذلك لا تستطيع هذه المنصات الحفاظ على تداول ثنائي الأطراف ومستمر كما في البورصات العامة.

معظم المنصات التي حاولت ذلك إما فشلت أو تحوّلت إلى نماذج أخرى مرتبطة ببرامج ترعاها الشركات أو بخدمات أوسع:

- Forge Global توسّعت في منتجات البيانات، والمؤشرات، وحلول للشركات بدل التركيز على نموذج تداول شبيهة بالبورصة.
- Sandhill Markets (المعروفة سابقًا باسم Stonks) تحوّلت إلى استشارات خاصة منسّقة (Curated Syndicates) بعد عدّة تحوّلات في النموذج [١١].
- Carta خرجت بالكامل من نموذج التداول المفتوح في الأسواق الثانوية (CartaX) بسبب مخاوف هيكلية تتعلق بالثقة وتضارب المصالح باعتبارها مزوّد جداول الملكية، وأعدت التركيز على العروض المُدارة من قبل الشركات (Issuer-Led Tender Offers) وصفقات الكتل (Block Trades) عبر Carta Liquidity [١٢].
- ومؤخرًا، تقدّمت Linqto بطلب إفلاس [١٣].

الدرس المشترك: السيولة المستدامة في الشركات الخاصة تنجح غالبًا عندما تقوم الشركة نفسها بتصميم النافذة، لا عندما تحاول منصة سوق خاصة أن تقلّد نموذج البورصة العامة.

مؤخرًا، انتقل التركيز نحو عروض الشراء التي ترعاها الشركات نفسها (Company-Sponsored Tender Offers) باستخدام بنية تحتية مخصصة مثل Nasdaq Private Market (NPM) ولاحقًا Carta Liquidity، والتي تمكّن الشركات من التحكم في السعر، والأهلية، والإفصاحات، وآليات التسوية [١٤]. عمليًا، تطوّرت عروض الشراء هذه لتصبح الطريقة الافتراضية لتوفير سيولة للموظفين دون خسارة السيطرة على الحوكمة [١٥].

## ٢-٣ المحاولات المبكرة – ما الذي نجح، وما الذي لم ينجح

### فيسبوك (٢٠٠٩-٢٠١١): درس "الغرب المتوحّش"

- **ما الذي حدث؟** نشاط ثانوي مكثّف في أسهم فيسبوك عبر منصات خاصة دفع الشركة (وشركاءها) إلى التدخّل بقوة. قامت فيسبوك بتقييد عمليات بيع الموظفين لأسهمهم في عام ٢٠١٠ [١٦]، في حين حاول صندوق ذو غرض خاص (SPV) تديره Goldman Sachs تجميع مشتري الأسهم من دون تجاوز حدّ الإفصاح التنظيمي آنذاك البالغ ٥٠٠ مساهم – ما أثار انتباه الإعلام والجهات التنظيمية [١٧].

- **الخلاصة:** الصفقات الثانوية غير المُدارة تخلق غموضًا في التسعير، وتسريبيًا للمعلومات، ومخاطر تنظيمية. تحتاج الشركات إلى قنوات سيولة مُنظمة – وإلا ستُضطر إلى ارتجال القواعد أثناء الحركة، وبشكل غير مدروس.

### سبوتيفاي (٢٠١٨): سيولة بدون طرح عام تقليدي

- **ما الذي حدث؟** ابتكرت سبوتيفاي نموذج الطرح المباشر (Direct Listing) الحديث، حيث قامت بتسجيل الأسهم القائمة لإعادة البيع دون إصدار أسهم جديدة، وتخلّت عن فترات حظر البيع (Lockups)، بحيث يتمكّن الموظفون والمساهمون الأوائل من بيع أسهمهم منذ اليوم الأول – من دون جمع أي رأس مال أولي جديد [١٨][١٩].

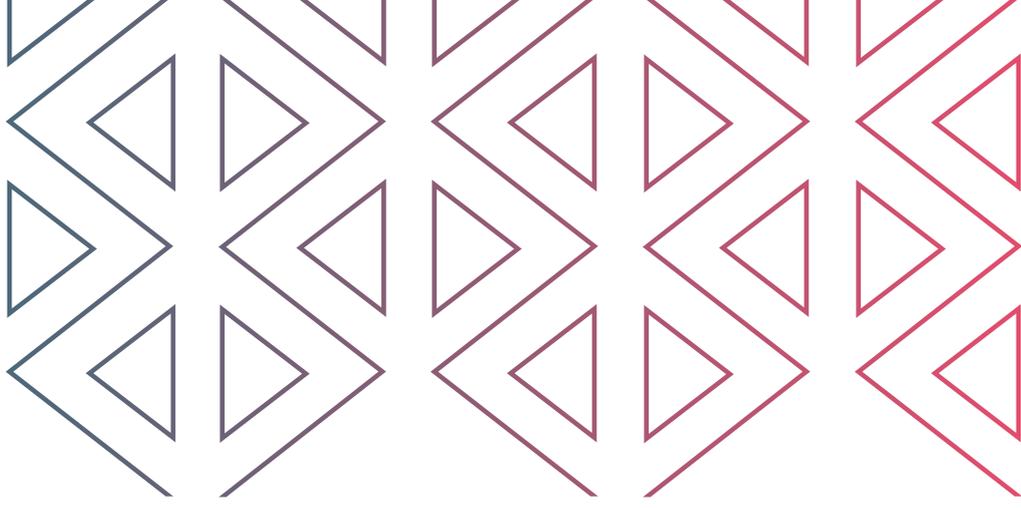
- **الخلاصة:** هذه ليست صفقة ثانوية في سوق خاص، لكنها مثال محوري على تصميم سيولة يضع المساهمين أولاً – عبر فصل السيولة عن دخول أموال جديدة. هذا النموذج أثبت جدوى البدائل المنظمة للطرح العام التقليدي المدعوم من بنوك استثمار، عندما لا تكون الشركة بحاجة إلى رأس مال إضافي.

### إير بي إن بي (٢٠٢٠) وروبن هود (٢٠٢١): سيولة مبكرة للموظفين عند الطرح العام

- **ما الذي حدث؟** في طروحاتها العامة، استخدمت كل من Robinhood وAirbnb نموذج Lockup معدل يسمح للموظفين ببيع ما يصل إلى حوالي ١٥٪ من حصصهم فورًا أو خلال الأسبوع الأول بعد الإدراج – في خروج واضح عن نموذج حظر البيع التقليدي لمدة ١٨٠ يومًا على الجميع [٢٠][٢١].

- **الخلاصة:** حتى في لحظة التحوّل إلى شركة عامة، يمكن لنوافذ سيولة منظمة، قائمة على قواعد واضحة ومحدّدة زمنيًا، أن توازن بين عرض الأسهم في السوق وبين العدالة للمساهمين. هذه الفكرة تُترجم بسهولة إلى برامج للشركات الخاصة.





- **سيسيس إكس (٢٠٢٣-٢٠٢٥):** عروض شراء مبرمجة على نطاق واسع  
• **ما الذي حدث؟** قامت SpaceX مرارًا بتنفيذ عروض شراء تركّز على الموظفين، تتيح لهم بيع كميات محدودة من أسهمهم على فترات منتظمة. تُظهر التقارير أن هذه العروض المتتالية رفعت التقييمات من حوالي ٢١٠ مليارات دولار (منتصف ٢٠٢٣) إلى حوالي ٣٥٠ مليار دولار (ديسمبر ٢٠٢٤)، مع أحاديث عن تقييم يقارب ٤٠٠ مليار دولار (منتصف ٢٠٢٥) – مثال عليّ على سيولة متكرّرة تُدار من قبل الشركة نفسها [٢٢][٢٣].
- **الخلاصة:** إيقاع متكرّر وثابت يدعم الاحتفاظ بالموهب واكتشاف الأسعار، مع الحفاظ على التحكّم؛ فالشركة، لا الوسطاء، هي التي تضع القواعد.

#### سترايب (٢٠٢٤ و ٢٠٢٥):

- عروض شراء ترعاها الشركة لصالح الموظفين الحاليين والسابقين – عند تقييم ٦٥ مليار دولار (فبراير ٢٠٢٤) و ٩١,٥٥ مليار دولار (فبراير ٢٠٢٥) – مع قيام الشركة أيضًا بإعادة شراء أسهم جنبًا إلى جنب مع المستثمرين الخارجيين لتعويض أثر تخفيف الملكية الناتج عن التعويضات بالأسهم [٢٤][٢٥].

#### ريبليت (نوفمبر ٢٠٢٣):

- أطلقت Replit أول عرض شراء للموظفين تُديره الشركة ذاتها؛ يشدّد خطاب المؤسّس على جانب الاحتفاظ والرفاهية للموظفين («سداد الديون، شراء منزل، رعاية الأهل») [٢٦].

#### لينيار (أغسطس ٢٠٢٥):

- منشور عليّ يشرح أول عرض شراء تنفّذه Linear (كجزء من جولة Series C)، مقدّمًا نفس سعر السهم الذي حصل عليه المستثمرون في الجولة الأولى، مع السماح لأعضاء الفريق الحاليين والسابقين ببيع جزء من أسهمهم المكتسبة – نموذج واضح وشفاف يمكن اعتباره “كتاب قواعد” جاهز [٢٧].

### ٣-٣ أهمّ الدروس المستخلّصة من المحاولات المبكرة

#### التوقّعية تتفوّق على الانتهازية.

يُقَدَّر المساهمون وجود وتيرة معروفة مسبقًا (سنوية/نصف سنوية) مع قواعد أهلية ثابتة وسقوف واضحة للأحجام؛ هذا يقلل من الصفقات المبنية على الشائعات ويحسّن قدرة الجميع على التخطيط. يظهر تفضيل السوق لهذا النهج في التحوّل المستمر خلال العقد الماضي من الوساطة غير المنظمة إلى العروض التي ترعاها الشركات نفسها [٢٨].

