

دور رأس المال المخاطر في تمويل المؤسسات الناشئة في الجزائر

The role of risk capital in financing Algeria's start-ups.

روابع طاهر*، مخبر الدراسات السياسية والدولية، جامعة امحمد بوقرة بومرداس

t.rouabeh@univ-boumerdes.dz

مداني ليلي، جامعة امحمد بوقرة بومرداس

l.madani@univ-boumerdes.dz

تاريخ إرسال المقال: 27 / 04 / 2022 تاريخ قبول المقال: 09 / 10 / 2022 تاريخ نشر المقال: 02 / 11 / 2022

الملخص:

تسعى الجزائر على مر الحكومات المتعاقبة إلى إيجاد حلول جذرية للتبعية الاقتصادية للمحروقات، وذلك من خلال إطلاق برامج ومشاريع تنموية للتقليل من الواردات وزيادة حجم الصادرات، فكان لا بد من تشجيع ودعم الاستثمارات خاصة المحلية منها، وبالأخص إنشاء المؤسسات الصغيرة والناشئة والحاضنات نظير الآثار الاقتصادية التي حققتها في اقتصاديات الدول.

هذا التوجه لم يحقق الأهداف المرجوة وذلك لوجود عراقيل عدة، منها ما يرتبط بمناخ الاستثمار ومنها ما يتعلق بالخصوص بالتمويل، فالبنوك لكونها العمود الفقري في عملية التمويل تتحفظ على تمويل المؤسسات الناشئة بحكم ماضيها المجهول فهي مؤسسة حديثة خاصة وأن البنوك لا تمول إلا بضمانات، فكان لا بد من إيجاد صيغة تمويلية جديدة تتماشى والطبيعة المالية للمؤسسات الناشئة وهي (رأس المال المخاطر) .

الكلمات المفتاحية: المؤسسات الناشئة، رأس المال المخاطر، التمويل، الجزائر.

Abstract:

Over successive Governments, Algeria seeks to find radical solutions to the economic dependence of incinerators by launching development programmes and projects to reduce imports and increase the volume of exports. It has been necessary to encourage and support domestic investments, particularly the establishment of small and start-ups and incubators, in view of the economic effects they have had on States' economies.

This trend has not achieved the desired objectives because there are several obstacles, including those related to the investment climate, particularly with regard to financing. Banks are the main pivotal of the financing process and retain a reservation over the financing of start-ups. A new funding formula that is in line with the financial nature of start-ups (risk capital).

Key words: start-ups, Risk capital, finance, Algeria.

مقدمة:

شكل موضوع التمويل مادة دسمة للباحثين والمهتمين خاصة في ظل التطور الحاصل على مستوى دعم ومرافقة المؤسسات، ففرض هذا التطور ظهور نوع جديد مختلف تماما عن الطرق التمويلية التقليدية (البورصة، القروض، البنوك ...) وذلك من زاوية نظرته للمخاطر المالية فسمي برأس مال المخاطرة، يعتبر هذا النمط التمويلي الصعب مهذا للمؤسسات خاصة العاملة في المجال الالكتروني بالولايات المتحدة والتي تعرف بمستوى عال من المخاطرة، لكن رغم ذلك تزايد واتسع استعمال هذا النوع من التمويل بشكل كبير من قبل الحكومات والمتعاملين الاقتصاديين، ولعل أبرز سبب يفسر هذا التزايد كونه الداعم للثورات الصناعية نهاية القرن الماضي في مجالات الإعلام الآلي، التكنولوجيا، تقنيات الإعلام والاتصال...

وتعد الجزائر من الدول التي سعت بكل ما أوتيت من قوة للخروج من دائرة الريح، والتوجه نحو اقتصاد يبنى على المؤسسات الصغيرة والناشئة، واتضح ذلك جليا بإنشاء وزارة خاصة بها (وزارة منتدبة للحاضنات) وبوجود تنظيم قانوني ينظمها تكون قد قطعت شوطا في مجال مرافقتها وإنجاحها، لكن تبقى مسألة الضمانات التي تطلبها البنوك لتمويل هذه المؤسسات الحجر العثرة لأداء عملها وهو ما يتطلب البحث عن بدائل تمويلية تتماشى مع الطبيعة المالية للمشاريع الناشئة، فكان لابد من اتباع وسيلة تمويلية جديدة تسمى (رأس المال المخاطر) وهو موضوع بحثنا الذي نحاول فيه إبراز دور وفعالية رأس المال المخاطر كبديل تمويلي للمؤسسات الناشئة وذلك من خلال طرح الإشكالية التالية:

ما مدى فعالية رأس المال المخاطر في تمويل المؤسسات الناشئة ؟

وعلى ضوء هذه الإشكالية تتبادر إلينا التساؤلات الفرعية التالية:

- ما المقصود برأس المال المخاطر؟

- ما هي أهم مراحل هذه العملية؟

- ما هو واقع هذه التقنية التمويلية في الجزائر؟

ونتناول هذا الموضوع في ثلاثة محاور رئيسية أولها ماهية رأس المال المخاطر. والمحور الثاني نتناول فيه مراحل التمويل برأس المال المخاطر وهي ثلاث مراحل. أما المحور الثالث فنتناول رأس المال المخاطر في الجزائر، وللاحاطة بهذا الموضوع استعملنا المنهج الوصفي التحليلي بالإضافة إلى المقترَب القانوني المؤسساتي.