غموض التسعير ثمنه باهظ.

الصفقات الجانبية والمنصات المجزأة تخلق وصولاً غير متكافئ وأسعاراً مرجعية مشوشة؛ في المقابل، توخّد العروض الرسمية (Tender Offers) عملية الفحص النافي للجهالة، والإفصاحات، وسياسات التسعير الموحّدة. تجربة فيسبوك قبل طرح العام تُعتبر المثال التحذيري الكلاسيكي في هذا السياق [٢٩].

**الصفقات الفردية تفرض عبئاً تشغيلياً.**

كل صفقة مصمّمة «على المقاس» تستهلك موارد من الفرق القانونية والمالية وفُرق إدارة جداول الملكية. لذلك تعتمد الشركات بشكل متزايد على بنية تحتية متخصصة للعروض (مثل Carta و NPM) لتوحيد سير العمل وتقليل زمن إنجاز العملية.

**٣-٤ التطور الطبيعي: من الارتجال إلى برامج مننّمة ومتكرّرة**

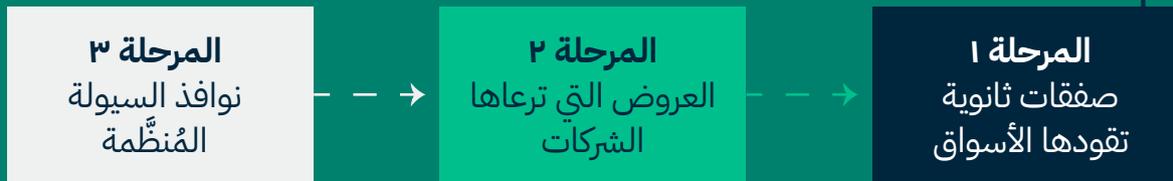
بساطة: تعلّم السوق أن السيولة خاصة يجب تصميمها، لا حريقاً يجب إطفائه. وكان المسار كالتالي:

**المرحلة ١ (٢٠٠٩-٢٠١٢):** صفقات ثانوية تقودها الأسواق ( / SecondMarket SharesPost) - آثار جانبية غير مقصودة (مخاطر تنظيمية، لا تناظر في المعلومات، وتعقيد في جداول الملكية).

**المرحلة ٢ (٢٠١٥-٢٠٢٠):** صعود العروض التي ترعاها الشركات عبر منصات متخصصة (NPM / Carta) - قواعد واضحة للأهلية، وإفصاحات مننّمة، وتسويات مُدارة.

**المرحلة ٣ (عقد ٢٠٢٠ وما بعده):** نوافذ السيولة المُننّمة: سيولة مبرمجة - نوافذ متكرّرة قائمة على قواعد واضحة (مثل SpaceX و Stripe) - التوقّعية، والعدالة، والتحكّم تتحوّل إلى ممارسة قياسية في السوق.

**تطور إدارة السيولة في الشركات الخاصة**



# 4.

## تقديم نوافذ السيولة المُنظمة

### ١-٤ التعريف (ما هي نوافذ السيولة المُنظمة؟)

نوافذ السيولة المُنظمة (Structured Liquidity Windows – SLWs) هي برامج دورية ترعاها الشركة، تتيح سيولة جزئية ومنهجية لفئات معيّنة من المساهمين المعتمدين (الموظفين، المؤسسين، والمستثمرين الأوائل) وفق سياسة معتمدة من مجلس الإدارة.

بدل ترك السيولة لصفقات جانبية ارتجالية، تجلب نوافذ السيولة المُنظمة قواعد واضحة، وتيرة متكرّرة، تسعيرًا شفافًا، وأطرافًا مقابلة مُسيطرًا عليها – بحيث تستطيع الشركة تقديم سيولة عادلة ومُنظمة دون التفريط في الحوكمة أو الاستراتيجية.

باختصار: سيولة محدودة النطاق، تقودها الشركة المُصدرة، قائمة على قواعد واضحة – بشروطك أنت، وعلى الجدول الزمني الذي يناسبك كشركة أو كمؤسّس.

### ٢-٤ المبادئ الأساسية

#### ١. متوقّعة (Predictable)

- وتيرة متكرّرة (مثلًا سنوية أو نصف سنوية) مع تقويم معلّن مسبقًا.
- مستويات أهلية ثابتة وسقوف حجم واضحة (عادةً بين ١٠-٢٥٪ من الحقوق المكتسبة لكل نافذة للموظفين، مع حدود أخرى للمستثمرين بحسب سياسة المجلس).
- جداول زمنية واضحة للتعبير عن النية، واستكمال المستندات، وتحويل الأموال، والتسوية.

#### ٢. مُحكّمة (Controlled)

- الشركة هي من يحدّد: من يشارك، ومتى، وبأي كميات، ومع من (معايير المشتري، اعرف عميلك KYC / مكافحة غسل الأموال AML، والتحقّق من صفة المستثمر المعتمد)، إضافةً إلى منهجية التسعير وحدود الخصم.
- إفصاحات مركزية، وسير عمل منسّق قانونيًا وضريبيًا ورقائيًا.
- الحفاظ على «نظافة» جدول الملكية (Cap-Table Hygiene) – مثل التجميع عبر صناديق SPVs أو إعادة الشراء من قبل الشركة عند الاقتضاء.

### ٣. منظّمة (Structured)

- «ميثاق برنامج» دائم (Program Charter) يحدّد: الأهداف، الأهلية، سياسة التسعير، حدود الأحجام، فترات الحظر / النوافذ السوداء (Lockups/Blackouts)، وضوابط تضارب المصالح.
- مستندات وإجراءات قياسية: حزمة عرض الشراء (Tender Offer Package)، موافقات التحويل، الجوانب الضريبية / الاستقطاع، وخطة الاتصالات.
- بنية تحتية مختارة مسبقاً (منصّات، حسابات ضمان Escrow، ومزوّدو تقييم أو تقارير عدالة سعرية 3rd-Party عند الحاجة).

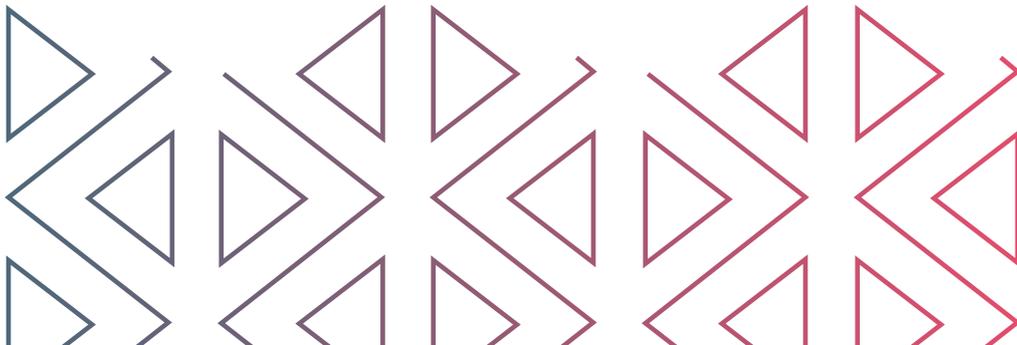
### ٤. استراتيجية (Strategic)

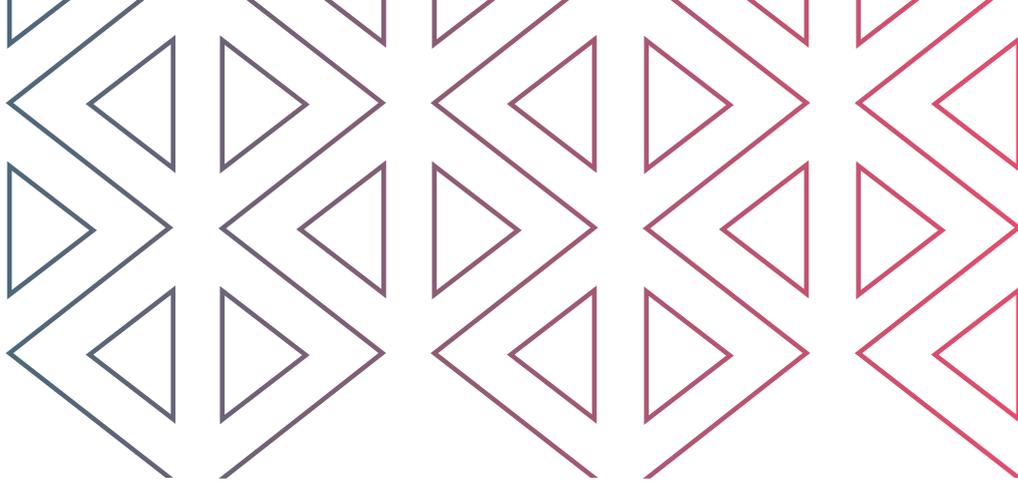
- السيولة هنا أداة لدعم الاحتفاظ بالموهب، واكتشاف السعر، واستراتيجية التمويل – لا العكس.
- النوافذ مدمجة مع خطط جمع التمويل، والطلب الثانوي، وإشراف مجلس الإدارة.
- مؤشرات أداء مبنية على البيانات (KPIs): معدلات المشاركة، أثرها على الاحتفاظ بالموهب، زمن الوصول إلى السيولة، العوائد للمستثمرين الأوائل، وجودة تركيبة المشترين (Buyer Mix).