المحور الأول: ماهية رأس المال المخاطر

نحاول في هذا المحور التعرف على رأس المال المخاطر باعتباره أحد النشاطات التمويلية، وهو تمويل يدخل في المراحل المبكرة من حياة المنشأة وحتى قبل انطلاقها.

1- ماهية المؤسسات الناشئة:**1-1 تعريف المؤسسة الناشئة:**

غالبا ما يتعلق تعريف المؤسسة الناشئة بالابتكار واستخدام التقنيات الجديدة رغم أن هذا النموذج يمكن أن يعني جميع قطاعات النشاط، حسب رائد الأعمال الشهير ستيف بلانك عرفه على أنه: " منظمة مؤقتة تبحث عن نموذج اقتصادي يسمح بالنمو، مربح بشكل متكرر ويمكن قياسه، إنها تختبر نماذج اقتصادية مختلفة وتكتشف بينها وتكيف معها تدريجيا، أي أن الشركة الناشئة يجب أن تعمل على نجاح مشروعها بشكل سريع وله تأثير على السوق الذي تود التواجد والعمل به بشكل فوري.[†] إنها أيضا فكرة ورؤية يقوم بتجسيدها حامل المشروع وتعمل في سوق غير مستقرة في كثير من الأحيان لإنتاج منتج أو خدمة جديدة. تنشأ أغلب المشروعات من فكرة مبدئية، إما أن يأتي بها أحد العملاء أو تخرج من داخل المؤسسة، وعادة ما تتزاحم مثل تلك الأفكار بحيث تفوق الموارد المتاحة لها أو التمويل المتاح لها إلى أن تتحول في أرض الواقع إلى مشروعات فاعلة.[‡]

1-2 خصائص المؤسسات الناشئة: المؤسسات الناشئة عبارة عن منشآت صغيرة ومتوسطة تتميز

بمجموعة من الخصائص بعضها يشكل نقاط قوة والأخرى تشكل نقاط ضعف، كما يلي:[§]

1-2-1 نقاط القوة: نذكر منها:

- توازن هيكل النشاط الإنتاجي، توسيع قاعدة المنشآت الصغيرة القابلة للتطوير والإنتاج.
- دعم الشركات الكبيرة: وهذا من خلال توفير المنتجات الوسيطة لنشاط الشركات الكبرى.
- توفير فرص عمل حقيقية وتقليل البطالة.
- استثمار المدخرات المحلية الصغيرة: من خلال توظيف المدخرات نظرا لصغر رأس المال وإعادة توزيع الدخل .

- المساهمة في تحقيق سياسة إحلال الواردات: تنمية الصادرات، وبالتالي توفير نقد أجنبي .
- تسيير القيم الصناعية الإيجابية: كإدارة الجودة والابتكار وتقسيم العمل.
- ربحية عالية نظرا لصغر رأس مالها (الرفع المالي) .

1-2-2 نقاط الضعف: ونذكر منها:

- محدودية وعدم القدرة على اختيار وصياغة استراتيجية العمل .
- عدم قدرتها على تكوين شبكة فعالة للتوزيع بسبب قلة وضعف إمكانياتها.
- صعوبة بلوغها الموارد التمويلية لعدة أسباب، لعل أبرزها ضعف هيكلها التمويلي، قلة الضمانات، غياب الماضي المالي لتلك المنشأة .
- لا يمكنها الاستفادة من اقتصاديات الحجم بسبب صغر حجمها (انخفاض تكاليف الإنتاج بزيادة حجمها)

1-3 الصعوبات والمعوقات التي تواجه المؤسسات الناشئة: تتمثل أهم هذه الصعوبات فيما يلي:^{**}

- الصعوبات الإدارية: خصوصا المتعلقة بإجراءات التأمين .
 - الصعوبات التسويقية: وهذا راجع لانخفاض الإمكانيات المادية.
 - الصعوبات الفنية: وهذا باعتماد هذه المؤسسات على توجهات أصحابها ومالكها فقط دون الحصول على الكفاءات البشرية المتخصصة المرتفعة التكاليف.
 - الصعوبات التمويلية: التي تعتبر أهم المعوقات التي تعترض نمو هذه المؤسسات وتهدد بقاءها .
- 2- تعريف ونشأة رأس المال المخاطر:**

2-1 تعريف رأس المال المخاطر: هو نمط تمويلي متميز يقدم الأموال للمشاريع الناشئة ذات التكنولوجيا العالية التي تتسم عادة بسرعة نموها (start-up) الأمر الملاحظ هنا أن معظم المراجع لا تقدم تعريفا مباشرا وصريحا لرأس المال المخاطر بل تكتفي بتقديم خصائصه وتفسيرها، وتعتبر التعريفات الموالية من التعريفات القليلة المتوفرة:

- حسب الجمعية الوطنية لرأس المال المخاطر (NVCA) بالولايات المتحدة: " استثمار نشط بالأموال الخاصة طويل الأمد في منشآت تملك استعدادات قوية منجزة من طرف مستثمرين متخصصين " ^{††}.
- أما الجمعية الأوروبية فتعرفه على أنه: " كل رأس مال يوظف بواسطة وسيط مالي متخصص في مشروعات خاصة ذات مخاطر مختلفة، تتميز باحتمال نمو قوي لكنها لا تتطوي في الحال على يقين بالحصول على دخل أو التأكد من استرداد رأس المال في التاريخ المحدد أملا في الحصول على فائض قيمة قوي في المستقبل البعيد نسبيا " ^{††}.

2-2 خصائص رأس المال المخاطر: يتميز رأس المال المخاطر بما يلي: §§

- وساطة مالية: وجود وساطة مالية لحساب مستثمرين.
- استثمار بالأموال الخاصة وشبه الخاصة: الاعتماد غالبا على الأموال الخاصة التي تزود المستثمرين بمعلومات كبيرة وتعطيهم حقوقا رقابية.
- مساهمة نشطة: بالمتابعة التسييرية للفريق المسير، نظرا للدعم الكبير الذي يحتاجه مسيرو المشاريع الناشئة من جهة وبسبب الخطر العالي للاستثمار من جهة أخرى .
- استثمار طويل / متوسط الأجل: يبيع المستثمرون حصصهم لمدة تتراوح من 2 إلى 10 سنوات حسب تطور المنشأة المحققة من أجل تقديم أهدافهم لتحقيق قيم مضافة .
- استثمار خطر: يعود بالأساس إلى الصبغة الخاصة للمؤسسات الناشئة .

- استثمار في المشاريع الناشئة: وهي عادة المشاريع ذات المحتوى التكنولوجي العالي التي تقدم منتجات متميزة سواء في الإعلام الآلي والطب ومختلف القطاعات الأخرى.

2-3 نشأة رأس المال المخاطر: ظهر رأس المال المخاطر في الولايات المتحدة في السنوات التي تلت الحرب العالمية الثانية لدعم المواهب المقاولاتية واستجابة للاحتياجات التمويلية للأفكار والمنتجات التكنولوجية كبديل للتمويلات التقليدية السائدة، ويرى الكثيرون أنه حل محل أسلوب المشاركة الذي توارى خلال القرن الـ19 في أوروبا بعد أن أخذ عن الحضارة الإسلامية.^{***} لكن هناك من يرى أن رأس المال المخاطر أقدم بكثير وتعود جذوره إلى 25 قرناً لهذا نتناول نشأة رأس المال المخاطر ضمن قسمين منفصلين قديم وحديث.⁺⁺⁺

2-3-1 رأس المال المخاطر القديم: يعود أول ظهور لرأس المال المخاطر إلى الحضارة اليونانية حسب تعبير (طاليس) أول من أسس الهندسة الحديثة للمقاولين بالمفهوم المعاصر للصناعات الغذائية، بعد حوالي ألفيتين من الزمن وبالضبط في القرن الـ15 قام البحار الإسباني كريستوف كولومبوس (1451-1506) بأخطر مغامرة على الإطلاق، تجارة نحو المجهول بفضل ممولين لا يخشون المغامرة بأموال طائلة فكان نتيجة ذلك اكتشاف عالم جديد فتح لهم الطريق لأكبر تدفق سلعي على وجه الكوكب.