### ٣-٤ لماذا تختلف نوافذ السيولة المنظّمة عن الصفقات الثانوية الفردية

نوافذ السيولة المنظّمة	الصفقات الثانوية الفردية	
أهلية شفافة وشروط متساوية لكل فئة من الأسهم	غير متكافئة، قائمة على العلاقات الشخصية	الوصول والعدالة
تسعير قائم على سياسة واضحة (مثلاً: آخر جولة تمويل ± تعديل السيولة؛ ومنهجيات مُتحقّق من صحتها)	غير شفافة، خاضعة للتفاوض، وغير متّسقة	التسعير
ميثاق معتمد من مجلس الإدارة؛ واستخدام صناديق SPV أو إعادة شراء من المُصدّر للحفاظ على نظافة جدول الملكية	موافقات ارتجالية؛ تضخّم تدريجي ومعمّد في جدول الملكية	الحوكمة
إفصاحات مركزية، وإجراءات اعرف عميلك / مكافحة غسل الأموال (KYC/AML)، ومعالجة واضحة للضرائب والاستقطاع، والامتثال لقواعد عروض الشراء	مجزّأة وعرضة للأخطاء	الامتثال
سير عمل قابل للتكرار، وبنية تشغيلية ثابتة مع المزوّدين، ودورات تنفيذ أسرع	مرتفعة، ومصمّمة على المقاس في كل مرة	العبء التشغيلي
السيولة هنا خاصية مُصمّمة لخدمة أهداف الاحتفاظ بالموهب واستراتيجية التمويل	أحداث السيولة «تحدث للشركة» بدل أن تخطّط لها الشركة	الملاءمة الاستراتيجية

الخلاصة: نوافذ السيولة المنظّمة تستبدل الضجيج بالسياسة الواضحة. فهي تحوّل الصفقات المتناثرة إلى آلية قابلة للتكرار تحمي الشركة، وفي الوقت نفسه تتعامل مع المساهمين كشركاء.





## ٤-٤ مكونات نافذة السيولة المُنظمة (ما الذي يتضمّنه كل برنامج؟)

- **ميثاق البرنامج (Program Charter) – من ٢ إلى ٣ صفحات:** الهدف، النطاق، منافع المساهمين، سياسة تضارب المصالح، معايير الإفصاح، وآليات تعديل/تحديث السياسة.
- **الإيقاع ومحفّزات التنفيذ (Cadence & Triggers):** نوافذ سنوية أو نصف سنوية؛ مع إمكانية إضافة نوافذ مرتبطة بمحطات معيّنة (مثلاً: بعد صدور القوائم المالية المُدقّقة، أو بعد إغلاق جولة تمويل أولية جديدة).
- **إطار الأهلية (Eligibility Framework):** مستويات للموظفين حسب الأقدمية (Tenure-Based Tiers)، مع معايير خاصة للمؤسسين، وفئات المستثمرين؛ كيفية التعامل مع الموظفين السابقين ومن غادروا الشركة؛ وقواعد فترات الحظر / الـ Lockup والـ Blackout.
- **حدود الأحجام (Volume Limits):** سقوف لكل مشارك (مثلاً: ١٠-٢٥٪ من الحقوق المكتسبة في كل نافذة)، وسقف إجمالي على مستوى الشركة، وآليات حماية ضد “الإغراق” من قبل الأدوار الحساسة أو القيادية.
- **سياسة التسعير (Pricing Policy):** منهجية معلنة للتسعير (مثلاً: استخدام آخر جولة تمويل أولية كنقطة ارتكاز مع تعديلات سيولة، أو الاستناد إلى تقييمات طرف ثالث، أو مزاد مُدار (Controlled Auction)، مع تسعير موحد داخل كل فئة من الأسهم؛ إلى جانب إرشادات واضحة لخصومات السيولة (Liquidity Discounts) وتعديلات ظروف السوق.
- **إدارة المشترين (Buyer Management):** مجموعات مشترين مُؤهلين مسبقاً (مستثمرون استراتيجيون، SPV خاص بالشركة، إعادة شراء من المُصدر، ومستثمرون أفراد مؤهلون)، مع معايير للمستندات المطلوبة، وإجراءات الانضمام (KYC / AML / التحقق من صفة المستثمر المعتمد).
- **البنية التشغيلية (Operations Stack):** اختيار منصة العروض والتسوية (Tender/Settlement Platform)، ونظام إدارة جدول الملكية (Cap-Table System)، وحسابات الضمان (Escrow)، وآليات المعالجة الضريبية، وشركاء الخدمة؛ مع تعيين مالكيين واضحين لكل جزء (القانوني، المالية، الموارد البشرية، علاقات المستثمرين IR).
- **حزمة التواصل (Communications Kit):** أسئلة شائعة بلغة بسيطة، الخط الزمني للنافذة، إشعارات الأهلية، “كيفية المشاركة”، تقارير ما بعد النافذة، وقناة مخصّصة لاستقبال الملاحظات.
- **ضوابط المخاطر والامتثال (Risk & Compliance Controls):** الالتزام بحقوق أولوية الشراء (ROFR) وقواعد التحويل، فترات الحظر المرتبطة بالتعامل بمعلومات داخلية (Insider-Trading Blackouts)، اعتبارات عروض الشراء (Tender Offer Rules)، الجوانب الضريبية والاستقطاع، والفروق التنظيمية بين الولايات أو الدول (Jurisdictional Nuances).

## ٥-٤ متى يجب التبيّي (ومتى يجب الانتظار؟)

إشارات التوقيت المناسب: وجود ملاءمة واضحة بين المنتج والسوق (Product-Market Fit)، تقارير مالية يمكن التنبؤ بها، تدفق مستمر من اهتمام ثانوي (Inbound Secondaries)، ونضوج في عدد الموظفين وحجم الخيارات الممنوحة بما يهدّد جانب الاحتفاظ بالمواهب، أو وجود جولة تمويل أولية قادمة يمكن فيها تصميم هيكل هجين يجمع بين تمويل أولي وثانوي (Hybrid Primary + Secondary) بما يحقّق مواءمة بين مصالح جميع الأطراف.

متى يجب الانتظار والاستعداد: إذا كانت النتائج المالية شديدة التقلّب، أو كانت الحوكمة لا تزال في طور التشكل، أو لم تتوافر بعد القدرة التشغيلية الكافية، فالأفضل هو الإعداد المسبق ثم التنفيذ لاحقاً. في هذه الحالة، يمكن: صياغة ميثاق البرنامج (Charter)، اختيار البنية التشغيلية (Rails)، ثم تجربة نافذة صغيرة، بدعوات محدودة فقط (Invitation-Only Pilot) في مرحلة لاحقة.

## ٦-٤ ما الذي ليست عليه نوافذ السيولة المُنظمة

- ليست تداوياً مستمرّاً، ولا وعدّاً بالسيولة في أي وقت.
- ليست ضماناً للسعر، ولا بديلاً عن أساسيات الأداء والتشغيل.
- ليست طريقة لتجاوز حقوق وحماية المستثمرين (حقوق أولوية الشراء ROFR، وموافقات مجلس الإدارة، وضوابط الوصول للمعلومات تظل سارية وتُحترم بالكامل).

# 5.

## الهيكلية الأساسية للبرنامج

يحوّل هذا القسم فكرة نوافذ السيولة المُنظمة إلى «نظام تشغيل» يمكن تبنيّه، مراجعته، وتحسينه بمرور الوقت.

### ١-٥ إطار الأهلية (Eligibility Framework)

**هدف التصميم:** إنشاء قواعد واضحة وقابلة للتكرار، يشعر المشاركون بأنها عادلة، وتشعر الشركة بأنها آمنة.

#### فئات المشاركين:

- **الموظفون (الحاليون):** يكونون مؤهلين بعد تجاوز عتبة أقدمية معيّنة (مثلاً من ١٢ إلى ٢٤ شهراً)، وبما يتوافق مع أدائهم ووضعهم الانضباطي. يُفضّل التعامل مع التنفيذيين كفئة منفصلة بسقوف أكثر تشدّداً.
- **الموظفون (السابقون):** السماح بمشاركة محدودة لـ "المغادرين الجيدين" (Good Leavers) ضمن فترة زمنية معيّنة بعد مغادرتهم الشركة (مثلاً ١٢ شهراً)، بشرط استمرار التزامهم بالسرية وعدم استقطاب الموظفين أو العملاء.
- **المؤسسون:** السماح لهم بالتنوع (Diversification) مع وضع حدود مئوية أقل، وفترات حظر أطول (Blackout Periods) لتجنّب مخاطر الإشارات السلبية (Signaling Risk) ومخاطر الحوكمة.
- **المستثمرون:** السماح بسيولة محدودة ومحسوبة، مع الحفاظ على حقوق النسبة التناسبية (Pro-Rata Rights) والالتزامات تجاه المجلس (Board Commitments)، مثل وضع سقوف على المبيعات التي يمكن أن تُضعف القدرة على تمويل الجولات المستقبلية.
- **مستثنون من المشاركة:** أي شخص واقع في فترة حظر تداول (Blackout) بسبب اطلاعه على معلومات جوهرية غير علنية (Material Nonpublic Information - MNPI)، أو خاضع لخطة تحسين أداء (Performance Improvement Plan - PIP) أو لمراجعة انضباطية، أو لديه مشكلات عالقة متعلّقة بالضرائب أو بالخيارات (Options).



## معايير المنع/السماح النموذجية (Typical Gating Criteria):

- شرائح الأقدمية (Tenure Tiers): مثلاً:  $12 \leq$  شهرًا،  $24 \leq$  شهرًا،  $36 \leq$  شهر خدمة، مع ارتفاع السقوف المسموح بها في كل نافذة كلما زادت الأقدمية.
- شرائح الأدوار (Role Tiers): مثلاً: موظف فردي، مدير، نائب رئيس فأعلى، مؤسس – مع حدود مختلفة لكل شريحة.
- وضع الامتثال (Compliance Status): إكمال الدورات/التدريب الإلزامي، توقيع الإقرارات المطلوبة، وعدم وجود مخالفات للسياسات الداخلية.
- أهلية الدولة/الضريبة (Country/Tax Eligibility): التقيّد بالقيود النظامية والضريبة في كل دولة، كما يحددها المستشار القانوني.