2-3-2 رأس المال المخاطر الحديث: ظهر رأس المال المخاطر في شكله الحديث بالولايات المتحدة الأمريكية بعد الحرب العالمية الثانية وهناك إجماع على إسناد أبوته للجنرال الفرنسي Georges Dariot (1899-1987) كان مولعاً بالمناجمنت خاصة في ظل دراسته بأمريكا بجامعة هارفارد عند انطلاق الحرب العالمية الثانية، وانطلاقاً من إيمانه أن التقنية كفيلة بإحداث الفرق في الحروب الحديثة انتهج البنتاغون سياسة مفتوحة باعتماده على الكفاءات العلمية لتطوير أسلحة حديثة وفي بحوث العمليات. وفي عام 1945 أسس دوربوس أول شركة رأس مال المخاطر الأمريكية للبحث والتطوير بأموال معهد Massachotts للتكنولوجيا وشركة التأمين Ghmuc وأصبحت مخططة ARD خلال الستينات تضم حوالي 100 مساهمة. وصنفت جريدة وول ستريت سنة 1919 دوربوس في المرتبة الـ6 من بين العشرة أشخاص الذين غيروا عالم المقاولين، هناك 3 مبادئ أساسية لا بد من احترامها في رأس المال المخاطر وهي:⁺⁺⁺

- القيام على مبدأ المشاركة: أي أن شركات رأس المال المخاطر تقوم بأخذ مساهمات في رأس المشاريع الناشئة، فهي تخاطر بأموالها على أمل الحصول على عوائد في المستقبل، وعلى الرغم كونها محفوفة بالمخاطر لكنها محفز قوي لتطوير المؤسسة ونجاحها.

- الاستثمار في الأموال الخاصة وشبه الخاصة في المنشآت غير المدرجة في البورصة: على اعتبار أن المنشآت الممولة من طرف الشركات تتميز بدرجة عالية من المخاطر ولا ضمانات مقدمة ما يجعلها

عاجزة عن تطبيق الشروط الواجب اتباعها للإلتحاق بالأسواق المالية، وهو ما يؤدي إلى هذا التوجه الاستثماري.

- تمويل المراحل الأولى لانطلاق المنشأة والمساهمة في تسييرها: أي أنها تتكفل بتمويل المراحل الأولى من حياة المشروع أو حتى قبل بدأ المشروع، ولا تكتفي بتقديم الأموال بل تقدم خبراتها التسييرية في المشروع.

المحور الثاني: مراحل التمويل برأس المال المخاطر

من البديهي أن عملية الحصول على هذا التمويل لا تتم بعملية دفعة واحدة، بل تتم على عدة مراحل تبدأ من توجه المبادر لمؤسسة رأس المال المخاطر لطلب الحصول على التمويل اللازم لمشروعه، وتنتهي بخروج هذه الأخيرة من المنشأة، وخلال الفترة الممتدة بين طلب التمويل والخروج توجد العديد من الخطوات والإجراءات التي على الطرفين اتباعها واحترامها لإتمام العملية التمويلية وتتم على ثلاثة مراحل أساسية وهي:

1- مرحلة ما قبل المساهمة:

تهتم هذه المرحلة باستعراض أهم المراحل الفرعية التي تسبق المساهمة، والتي تمتد من استقبال الملفات إلى غاية اتخاذ القرار بالاستثمار في المنشأة المعنية .

1-1 مرحلة التحليل الأولي: الدراسة الأولية لملف الترشيح وإخضاعه للمعايير الأساسية لاتخاذ القرار

فمن الضروري تقديم الملفات لهذا الغرض، ويتعلق الأمر بخطة العمل بالدرجة الأولى .

1-1-1 خطة العمل: هي بمثابة السند المرجعي الذي يمكن من تقييم فرصة الاستثمار المقترحة،

وفق الوسائل المنجزة والنتائج المتوقعة للمنشأة الجديدة.^{sss} وتكون خطة العمل وفق شكل ومضمون واضح

يتناول الخيارات والاستراتيجيات والحسابات التقديرية والميزانية وجداول التمويل والخزينة... الخ^{****} بالإضافة

إلى خطة العمل التي تعتبر الملف الأساسي في نشاط رأس المال المخاطر تظهر ملفات أخرى يستعملها

المبادرون لعرض مشاريعهم على المخاطرين برأس المال ويتعلق الأمر بكل من:^{tttt}

- المذكرة العمياء: ملخص خطة العمل.
- العرض التسييري: عرض سريع للمنشأة واستراتيجياتها .
- نموذج العمل: الكيفية التي تحقق بها المنشأة مبيعاتها وأرباحها، هو الوصف المبسط لاستراتيجيتها التجارية .

1-1-2 معايير اتخاذ القرار: تتم بين كل مؤسسات رأس المال المخاطر كون الاختيار يكون على

أساس التحكيم الكلاسيكي وبين الخطر والمردودية، أي البحث عن مشروع ذو ربحية واستعدادات عالية مقابل أخطار متحكم فيها، كما قدم BATUNG معايير يعتمد عليها المخاطرون برأس المال المخاطر لاتخاذ القرارات الاستثمارية، التسيير، الثنائي منتج / سوق، الاستراتيجية، المردودية، فرص الخروج.