## مثال توضيحي على السياسة العامة (Illustrative Policy Snippet):

- الشريحة أ (خدمة  $12 \leq$  شهرًا): حتى 10٪ من الحقوق المكتسبة في كل نافذة.
- الشريحة ب ( $24 \leq$  شهرًا): حتى 10٪.
- الشريحة ج ( $36 \leq$  شهرًا): حتى 20-20٪.
- سقف المعروض على مستوى الشركة: حتى 5-10٪ كحد أقصى من إجمالي الأسهم المعروضة سنويًا (عبر جميع الفئات).

## ٢-٥ آليات التنفيذ (Transaction Mechanics)

### الإيقاع والتوقيت (Cadence & Timing)

- نوافذ قياسية سنوية أو نصف سنوية، مع نشر التقييم في بداية السنة المالية.
- نوافذ مرتبطة بمحطات معيّنة (اختيارية): بعد إقفال القوائم المالية المدققة، أو بعد إغلاق جولة تمويل أولية (Primary Round)، أو بعد تحقيق مؤشرات منتجات/إيرادات مثل ARR.
- خط زمني نموذجي (مثال):
  - T-30: إرسال إشعارات النية والأهلية + مشاركة الأسئلة الشائعة (FAQs) ونبذة عن منهجية التسعير.
  - T-21: فتح باب «إبداء الاهتمام» (Indications of Interest) بشكل غير ملزم.
  - T-10: تثبيت السعر النهائي؛ إصدار مستندات العرض (Tender Documents).
  - T-0: آخر موعد لقبول العرض؛ تاريخ الصفقة (Trade Date).
  - من T+0 إلى T+10: تسوية الدفعات؛ استكمال عمليات بيع الأسهم/الاستقطاع الضريبي ونقل الملكية.

### حدود الأحجام (Volume Limits)

- سقف لكل مشارك بحسب الشريحة (كما في المثال أعلاه).
- سقف إجمالي للبرنامج في كل نافذة (مثلاً  $3 \geq 5$ ٪ من إجمالي الأسهم المخففة بالكامل) لتقليل مخاطر الإشارات السلبية للسوق.
- حواجز حماية ضد «الإغراق» للمطالعين (Insiders)، مثل: التنفيذيون: حتى 10٪ من الحقوق المكتسبة. المؤسسون: حتى 5-10٪ سنويًا.
- قاعدة «استرجاع النظر» (Lookback Rule) لاحتساب أي مبيعات سابقة خلال آخر 12 شهرًا ضمن السقف.

## البنية التشغيلية (Operational Rails)

- استخدام منصة واحدة للعروض (Tender)، وإجراءات KYC/AML، وحسابات الضمان (Escrow)، والتسوية، وتحديثات جدول الملكية (Cap Table).
- حزمة مستندات قياسية تشمل: عرض الشراء (Offer to Purchase)، بيان المعلومات (Information Statement)، نماذج التحويل/الموافقة (Transfer/Consent).
- (Forms)، النماذج الضريبية، والإقرارات والضمانات (Reps & Warranties).
- قائمة مشترين تَمَّت الموافقة عليهم مسبقًا، مع الاعتماد على SPV واحد مجَمَّع في كل نافذة للحفاظ على جدول ملكية نظيف ومبشَّط.

## ٣-٥ نماذج التنفيذ (اختر نموذجًا واحدًا – أو امزج بينها بحذر)

### ١) عرض شراء منظم ترعاه الشركة - عرض بسعر ثابت وشروط موحدة (Company-Structured Tender Offer)

- أفضل استخدام له: توفير سيولة واسعة للموظفين مع تسعير متسق وإفصاحات منظمة.
- كيف يعمل؟ الشركة تحدّد السعر، والسقوف، وقواعد الأهلية؛ المشترون المؤهلون (أو الشركة نفسها) يشترون الأسهم، وإذا زاد الطلب عن العرض يتم التوزيع بنظام النسبة التناسبية (Pro-Rata).
- الإيجابيات: العدالة، السرعة، الحفاظ على نظافة جدول الملكية، ومسار امتثال قانوني قوي وواضح.
- نقاط الانتباه: مسؤولية تحديد السعر (Price-Setting Accountability)، الانضباط في الاتصال والتواصل، وضبط التعامل مع المعلومات الجوهرية غير العلنية (MNPI).

### ٢) البرامج المتكررة ("Programmatic Tenders")

- أفضل استخدام لها: ثقافة الشركة والاحتفاظ بالمواهب؛ جعل السيولة «ميزة مصممة» ضمن حزمة التعويضات.
- كيف تعمل؟ نفس نموذج عرض الشراء أعلاه، لكن وفق وتيرة معلنة (مثلًا كل أبريل/أكتوبر)، مع تحديثات سنوية طفيفة في السياسة يُقرّها مجلس الإدارة.
- الإيجابيات: توقعية أعلى، تقليل الصفقات الجانبية غير الرسمية، وتحسين قدرة الجميع على التخطيط.
- نقاط الانتباه: الحفاظ على سقوف المعروض وقواعد الأهلية بشكل صارم لتجنّب إشارات سلبية للسوق أو للمستثمرين.

### ٣) جولة هجينة: تمويل أولي + ثانوي (Hybrid Primary + Secondary Round)

- أفضل استخدام لها: تمويل النمو وتوفير سيولة للمطلعين في عملية واحدة منسقة.
- كيف تعمل؟ المستثمر القائد (Lead Investor) يحدّد سعر الجولة؛ يتم تخصيص «جيب جانبي» (Side Pocket) – مثلًا ١٠-٢٠٪ من حجم الجولة الإجمالي – لشراء أسهم من المطلعين بالشروط نفسها أو بشروط معدّلة بشكل محدود.
- الإيجابيات: حدث تقييم واحد، وفحص نافي للجهالة موحّد، وتواصل أبسط لجميع الأطراف.
- نقاط الانتباه: حماية حصيلة التمويل الأولية المخصّصة للنمو (Use of Funds)، وضمان سياسات وصول متكافئة للمطلعين (Equal-Access Policies).

#### ٤) حوض مشترين عبر SPV (تبسيط جدول الملكية) – SPV Buyer Pool

- أفضل استخدام له: تجميع عدة مشترين في وعاء واحد، أو إدخال مستثمرين استراتيجيين محدّدين دون تكثير عدد البنود في جدول الملكية.
- كيف يعمل؟ يقوم SPV محدّد (يُدار من راع Sponsor أو مركبة مرتبطة بالشركة) بشراء الأسهم من البائعين، ويظهر كسطرٍ واحد فقط في جدول الملكية؛ يدخل المستثمرون في ال SPV كمحدودي شراكة (LPs).
- الإيجابيات: جدول ملكية نظيف، موافقات/تنازلات أسهل، ومرونة أكبر في خلط أنواع المشترين داخل ال SPV.
- نقاط الانتباه: حوكمة ال SPV، قيود التحويل داخل ال SPV، حدود حقوق المعلومات للمستثمرين، وضبط هيكل العوائد والرسوم لل Sponsor.

#### نماذج أخرى يمكن بحثها مع المستشار القانوني:

- إعادة شراء الأسهم من قبل الشركة (Issuer Repurchases).
- مزادات هولندية معدّلة (Modified Dutch Auctions) لاكتشاف السعر.
- نوافذ صغيرة مخصّصة للموظفين فقط لتغطية احتياجات نقدية محدودة (Employee-Only Micro-Windows).

#### ٤-٥ آليات التسعير (Pricing Mechanisms)

الهدف: تسعير شفاف، قابل للدفاع، وموحّد داخل كل فئة من الأوراق المالية.

#### إطار «المثلث» (Triangulation Framework)

- نقطة الارتكاز (Anchor): سعر السهم في آخر جولة تمويل أولية (Price Per Share – PPS) أو أحدث تقييم معتمد من مجلس الإدارة.
- مدخلات السوق (Market Inputs): صفقات خاصة مستقلة حديثة بين أطراف غير مترابطة (Arm's-Length)، عروض شراء واردة للشركة (/ Bids، Indications of Interest – IOIs)، ومؤشرات ثانوية ذات صلة عند توافرها.
- الفحص المستقل (Independent Check): تقييم من طرف ثالث أو تحليل «عدالة سعر» (Fairness Opinion)، خصوصًا في البرامج الكبيرة.
- فرق الأداء (Performance Delta): مقارنة الإيرادات / الإيراد السنوي المتكثّر (ARR)، وهامش الربح الإجمالي (Gross Margin)، ومدى السيولة / طول المدرج النقدي (Cash Runway) منذ آخر جولة تمويل؛ ثم تطبيق تعديل مقيد في نطاق محدّد.
- تعديل السيولة (Liquidity Adjustment): نطاق خصم سيولة (Liquidity Discount) مُعلن بوضوح يعكس قيود التحويل ومحدودية قابلية التداول.
- حواجز الحماية (Guardrails): حدود دنيا وعليا للسعر (Floors/Ceilings)، مثلًا: عدم النزول عن حدود «القيمة السوقية العادلة» (FMV) التي قد تخلق مشكلات ضريبية عند تفعيل الخيارات. أو عدم تجاوز سعر آخر جولة أولية + نطاق محدّد ما لم يتمّ تمويل جديد يبرّر ذلك.

## سياسة توضيحية (مثال حسابي):

لنفترض أن:

- س<sub>1</sub> = سعر السهم في آخر جولة تمويل أولية (PPS)
- س<sub>2</sub> = الوسيط لمؤشرات السوق الموثوقة (عطاءات / آخر عروض شراء)
- خ = خصم السيولة (نطاق تحدده السياسة بحسب المرحلة؛ يُطبَّق مرة واحدة)
- ن = معامل نمو الأداء (ضمن نطاق محدد، مثلاً من -10% إلى +10%)

إذاً يكون السعر التقريبي (Indicative Price):

$$س = (س_1 \times 1.9 + س_2 \times 2.0) \cdot (ن + 1) \cdot (1 - خ)$$

حيث:  $1.9 = 1 + 0.9$  (مثلاً  $0.6 / 0.6$ )

مع نطاق حد أدنى/أقصى للسعر يضعه مجلس الإدارة (مثلاً  $\pm 10\%$  من س<sub>1</sub> في حال عدم وجود جولة تمويل أولية جديدة).