1-2-2 مرحلة الدراسة المعمقة: بعد استفاد المرحلة الأولى فإن الشريك أصبح يعرف بشكل واضح

المشروع المرشح، والانتقال إلى هذه المرحلة يتم بإمضاء وثيقتين تعاقديتين ويتعلق الأمر بكل من:

- اتفاق السرية: الهدف منه ضمان الحفاظ على سرية المعلومات .
- خطاب البيئة: وتعني حجر الأساس للبناء القانوني.

ولعل أهم المراجعات والدراسات التي تشهدها مرحلة الدراسات المعمقة يمكن تلخيصها فيما يلي:****

1-2-1 دراسة استراتيجية: تهدف هذه الدراسة إلى المراجعة والتحقق من فرضيات النمو الخاصة

بالقطاع ورقم الأعمال، الأمر الذي يعتبر صعبا في حالة القطاعات التكنولوجية ما يفسر تخصص المخاطرين برأس المال في قطاعات معينة بهدف الحكم على فرص مشروع معين بشكل أفضل.

1-2-2 دراسة السوق: هذه الدراسة يمكن أن تنجز في إطار الدراسة السابقة أو منفصلة عنها، ثم

على الزبائن الحاليين أو المحتملين بدراسة معايير استهلاكهم كما يتأكد المخاطر برأس المال من كون المنتج فريدا من نوعه ويمتلك مؤهلات تقنية للنجاح مقارنة بمنتجات المنافسين .

1-2-3 دراسة صناعية: ويتعلق الأمر بمراجعة تكاليف إعداد المنتج، بناء مصنع جديد، وكذا فاعلية

السيرورة الصناعية للمنشأة.

1-2-4 تقييم عقاري: إذا كانت الموجودات العقارية تمثل عنصرا هاما في أصول المنشأة يلجأ

المخاطر برأس المال إلى خبراء لتقييمها.

1-2-5 مراجعة محاسبية: مكتب مراجعة الحسابات يقوم بفحص الحسابات المؤقتة، وتقديرات

المردودية الاقتصادية للمنشأة كما يقدم رأيه للمخاطر برأس المال بالتقديرات في خطة العمل .

1-2-6 مراجعة قانونية وضريبية: يقوم محامي المخاطر برأس المال بمراجعة مختلف عقود المنشأة

إضافة إلى التأكد من الوضعية الضريبية وحيازة براءة الاختراع.

1-2-7 مراجعة بيئية: التأكد أن المشروع غير ملوث للبيئة لأنه في حالة ثبوت العكس سيضطر

صاحب رأس المال المخاطر بدفع أموال إضافية كغرامات على ذلك .

1-2-8 مراجعة الإعلام الآلي: دراسة حالة معدات الإعلام الآلي للمنشأة.**1-2-9 مراجعة الكفاءات:** التأكد من امتلاك إطارات المشروع للقدرة والكفاءة اللازمة لإنجاحه.**1-2-10 مراجعة التأمينات:** إجراء تعاقدات تأمينية مناسبة تجنباً لأي طارئ.

1-3 التقييم المالي للمشروع: يعتبر التقييم المالي أهم إجراء تقييمي يقوم به المخاطر برأس المال، حيث يتعين عليه معرفة مردودية المشروع واستعداداته المستقبلية للنمو وتحقيق قيم مضافة وذلك من خلال معرفة:

- معدل العائد الداخلي .
- الذمة المالية والمردودية.
- تقييم العائد الاقتصادي.

2- مرحلة التركيب القانوني والمالي:

بعد التأكد من وجود فرص نجاح المشروع المرشح وانتهاء المفاوضات بين الطرفين بنجاح، واتخاذ المستثمر للقرار يدخل الطرفان في مرحلة جديدة تسمى بالتركيب القانوني والمالي، والذي يعتبر أول خطوة رسمية لإقامة وتجسيد الشراكة بين الطرفين، وتتكون هذه المرحلة من شقين قانوني ومالي على النحو التالي:

1-2 التركيب القانوني: §§§§ إن صياغة العقود المناسبة بين المخاطر برأس المال والمبادر يعتبر من أهم الأسس التي تقوم عليها الشراكة الناجحة كما يرتبط الأمر كذلك بالنظام القانوني المتبنى من طرف المنشأة .

1-1-2 عقد المساهمين: يهدف أساسا إلى مراقبة جغرافية (هيكل) رأس المال المخاطر من جهة، وتنظيم سلطات المساهمين ذوي الأقلية من جهة أخرى، كما يضم بنودا خاصة تستجيب لانشغالات أخرى، وفيما يلي عرض مختصر لبنود عقد المساهمين.