انشر المنهجية، لا المدخلات السرية.

## قواعد الاتساق (Consistency Rules):

- سعر واحد لكل فئة (الأسهم العادية مقابل الممتازة)، بدون صفقات جانبية.
- في حال زيادة الطلب عن المعروض، يتم التنفيذ بالتخصيص النسبي (Pro-Rata) حسب الفئة/الشريحة.
- توثيق المبررات بوضوح، والاحتفاظ بمدكرة تسعير (Pricing Memo) لاطلاع المدققين والمستشارين القانونيين.

## o-o دمج البرنامج في الحوكمة (Governance Integration)

### إشراف مجلس الإدارة والموافقات

- اعتماد سنوي لميثاق نافذة السيولة (SLW Charter): الأهداف، الأهلية، السقوف، سياسة التسعير، والإيقاع الزمني.
- قرار قبل كل نافذة: تأكيد منهجية التسعير، الحدود القصوى، الفئات المشمولة، والمشتريين/ال SPV المعتمدين.
- تقرير بعد كل نافذة: نسب المشاركة، توزيعات الحصص، ملخص التسعير، أثر النافذة على جدول الملكية، والدروس المستفادة.

## مصفوفة المسؤوليات المقترحة (RACI)

### • مسؤول (Responsible):

- رئيس المالية (Head of Finance) – مالك البرنامج التشغيلي.
- الشؤون القانونية (Legal) – قضايا الأوراق المالية والعمل.
- إدارة شؤون الموظفين / People Ops – تواصل الموظفين والجوانب الضريبية.
- الخزانة (Treasury) – التسوية والدفع.

### • مُحاسب (Accountable):

- المدير المالي (CFO) – العمليات والضوابط.
- الرئيس التنفيذي (CEO) – الملاءمة الاستراتيجية.
- لجنة التعويضات/المالية في المجلس – السياسة والتسعير.

### • مُستشار (Consulted):

- المستشارون القانونيون الخارجيون، المستشارون الضريبيون، منصة العروض، العلاقات العامة/علاقات المستثمرين (PR/IR).

### • مُطلع (Informed):

- المديرون المباشرون، جميع الموظفين عبر قنوات التواصل الداخلية، والمستثمرون الحاليون.

## نظافة جدول الملكية وحقوق المستثمرين (Cap-Table & Investor-Rights Hygiene)

- الحفاظ على حقوق النسبة التناسبية (Pro-Rata) للمستثمرين الرئيسيين؛ والتأكد من أن أية اتفاقيات جانبية (Side Letters) لا تمنح الـ SPV حقوق تصويت أو معلومات تتجاوز ما هو معتاد لحملة الأسهم العادية.
- تمرير حقوق أولوية الشراء والبيع المشترك (ROFR / Co-Sale) عبر مسار موافقات موحد، مع تجميع المشترين في SPV واحد حيثما أمكن.
- الالتزام بمبدأ «تكافؤ الوصول» (Access Parity) – معاملة متساوية للموظفين/المستثمرين في أوضاع متشابهة.

## الدمج مع جولات التمويل (Integration With Fundraising)

- إذا كانت هناك جولة تمويل أولية مخططة خلال  $\pm 3-6$  أشهر، يُفضّل استخدام هيكل هجين (Primary + Secondary) لربط التسعير والرسائل في حدث واحد.
- تجنّب تنفيذ نافذة سيولة مباشرة قبل جولة معروفة بأنها ستكون Down-Round؛ وإذا تغيّرت ظروف السوق بشكل جوهري، يتم تأجيل النافذة وفقاً لما ينص عليه الميثاق.
- إبقاء استخدام حصيلة التمويل (Use of Funds) وتوجّه الأرباح/الأداء التشغيلي منفصلاً عن رسائل السيولة لتقليل «ضجيج الإشارات» في السوق.

## ضوابط ومخفّفات المخاطر (Controls & Risk Mitigants)

- قوائم المطلعين (Insider/MNPI Lists)، وفترات حظر تداول (Blackouts) حول اجتماعات المجلس والإعلانات الكبرى.
- قوائم تدقيق لكل ولاية/دولة (Jurisdictional Checklists) تشمل: قوانين الأوراق المالية، قوانين العمل/الضرائب، وضوابط تحويل الأموال عبر الحدود.
- خطة تواصل متكاملة مع «مصدر واحد للحقيقة»: صفحة أسئلة شائعة، رسائل بريد داخلي، صفحة على الإنترنت، وقناة دعم/مساعدة.
- مراجعة بعدية (Post-Mortem) بعد كل نافذة؛ وتحديث ميثاق البرنامج (Charter) سنويًا وفق الدروس المستفادة.

## ٦-٥ نافذة السيولة المُنظمة – ميثاق البرنامج (ملخص)

**الغرض:** الاحتفاظ بالمواهب، التنوع المسؤول لثروات المطلعين، واكتشاف سعر مُنضبط.

**الإيقاع:** نوافذ نصف سنوية (أبريل / أكتوبر) + نوافذ اختيارية مرتبطة بمحطات معيّنة (Milestones).

**الأهلية:** موظفون بأقدمية  $\leq 12$  شهرًا، «مغادرون جيّدون» خلال  $\geq 12$  شهرًا من المغادرة، مؤسسون ومستثمرون أوائل بحسب الشرائح.  
**السقوف:**

- لكل مشارك: بين 10-20% من الحقوق المكتسبة.
- إجمالي على مستوى الشركة:  $\geq 50\%$  من إجمالي الأسهم المخفّفة بالكامل في كل نافذة.

- سقوف أكثر تشدّدًا للتنفيذين والمؤسسين.

**التسعير:** إطار «مثلث» (آخر جولة تمويل، مدخلات السوق، فحص مستقل) + خصم سيولة (Liquidity Discount) مُفصّل عنه بوضوح.

**المشترون:** مجموعة مشترين مؤهّلين مسبقًا؛ جميع عمليات الشراء تتم عبر SPV واحد أو عبر إعادة شراء من الشركة (Issuer Buyback).

**المستندات والعمليات (Docs & Ops):** حزمة عرض شراء قياسية، والتحقّق من KYC/AML، وحسابات الضمان (Escrow) عبر منصة، مع مسار واضح للضرائب/الاستقطاع.

**الامتثال:** سير عمل منظم لحقوق أولوية الشراء والبيع المشترك (ROFR / Co-Sale)، ضوابط MNPI / التداول بناءً على معلومات داخلية، ومراجعة تنظيمية لكل ولاية/دولة. **التقارير:** موافقة مسبقة من مجلس الإدارة؛ تقرير مؤشّرات بعد كل نافذة وتحديث لجدول الملكية؛ وتحديث سنوي لميثاق البرنامج.

# 6.

## المنافع على مستوى المنظومة ككل

تخلق نوافذ السيولة المُنظمة (SLWs) قيمة حقيقية لأنها تفصل بين السيولة وتوقيت تخارج الشركة، مع الحفاظ في الوقت نفسه على التحكّم والعدالة داخل إطار حوكمة الشركة. وفيما يلي المكاسب الملموسة لكل فئة من المساهمين، وكيفية قياسها، ولماذا تتحوّل SLWs إلى ميزة تنافسية مستدامة.

### ١-٦ للشركات

#### ما الذي تربيحه؟

- **الاحتفاظ بالموهب وجذبها:** التعامل مع «السيولة كميزة» (Liquidity-as-a-Feature) يعزّز القيمة المتصورة لمنح الأسهم، ويقلّل من «الخصم الصامت» الذي يقوم به المرشحون عندما يفترضون ضمناً أن الخيارات أقل قيمة أو بعيدة عن التحقق.
- **إدارة استراتيجية لجدول الملكية:** قواعد البرنامج (شرائح الأهلية، سقوف الأحجام، التجميع عبر SPV) تمنع تضخم جدول الملكية (Cap-Table Sprawl) وتقلّل الاستثناءات غير المنظمة.
- **اكتشاف سعر أفضل:** تسعير موحد لكل فئة، ونوافذ متكرّرة، يوفّران نقاط مرجعية أوضح لمجالس الإدارة والمدققين – دون تفويض السيطرة لصفقات جانبية غير منظورة.
- **كفاءة تشغيلية أعلى:** سير عمل صناعي واحد يستبدل عشرات الموافقات «المفضّلة على المقاس»، ما يقلّل العبء القانوني والرقابي.
- **إشارة على النضج:** نشر ميثاق البرنامج وإيقاع النوافذ يعطي انطباعاً بالانضباط المؤسسي لدى المرشحين، والعملاء، ومزوّدي رأس المال.

## كيف تقيس ذلك؟ (مؤشرات أداء مقترحة – KPIs)

- معدّل قبول العروض الوظيفية للأدوار التي تعتمد بشكل كبير على التعويض بالأسهم؛ ومعدّل الاستقالة الطوعية بين الموظفين المؤهّلين لحقوق الملكية؛
- معدّل المشاركة في كل نافذة حسب الشريحة؛ ومتوسّط «زمن الوصول إلى السيولة» من T-0 حتى تاريخ التسوية.
- عدد طلبات التحويل الجانبية (Back-Channel Transfers) مقابل معدّل المشاركة في البرنامج – الهدف: انخفاض الأولى وارتفاع الثانية.
- عدد السطور/المدخلات الجديدة في جدول الملكية بعد كل نافذة (الهدف: سطر واحد فقط يمثّل SPV واحد).
- نتائج استبيانات الانخراط بعد النافذة (Pulse Surveys) حول شعور الموظفين بالعدالة والوضوح في البرنامج.