أ- بنود مراقبة جغرافية رأس المال: كل من المستثمر المخاطر برأس المال والمبادر له مصلحة في ممارسة رقابة معينة على جغرافية رأس مال المنشأة الممولة .

ب- بنود موجهة لتنظيم سلطات المستثمرين ذوي الأقلية: بحكم اتصاف مساهمته في الغالب بالأقلية، يقوم المخاطر برأس المال باستخدام رافعات قانونية لتنظيم وهيكله ومتابعة مساهمته. البنود التي تنظم متابعة الاستثمار هي:

- بند الإعلام: يتعين على المستثمر التقيد ببنود الإعلام اللازم للمسير وذلك بتقديم تقارير دورية (شهرية، سنوية ...) .

- بند الاستشارة المسبقة: تلزم المسير بالرجوع للمستثمر عند شعوره في اتخاذ بعض القرارات التي تعتبر مهمة، ويتعلق الأمر بقرارات التنازل عن الأصول، توظيف الإطارات المسيرة .. الخ.

- بند الترخيص المسبق: يحتاج المسير موافقة المستثمر حتى يتمكن من اتخاذ بعض القرارات الهامة التي تحدد ضمن عقد المساهم .

- بنود التدخل المحدود: تعطي للمستثمر سلطة إدارية في مجالات محددة .

- بنود تنظم حضور المستثمرين في المنشأة: بفضل هذه البنود يتمكن المستثمرون من ممارسة رقابة أكثر فعالية على المنشأ، وذلك بحصوله على مقعد سواء في مجلس الإدارة، مجلس المراقبة ...
ج- بنود خاصة:

- بند عدم المنافسة: يحدد ضمن الزمان والمكان مع إمكانية أخذ أحد الأطراف حصة في منشأة أخرى منافسة، لكن دون أي نشاط إداري فيها

- بند الخروج الموثق: وينص على أن المستثمرين لأسهم أطراف عقد المساهمة يصبحون هم أيضا طرفا في هذا العقد، بحيث اشتراط عدم السماح لأي طرف من أطراف عقد المساهمين بالتنازل عن أسهمه لطرف أجنبي عن المنشأة ما لم يبد هذا الأخير استعداده للانضمام إلى أطراف العقد.

2-1-2 الخيارات القانونية: يمثل الخيار القانوني في كل من الشكل القانوني المتبنى والهيكل التسييري المعتمدة من طرف المنشأة، حيث يتحدد على أساسها مدى الرقابة التي بإمكان المستثمر ممارستها.

أ- الشكل القانوني: يفضل المخاطرون برأس المال شركات المساهمة على باقي الأشكال القانونية التي بإمكان المنشآت الناشئة تبنيها، فلو أخذنا على سبيل المثال شركة التوصية بالأسهم، **** بعض المخاطرين برأس المال يقبلون الاستثمار في بعض الأحيان في شركات ذات مسؤولية محدودة (SARL) كحال رأس المال البذري لكن شريطة تحويلها إلى شركة مساهمة خلال أجل معطى، التفضيل الواضح لشركات المساهمة يعود لمزاياها المتعددة والتي نذكر منها: مراقبة أكثر للمساهمة، أكثر مرونة في التنازل، والقدرة على إصدارات مالية خاصة .

ب- الهياكل التسييرية: تقدم شركات المساهمة للمخاطرين برأس المال ميزات كثيرة مقارنة بباقي الأشكال القانونية، وتقوم شركات المساهمة على ثلاثة عناصر رئيسية: الجمعيات العامة، هياكل التسيير، وهياكل الرقابة .ونميز في هذا الصدد بين نوعين من شركات الأموال:

- النمط التقليدي: شركات الأموال ذات مجلس الإدارة.
- النمط الحديث: شركات الأموال ذات مجلس مراقبة ومجلس تنفيذي.

2-2 التركيب المالي: نقوم في هذا العنصر بعرض مختصر لمختلف الأدوات (الأوراق) المالية المستعملة في التركيب المالي لعمليات رأس المال المخاطر، والتي عادة ما تصنف إلى أدوات تمنح دخولا مباشرا وأخرى تمنح دخولا آجلا لرأس مال المنشأة الممولة.

- أدوات تمنح دخولا مباشرا في رأس المال: أسهم نقدية، أسهم عينية ...

- أدوات تمنح دخولا غير مباشر في رأس المال وهي: السندات⁺⁺⁺⁺ القابلة للتحويل إلى أسهم، الأسهم ذات قسائم الاكتتاب في الأسهم، والسندات ذات قسائم الاكتتاب في الأسهم.
- أدوات أخرى: الحسابات الجارية للشركاء: تكون في شكل تسبيقات على حساب جاري للشركاء لتغطية الاحتياجات المالية، إضافة إلى الحسابات الجارية للشركاء وهناك أدوات مالية أخرى من الممكن استخدامها، نذكر من بينها: السلفيات التساهمية والسندات المشاركة لكنها أدوات نادرة الاستخدام.