## ٢-٦ للموظفين

### ما الذي تريده؟

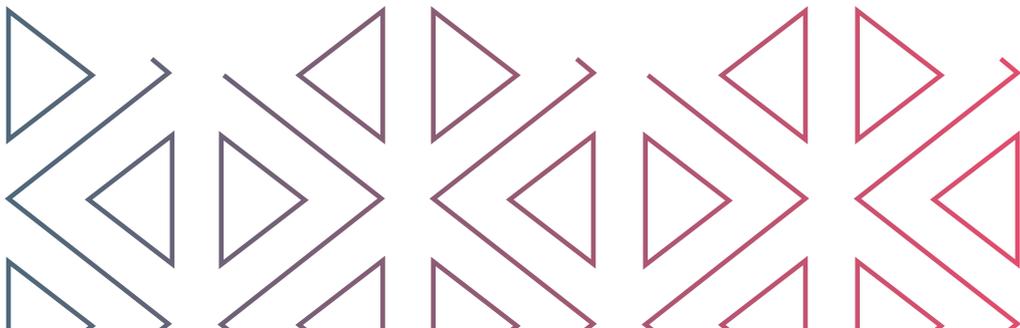
- **مرونة مالية في محطات الحياة:** إمكانية تمويل السكن، التعليم، الرعاية الأسرية، أو تسديد الديون مرتفعة التكلفة – بدون الحاجة لترك الشركة.
- **ضغط أقل، تركيز أعلى:** مجرّد معرفة متى وكيف يمكن أن تحدث السيولة يقلّل العبء الذهني لأسئلة «هل» و«متى»، ويخفّف حالة اللايقين المستمرّة.
- **حرية حركة مهنية (Career Mobility):** الموظفون السابقون (المغادرون الجيّدون “Good Leavers”) الذين تتاح لهم نوافذ محدودة للسيولة يمكنهم الانتقال لمسار جديد دون أن يشعروا بأنهم «محبوسون» في شركة واحدة بسبب عدم سيولة أسهمهم.

### عناصر العدالة المهمّة للموظفين

- سعر واحد لكل فئة من الأسهم. تطبيق متّسق لقواعد الأهلية والسقوف. شفافية في كيفية تحديد السعر. تواصل واضح وجدول زمنية محدّدة.

### كيف تقيس ذلك؟

- مؤشر توصية الموظفين (Employee NPS) فيما يتعلّق بالأسهم والسيولة.
- معدّل المشاركة في النوافذ حسب شرائح الأقدمية.
- عدد طلبات الدعم المرتبطة بتفعيل الخيارات وما يتصل بها (مثلاً: الضرائب / الاستقطاع الضريبي).



## ٣-٦ للمؤسسين

### ما الذي تريده؟

- **تنويع مسؤول:** سيولة محدودة وقائمة على قواعد واضحة تقلل من مخاطر تركّز الثروة الشخصية، وتخفّف إغراء دفع الشركة نحو خروجات مبنية على توقيت السوق بدلاً من الجوهر.
- **أفق أفضل لاتخاذ القرار:** مع تخفيف الضغط الشخصي، يستطيع المؤسسون التركيز على خلق قيمة تمتد لعدّة سنوات، بدلاً من التفكير في "كيف أخرج بسرعة؟".
- **مواهمة المساهمين:** مشاركة المؤسسين ضمن سقف أقلّ وفترات حظر أطول ترسيخ ثقافة العدالة وتبعث برسالة إيجابية لبقية المساهمين والموظفين.

### كيف تقيس ذلك؟

- مستوى مشاركة المؤسسين ضمن حدود السياسة المعتمّدة.
- مؤشرات ثقة مجلس الإدارة (نوعية/كيفية) في القرارات الاستراتيجية طويلة الأجل.
- انخفاض عدد طلبات السيولة «خارج الدورة» (Off-Cycle Liquidity Asks) من المؤسسين.

## ٤-٦ للمستثمرين (صناديق رأس المال الجريء، المستثمرون الملائكة، الشركاء المحدودون (LPs))

### ما الذي تريده؟

- **عوائد جزئية مبكرة (DPI) وإعادة تدوير لرأس المال:** العروض المبرمجة (Programmatic Tenders) يمكن أن تعيد جزءاً من السيولة عبر عدة شركات في المحفظة، ما ينمّم وتيرة عمل الصندوق (Fund Pacing) بدل انتظار أحداث خروج كبيرة متباعدة.
- **إعادة موازنة المحافظ:** يستطيع المستثمرون المبكّرون تقليص المراكز المتضخّمة (Oversized Positions) بشكل منمّم دون الإضرار بالحوكمة أو إرسال إشارة هلع للسوق أو للمستثمرين الآخرين.
- **إدارة مخاطر أفضل عبر اكتشاف السعر:** أسعار البرامج – عندما تُبنى على منهجيات متّسقة – توفر مدخلات إضافية لنماذج المخصّصات (Reserve Modeling) وللتواصل مع الشركاء المحدودين (LPs).
- **فوائد للشركاء المحدودين (LPs):** توزيعات أكثر قابلية للتنبؤ تساعد في ضبط وتيرة الصندوق (Pacing)، وتخفيف ضغط «تأثير المقام المشترك» (Denominator Effect)، وبناء قناعة أعمق بأن الشركات تُدار بانضباط يراعي مصالح المساهمين.

### كيف تقيس ذلك؟

مساهمة الصفقات الثانوية في مؤشر Distributed-to-Paid-In (DPI)، مضاعف النقد إلى النقد (Cash-on-Cash Multiple) في كل نافذة للمستثمرين الباعين، ودرجة الاتّساق في منهجية تسعير النوافذ عبر مختلف شركات المحفظة.

## ٥-٦ الميزة التنافسية لنوافذ السيولة المُنظمة

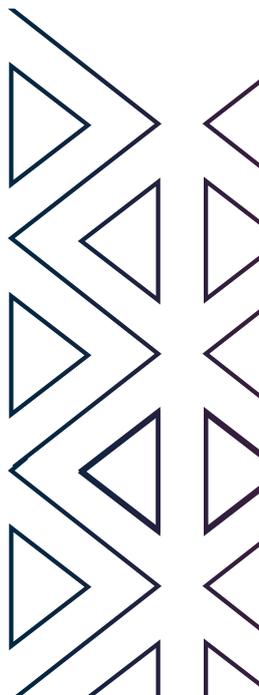
نوافذ السيولة المُنظمة ليست مجرد أداة للموارد البشرية أو المالية – إنها خندق استراتيجي (Strategic Moat):

- **أثر "صاحب العمل المفضّل" (Employer-of-Choice):** في الأسواق التي تقارن فيها الكفاءات العليا جزم الأسهم بين خيارات محلية وعالمية، يُعتبر برنامج سيولة منشور، قائم على قواعد واضحة، عامل الحسم في قرار الانضمام.
- **مغناطيس لرأس المال (Capital Magnet):** المستثمرون المتقدمون يفضلون الشركات التي تدير سيولة المطلعين والحوكمة بشكل استباقي – مفاجآت أقل، اتفاقيات جانبية أقل (Side Letters)، ومسارات تدقيق أوضح.
- **إشارة على تميّز تشغيلي (Operational Excellence):** ميثاق معتمد من المجلس، ووتيرة ثابتة، وتقارير ما بعد النافذة – كل ذلك يبعث برسالة أن الشركة تتعامل مع المساهمين كشركاء حقيقيين.
- **احتكاك أقل، تنفيذ أسرع:** عندما يحين وقت جولة تمويل أولية، تكون الشركة التي تعوّدت على سير عمل نوافذ السيولة (غرف بيانات، إفصاحات، مسارات تسوية) أقدر على التحرك بسرعة وبمخاطر أقل.
- **ثقافة عدالة:** وصول مبني على سياسة واضحة وبنفس الشروط (Equal Terms) يعمّق الثقة – ميزة غير ملموسة تظهر في سرعة التنفيذ، وضوح التركيز، وقدرة الشركة على الاحتفاظ بالموهب.

## قائمة التحقق من إثبات القيمة

(Proof-of-Value Checklist لاستخدامها في تقرير ما بعد النافذة):

- هل أدّت النافذة إلى تقليل النشاط الجانبي غير الرسمي (Back-Channel Activity)؟
- هل تركزت المشاركة في الشرائح المستهدفة (الموظفون في منتصف الأقدمية مثلاً) أكثر من التنفيذيين؟
- هل كان زمن التسوية (Time-to-Settlement) متوافقاً مع مستوى الخدمة الداخلي (SLA) لديكم؟
- هل حافظ جميع المشترين عبر الـ SPV على ظهور سطر جديد واحد فقط في جدول الملكية؟
- هل نشرتم مذكرة مختصرة لنتائج النافذة (بهوامش Range بدل أرقام حساسة) تعزّز الشفافية؟



## ٦-٦ مصفوفة سريعة «مخاطر → ضوابط حماية»

المخاطر	المؤشر المبكر	ضابط حماية / حاجز أمان	إثبات التحكم
التقييم والإشارات	شائعات وتسعيرات جانبية تبدأ بالتباعد عن سعر الجولة الأخيرة	سياسة تسعير مثلثة + تسعير موحد لكل فئة + سقف للمعروض	مذكرة تسعير معتمدة من مجلس الإدارة، ومذكرة بالنتائج
الجوانب التنظيمية والامتثال	تصعيد من المستشارين القانونيين؛ وغموض في المتطلبات التنظيمية بين الدول/الأسواق	موامة مع قواعد 701/144؛ اعتماد معيار عرض لمدة ٢٠ يومًا؛ قوائم المطلعين وفتحات الحظر (Insider Lists / Blackouts)	قائمة التحقق القانونية موقّعة؛ سجلات KYC؛ إقرارات المطلعين
العبء التشغيلي	تأخر في الجداول الزمنية؛ وأخطاء في جدول الملكية	منصة واحدة؛ مصفوفة مسؤوليات RACI؛ تجربة تجريبية (Dry-Run)؛ اتفاقيات مستوى خدمة (SLAs)	اعتماد دليل التشغيل؛ (Runbook Sign-off)؛ دقة تقرير التسوية
عدم الموامة والصورة الذهنية	مشاركة كثيفة من التنفيذيين؛ وشكاوى من الموظفين	أهلية وسقف على شرائح؛ تخصيص بالنسب التناسبية؛ فترات حظر خاصة بالمؤسسين	مستوى المشاركة حسب الشريحة؛ مؤشر العدالة (Fairness NPS)

# 7.

## الخاتمة: معيار جديد لقيمة المساهمين في الشركات الناشئة

من منظور الشركات الناشئة، يدور الأمر حول التحكم، والثقافة، والقدرة التنافسية. نوافذ السيولة المنظمة تحوّل حقوق الملكية من وعد بعيد إلى منفعة موثوقة يمكن لفريقك أن يبني خطته حولها – ما يعزّز الاحتفاظ بالمواهب، يسرّع وتيرة التوظيف، ويقلل «الخصم الصامت» الذي يضعه الموظفون على الأسهم التي لا يستطيعون لمسها.