3-مرحلة الشراكة والانفصال:

بعد حصول المنشأة على كافة الخطوات والترخيصات لأداء عملها نستعرض بعد ذلك وصف حياة الشراكة بين الطرفين منذ الوهلة الأولى وحتى انتهائها حيث تنتهي هذه العملية بالخروج من رأس المال الذي يعتبر آخر خطوة في سلسلة مراحل تمويل رأس المال المخاطر متطرقين لمختلف الطرق المتاحة للمخاطر برأس المال لإنهاء العملية التمويلية.

3-1 الشراكة: في إطار الشراكة بين المخاطر برأس المال والمبادر (المسير) يعمل كل منهما إلى جانب الآخر لضمان سيرورة المتابعة، وتوفير الوسائل المسخرة لهذا الغرض في ظل نشوب صراعات بين الطرفين قد تحصل أحيانا.

3-1-1 متابعة المساهمة:++++ في حالة عملية تمويل رأس المال المخاطر تتدفق فعالية حوكمة المنشأة أساسا على درجة تدخل ومشاركة المخاطر برأس المال، عن طريق تأثيره في القرارات التسييرية ويتضح هذا في:

- متابعة نشطة: حضور دائم للمخاطر برأس المال .
- متابعة خاملة: حضور ضعيف إلى غياب كلي .

3-1-2 العلاقة مخاطر برأس المال/ مسير: تعتبر العلاقة بين المخاطر برأس المال والمسير بمثابة العصب الحساس في عملية التمويل برأس المال المخاطر، حيث أن تحقيق الأهداف المسطرة يتوقف على مدى تعاون الطرفين، لكن قد تشهد العلاقة بينهما نزاعات بسبب خلاف ما، حيث بمجرد دخول الشراكة حيز التنفيذ ينتقل المسير من وضعية (المسير المالك) إلى وضعية (المسير الوكيل) ويمكن التمييز بين عدة حالات للنزاعات التي قد تنشأ بين الطرفين ويمكن تلخيص أهمها فيما يلي:§§§§§

- نزاع حول تأويل وسوء فهم بند معين: قد يقتضي الأمر اللجوء للقضاء لحل النزاع.
- نزاع استراتيجي يتعلق بتطور المنشأة: يتعلق الأمر بانحراف عن الخطة المرسومة مسبقا .
- نزاع حاد: نزاع خطير جدا قد يصل بالمنشأة لحد الإفلاس.

2-3 الانفصال: مهما طالّت أو قصرت فترة بقاء المخاطر برأس المال في رأس مال المنشأة الممولة

فإنه لا بد أن يأتي يوم ينهي فيه مساهمته، فخرج المخاطر برأس المال من المنشأة يخضع لمنطقتين اثنتين:*****

- منطق تعاقدية: منصوص عليه في بنود العقد.

- منطق مالي: وقد يكون وفق الحالة المثالية وهي بين المساهمة مع تحقيق قيمة مضافة .

ويمكننا إحصاء ست حالات وأنماط خروج متاحة للمخاطر برأس المال ونوجزها فيما يلي:+++++

1-2-3 حالة المنشآت حديثة النشأة: تشير الإحصائيات أن منشأة واحدة من كل منشأتين تندثر

في الخمس سنوات الأولى، فالمنشآت التكنولوجية نسبة الفشل عالية فيها 70 بالمائة وهي مرحلة كوكيتل الموت .

2-2-3 التنازل للمبادرين أو المساهمين: يمكن للمبادرين المؤسسين شراء مساهمة المخاطر برأس

المال إذا كانوا يملكون القدرة المالية على شرائها بسعر السوق.

3-2-3 الشراء بتعويض رأس المال: يتعلق الأمر بشراء حصة المخاطر برأس المال اعتمادا على

رأس مال المنشأة ودون اللجوء لمصادرة أموال خارجية.

4-2-3 الخروج المالي: يتم عن طريق بيع المخاطر برأس المال حصته لمساهمين ماليين آخرين**5-2-3 الخروج الصناعي: يتم بمقتضاه التنازل عن حصة المخاطر برأس المال لشركة كبيرة أو**

مجمع صناعي .

6-2-3 الخروج عبر البورصة: يوصف الخروج عبر البورصة بمثابة الطريق الملكي لكل الأطراف،

فالمستثمرون الماليون يتمكنون من الحصول على سيولة تسمح لهم بإعادة الاستثمار في مشاريع أخرى، ولعل أبرز مثال على ذلك سوق NASDAQ الأمريكي لقيم النمو الذي أنشئ سنة 1971 لاحتضان المنشآت الشابة التي بحكم صغر حجمها لا يمكن إدراجها ببورصة نيويورك، يصبح بعد ذلك سوقا عالميا متخصصا في الأوراق المالية للمؤسسات التكنولوجية.