## ما الذي تُغيّره نوافذ السيولة المُنظمة (SLWs)؟

- بالنسبة للشركات، تتحوّل حقوق الملكية من وعد بعيد إلى حافز حقيقي ومستدام يمكن لفريقك الاعتماد عليه في التخطيط – ما يرفع الاحتفاظ بالموهب، يسرّع التوظيف، ويقلل الخصم الصامت الذي يضعه الموظفون على أسهم لا يمكنهم لمسها.
- بالنسبة للموظفين، تصبح السيولة أمرًا مخطّطًا وعادلًا، لا شائعة أو استثناءً نادرًا.
- بالنسبة للمؤسسين، يصبح التنويع مسؤولًا ومقيّدًا بسياسة واضحة، ما يوسّع أفق اتخاذ القرار بدلًا من دفعهم نحو خروجات مبنية على ضغط التوقيت.
- بالنسبة للمستثمرين و ال LPs، توفر العروض المنضبطة (Measured Tenders) اكتشاف سعر أوضح، وعوائد DPI جزئية مبكرة – الوقود اللازم لدورة الابتكار التالية.

**مبادئ تدوم.** إيقاع متوقّع. تكافؤ في الوصول. سعر واحد لكل فئة من الأسهم. سقوف صارمة وتجميع عبر SPV للحفاظ على نظافة جدول الملكية. تسعير قائم على سياسة واضحة يمكن تفسيرها، وأثساقها، وتدقيقها. هذه ليست تفضيلات إدارية – بل هي نظام التشغيل للشركات الخاصة الحديثة.

**من النية إلى المؤسسية.** نافذة السيولة المُنظمة ليست مشروعًا لمرة واحدة؛ إنها برنامج. ابدأ صغيرًا، تعلم بسرعة، ثم قم بالتأصيل المؤسسي: ميثاق من صفحة واحدة، منضّة واحدة، تجربة تجريبية محدودة، وتيرة منشورة، ومذكرة قصيرة للنتائج بعد كل نافذة. مع الوقت، تصبح نوافذ السيولة المُنظمة جزءًا من «العقد الاجتماعي» بين الشركة وموظفيها ومساهميها.

**معيّار جماعي مشترك.** مع قيادة الجمعية السعودية لرأس المال الجريء والملكية الخاصة (VCPEA)، ومبادرات شركات مثل سدو كابيتال وغيرها، يمكن للمنظومة أن تطبّع مفهوم السيولة الآمنة والعادلة، التي تقودها الشركات نفسها – مدعومة بقوالب مشتركة، وإرشادات عملية، ومجموعة موحّدة من مؤشرات الأداء. ومع تبني عدد أكبر من الشركات لنوافذ السيولة المُنظمة، ينتقل السوق من الارتجال إلى ممارسة شفافة وقابلة للتكرار.

**خطوتك التالية. اعتمد الميثاق.** جهّز البنية التشغيلية. نفّذ تجربة تجريبية منضبطة. أبلغ النتائج، حسن، ثم كرّر. النتيجة: ثقافة ثقة، جدول ملكية أنظف، وموقع أقوى في التوظيف، والاحتفاظ بالموهب، والوصول إلى رأس المال.

**فكرة أخيرة.** نوافذ السيولة المُنظمة ليست ترفًا. إنها ضرورة استراتيجية لأي شركة تريد لحقوق الملكية أن تعمل كما هو مقصود منها. الشركات التي تقوم بتشغيل هذا النموذج اليوم ستكون هي من يعرّف الفصل التالي الأكثر تركيزًا على المساهمين في عالم رأس المال الجريء – عالم يستطيع فيه الناس أن يبنوا للمستقبل البعيد، ومع ذلك يلبّوا احتياجات الحاضر في الوقت نفسه.



## جمعية رأس المال الجريء والملكية الخاصة

كيان تطويري داعم ومساند لقطاع رأس المال الجريء والملكية الخاصة، تأسس في عام 2019 بموجب قرار من مجلس الوزراء، ليستثمر جهوده التي تدمج بين الخبرة والاحتراف في العمل على معالجة التحديات التي تواجه مديري الصناديق الاستثمارية، والمستثمرين المحدودين (LPS) والشركات الناشئة.. من خلال تنسيق اجتماعات تطويرية دورية مع الجهات المعنية من أجل مراجعة الأنظمة واللوائح المتعلقة بالقطاع والارتقاء بالبيئة التشريعية، وكذلك رفع مستوى الوعي بالقطاع عبر برامج تدريبية نوعية، وجلسات حوارية ثرية تسلط الضوء على فرصه الواعدة وتوجهاته المستقبلية، وإضافة إلى ذلك تسعى الجمعية إلى تقديم مميزات حصرية تزيد جاذبية استقطاب المزيد من الاستثمارات المبتكرة وتحفز على أخذ الخطوة الجريئة والمستدامة نحو قطاع رأس المال الجريء والملكية الخاصة، لمزيد من المعلومات يرجى زيارة <https://vcpea.org.sa>.

## سدو المالية

سدو المالية هي شركة استثمار جريء سعودية مرخصة من هيئة السوق المالية (CMA)، تركز على دعم مؤسسين طموحين يعملون على بناء شركات رائدة تُعيد تعريف قطاعاتها في منطقة الشرق الأوسط وخارجها. تركز الشركة حالياً على الاستثمار في الشركات سريعة النمو في المراحل المبكرة، مع توجه واضح للتطور إلى منصة استثمارية متعددة المراحل، بما يتيح لها الشراكة مع المؤسسين عبر مختلف مراحل رحلة الشركة، من التأسيس المبكر إلى النمو، وصولاً إلى النضج وتحقيق السيولة.

### فلسفة الاستثمار

في سدو المالية، نستثمر كشركاء يفهمون تحديات التأسيس والنمو، ونقف جنباً إلى جنب مع المؤسسين، ليس فقط من خلال التمويل، بل عبر تمكين فعلي يساعد الشركات على البناء والتوسع بثقة. ومن هذا الأساس، تتشكل فلسفتنا الاستثمارية حول مثلث واضح نراه شرطاً أساسياً لبناء شركات ناجحة وقابلة للاستمرار. زوايا مثلث الاستثمار

### (1) فريق استثنائي

مؤسسون وقادة يمتلكون الرؤية والقدرة على التنفيذ، ويتخذون قرارات صعبة بوعي، ويتعلمون بسرعة، ويبنون فرقاً ترتقي بالشركة في كل مرحلة.

### (2) سوق ضخم وقابل للنمو

سوق كبير وفعلي يسمح بالتوسع، ويستوعب طموح الشركة، ويمنحها مساحة لتصبح لاعباً مؤثراً، لا مجرد مشروع جيد.

### 3) منتج حقيقي قابل للتوسع

حل واضح لمشكلة حقيقية، بميزة تنافسية يمكن الدفاع عنها، ونموذج عمل قادر على التحول إلى نمو صحي وعوائد مستدامة مع الوقت. نؤمن أن التقاطع بين هذه الأضلاع الثلاثة هو المكان الذي تُبنى فيه الشركات الكبرى، وتحقق فيه أفضل النتائج للمؤسسين والمستثمرين.

### تركيز المحفظة الاستثمارية

تستثمر سدو المالية في مجموعة من القطاعات التقنية، من ضمنها التقنيات المالية والبنية التحتية المالية، البرمجيات كخدمة وحلول الشركات، التقنيات العميقة والذكاء الاصطناعي التطبيقي، المنصات والأسواق الرقمية، والبنية التحتية الرقمية ونماذج الأعمال الناشئة. وتضم المحفظة شركات في مراحل مختلفة من النضج، انطلاقاً من قناعة سدو بأن خلق القيمة، وكذلك احتياجات السيولة، تتشكل عبر مختلف مراحل دورة حياة الشركة.

### الفريق والمنصة

يقود سدو المالية فريقاً متمرساً من المستثمرين والمشغلين وبناء المنظومات الريادية، يتمتع بخبرة عميقة في أسواق رأس المال الجريء الإقليمية والعالمية. ويجمع الفريق بين خلفيات في رأس المال الجريء، وتطوير المنتجات، والتمويل، والتقنية، ويعمل عن قرب مع المؤسسين كشركاء عمليين في رحلة بناء الشركات. كما تلعب سدو المالية دوراً نشطاً في تطوير المنظومة الريادية الأوسع من خلال الأبحاث والمنشورات، وتهيئة المؤسسين، والتعاون مع مؤسسات مثل الجمعية السعودية لرأس المال الجريء والملكية الخاصة (VCPEA).

### دورنا في هذه الورقة البيضاء

تعكس هذه الورقة البيضاء قناعة سدو المالية بأن نوافذ السيولة المنظمة تمثل معياراً جديداً للشركات الخاصة. ومع نضوج الأسواق وبقاء الشركات خاصة لفترات أطول، تصبح السيولة المبرمجة عنصراً أساسياً في استبقاء المواهب، وتعزيز الحوكمة، ورفع كفاءة رأس المال.

وتأتي مساهمة سدو المالية في هذه الورقة ضمن رسالتها الأوسع، مساعدة المؤسسين والمستثمرين على تصميم أنظمة رأس مال أفضل، لا الاكتفاء ببناء جولات تمويل أفضل.

## عن الكاتب



**أحمد طقاطقه**، شريك في سدو المالية: هو مؤسس تقني تحوّل إلى مستثمر رأس مال جريء، بخبرة تتجاوز ١٥ عامًا في كل من عالم الاستثمار الجريء وتشغيل الشركات الناشئة. بخلفيته في علوم البيانات والهندسة، عمل أحمد مع شركات رأس مال جريء رائدة وشركات ناشئة عالية النمو في كل من وادي السيليكون ومنطقة الشرق الأوسط وشمال أفريقيا. يجمع أحمد بين مزيج فريد من الخبرة التقنية والريادية والاستثمارية.

يستضيف أحمد بودكاست VC React حيث يقدم أسبوعيًا قراءات وردود فعل من مستثمرين على أخبار السوق، بالإضافة إلى بودكاست VC Evolve الذي يستكشف التطور المستمر في نموذج رأس المال الجريء. ألف أحمد ثلاثة كتب في مجال الاستثمار الجريء: VC Evolve، Contrarian Cycles، وUnlocking Liquidity. كما نشر ورقتين بحثيتين: The Startup-ization of Venture وThe Great VC Evolution. Capital.

شارك أحمد في تأسيس وتشغيل عدة شركات استثمارية، من بينها KingsCrowd Capital (صندوق استثمار جريء كمي في سان فرانسيسكو)، وArzan VC، وLeap VC، وقد انضم حديثًا إلى سدو المالية.

تركز استثمارات أحمد على مجالات التكنولوجيا المالية (FinTech)، والتقنيات العميقة (DeepTech)، والذكاء الاصطناعي، والبرمجيات كخدمة (SaaS)، والإعلام، والويب ٣. كما يعمل على تطوير أدوات استثمارية قائمة على الذكاء الاصطناعي لعمليات البحث عن الصفقات، وتقييم الشركات، وإدارة المحافظ، والتنبؤ بالاحتياجات التمويلية، إضافة إلى حلول السيولة المبكرة عبر برامج السيولة المهيكلة وصفقات الأسهم الثانوية. وقد طوّر أنظمة داخلية لمتابعة أداء المحافظ ومشاركة المعرفة بين المؤسسين والفرق. وتشمل أعماله أيضًا بناء نماذج ذكاء اصطناعي مخصصة لتلخيص pitch decks، وإعداد مذكرات الاستثمار، والتنبؤ بالتقييمات وعمليات الخروج.

يملك أحمد خبرة تشغيلية عملية في الشركات الناشئة من خلال عمله في Carta و KingsCrowd وRevenya.

أحمد تلقى تدريبًا متخصصًا في الاستثمار الجريء في هارفارد، وهو زميل كوفمان، ويحمل درجة الماجستير في إدارة الأعمال من جامعة NYIT، وبكالوريوس في هندسة الإلكترونيات من جامعة الأميرة سمية للتكنولوجيا.

يؤمن أحمد بشغف بقدرة التكنولوجيا والابتكار المالي على تشكيل مستقبل الاستثمار الجريء، وتمكين الشركات الاستثمارية من العمل بسرعة وتوسع وطموح شركات التكنولوجيا المالية.

# المراجع

- [1] Eqvista. (2025, March 17). Complete list of unicorn companies globally in 2025. Retrieved September 1, 2025, from <https://eqvista.com/complete-list-unicorn-companies/>
- [2] Founders Circle Capital. (2023, May 15). Why companies are embracing employee liquidity. Retrieved September 2, 2025, from <https://www.founderscircle.com/liquidity-guide/why-companies-are-embracing-employee-liquidity/>
- [3] BlackRock. (2024). The Case for Secondaries [White paper]. BlackRock. Retrieved September 2, 2025, from <https://www.blackrock.com/institutions/en-us/insights/the-case-for-secondaries>
- [4] Munster, B. (2019, May 13). Secondaries primer part 4: Performance. Road Less Ventured. <https://medium.com/road-less-ventured/secondaries-primer-part-4-performance-82ee1b36d2ea>
- [5] Morningstar Inc. & PitchBook Data, Inc. (2025). Unicorns and the growth of private markets. Retrieved September 2, 2025, from <https://indexes.morningstar.com/insights/analysis/blt81d5614b4c2ccd2b/unicorns-and-the-growth-of-private-markets>
- [6] PitchBook & National Venture Capital Association (NVCA). (2024). Q3 2024 PitchBook-NVCA Venture Monitor (pp. 27-29). <https://nvca.org/wp-content/uploads/2024/10/Q3-2024-PitchBook-NVCA-Venture-Monitor.pdf>
- [7] PitchBook. (2024). 5 charts: This is what happens when startups can't go public. Retrieved September 2, 2025, from <https://pitchbook.com/news/articles/charts-startups-ipo-drought>
- [8] Carta, Inc. (2024, December 2). Startups are renewing their embrace of tender offers in 2024. Retrieved September 2, 2025, from <https://carta.com/data/tender-offers-q3-2024/>
- [9] Juniper Square. (2025, July 17). The state of venture capital: Exits have increased, but uncertainty persists. Retrieved September 2, 2025, from <https://www.junipersquare.com/blog/vc-q2-2025>
- [10] Schiff, A. (2011, February 7). Facebook plots an early exit. The Wall Street Journal. <https://www.wsj.com/articles/SB10001424052748704071304576160881058764852>
- [11] Moiz, A. (2025, June 11). Stonks: 11 pivots later. Medium. <https://ali-moiz.medium.com/stonks-11-pivots-later-4364dc3aa89c>
- [12] Taylor, M. (2024, January 8). After taking credibility hit, Carta announces it is exiting the secondaries business: 'We have decided to prioritize trust'. TechCrunch. <https://techcrunch.com/2024/01/08/after-taking-credibility-hit-carta-announces-it-is-exiting-the-secondaries-business-we-have-decided-to-prioritize-trust/>
- [13] FinTech Weekly. (2025, July). Linqto files for bankruptcy amid federal probes and legal fallout over private equity offerings. <https://www.fintechweekly.com/magazine/articles/linqto-bankruptcy-july-2025-ripp-le-sec-investigation>

- [14] Founders Circle Capital. (n.d.). A brief history of secondary stock sales. Retrieved September 2, 2025, from <https://www.founderscircle.com/history-of-secondary-sale-shares/>
- [15] Dowd, K. (2024, July 11). Secondary markets & secondary market transactions. Carta <https://carta.com/learn/equity/liquidity-events/secondary-transactions/>
- [16] Vascellaro, J. E. (2010, April 5). Facebook implements insider-trading policy. The Wall Street Journal. <https://www.wsj.com/articles/BL-DGB-13100>
- [17] Banham, R. (2011, March). Going public by accident. CFO Magazine. Retrieved September 2, 2025, from <https://www.cfo.com/news/going-public-by-accident/668546/>
- [18] Latham & Watkins LLP. (2018, June 21). Spotify case study: Structuring and executing a direct listing (Client Alert No. 2333). <https://www.lw.com/admin/upload/SiteAttachments/Alert%202333v5.pdf>
- [19] Nickerson, B. J. (2019). The underlying underwriter: An analysis of the Spotify direct listing. The University of Chicago Law Review, 86(4), 985-1025. <https://lawreview.uchicago.edu/print-archive/underlying-underwriter-analysis-spotify-direct-listing>
- [20] CLA (CliftonLarsonAllen). (2021, August 19). A different kind of lock up period. <https://www.claconnect.com/en/resources/blogs/a-different-kind-of-lock-up-period>
- [21] Driebusch, C. (2021, July 15). Robinhood, others upend lock-up rules for early IPO trading. MarketWatch. <https://www.marketwatch.com/story/robinhood-others-upend-lock-up-rules-for-early-ipo-trading-2021-07-15>
- [22] Roof, K. (2024, December 10). SpaceX share sale is said to value company at about \$350 billion. Bloomberg. <https://www.bloomberg.com/news/articles/2024-12-10/spacex-share-sale-is-said-to-value-company-at-about-350-billion>
- [23] Roof, K. (2025, July 8). SpaceX valuation said to hit around \$400 billion in share sale. Bloomberg. <https://www.bloomberg.com/news/articles/2025-07-08/spacex-valuation-said-to-hit-around-400-billion-in-share-sale>
- [24] Stripe. (2024, February 27). Stripe announces tender offer to provide employee liquidity. <https://stripe.com/newsroom/news/employee-liquidity-feb-2024>
- [25] Cooley, P. (2025, February 26). Stripe bids for worker shares in offer worth \$91.5B. Payments Dive. <https://www.paymentsdive.com/news/stripe-bids-for-worker-shares-in-offer-worth-915b/741135/>
- [26] Alisharan, K. (2023, November 6). Prioritizing employee liquidity at Replit. Replit Blog. <https://blog.replit.com/prioritizing-employee-liquidity>
- [27] Saarinen, K. (2025, August 26). Giving our team liquidity through Linear's first tender offer. Linear. <https://linear.app/now/giving-our-team-liquidity-through-linear-s-first-tender-offer>
- [28] Asplund, J.-E. (2020, September 9). The privately-traded company: The \$225 billion market for pre-IPO liquidity. Sacra. <https://sacra.com/research/the-privately-traded-company-secondary-market-liquidity/>
- [29] Reuters. (2010, December 31). SEC could focus on secondary market platforms. Reuters. <https://www.reuters.com/article/idUSTRE6BU1T0/>