المحور الثالث: رأس المال المخاطر في الجزائر

يعتبر ظهور صناعة رأس المال المخاطر في الجزائر حديثا، ويعود إلى بداية سبعينات القرن الماضي حيث قام الاتحاد الأوروبي بهدف توفير أدوات تسهل إنشاء وانطلاق المنشآت الأوروبية بإنشاء ثلاث مؤسسات رأس مال على المستوى المغاربي.

1- الإطار القانوني والضريبي:

انطلقت صناعة رأس المال المخاطر في الجزائر دون وضع إطار تشريعي خاص بها، لذا كان من الضروري أن نتطرق في هذا الجزء إلى الإطارين الضريبي والقانوني لصناعة رأس المال المخاطر الجزائرية على مرحلتين:

1-1 الإطار القانوني: نميز بين مرحلتين حيث أن رأس المال المخاطر مارس نشاطه في ظل غياب قانون خاص يوطره، إلى غاية 24 جوان 2006 الذي شهد صدور القانون 11-06 والمتعلق بنشاط مؤسسات رأس المال الاستثماري .

1-1-1 مرحلة ما قبل القانون 11-06: تميزت هذه الفترة بعد وجود قانون خاص بمزاولة هذه المهمة غير أن المشرع الجزائري اكتفى بوجودها ضمن مؤسسة مالية في إطار الأمر 11-03 الصادر بتاريخ 26 أوت 2003 والمتعلق بالنقد والقرض المعدل للقانون 90-10 الصادر بتاريخ 14 أفريل 1990 أو في شكل شركة مساهمة تخضع لقواعد القانون التجاري .

- صيغة المؤسسة المالية: حسب المادة 74 للأمر المذكور أعلاه خست البنوك والمؤسسات المالية أن تأخذ مساهمات وتحوزها، ولا يجوز أن تتعدى هذه المساهمات بالنسبة للبنوك الحد الأدنى من رأس مال مجلس النقد والقرض. ***** وتقدم هذه الصيغة ميزة الثقة لكنها تعاني من عراقيل معتبرة خاصة من صرامة عمل المؤسسات المالية.

- صيغة المؤسسة التجارية: يمكن في الجزائر تصور صيغ أخرى لإنشاء مؤسسات رأس المال، ويتعلق الأمر بشركة المساهمة الموجهة من طرف القانون التجاري، وتكرس هذه الصيغة مبدأ الفصل بين الأموال التابعة للدولة وبين الأموال التجارية للدولة الخاضعة للقانون التجاري، §§§§§§ وتبدو هذه الصيغة أكثر مرونة، لعل أهم مبرر هي تلك التسهيلات بعدم الحاجة لترخيص من بنك الجزائر لممارسة نشاطها وعدم خضوعها لقواعده.

1-1-2 مرحلة ما بعد القانون 11-06: جاء لأول مرة القانون الموجه لتحديد شروط نشاط مؤسسات رأس المال وكيفية إنشائها وصيغها في الجريدة الرسمية الصادرة بتاريخ 24 جوان 2006، والمتضمنة القانون رقم 11-06 الذي تمت صياغته في ستة فصول يتعلق آخرها بالجانب الضريبي ويوضح القانون معايير تتعلق ببيئة المساهمة والاقتراض، فمثلا لا يجوز لمؤسسة رأس المال الاستثماري أن تخصص أكثر من 15 بالمائة من رأس مالها واحتياجاتها للمساهمة في منشأة واحدة، أما فيما يخص المراجعة فإن مؤسسات رأس المال تخضع لرقابة لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها وفقا للمرسوم 93-10 الصادر بتاريخ 23 ماي 1993 خاصة في مواد 55، 60. هذا بالإضافة إلى القرار الذي يحدد مقاييس الكفاءة والاحترافية لمسير شركة رأس المال الاستثماري الصادر بتاريخ 21 جانفي 2009 وفقا لهذا القرار يجب أن

يكون كل من رئيس مجلس الإدارة والمدير العام والإدارات المسؤولة حائزين على شهادات جامعية ويمتلكون خبرة لا تقل عن 8 سنوات.*****

1-2 الإطار الضريبي: نعلم أهمية الدور الذي يلعبه الإطار التفضيلي والملائم من أجل تطور صناعة رأس المال المخاطر في أي بلد، ولعل أهم التحفيزات التي أقرها المشرع الجزائري هي إعفاء رأس المال الاستثماري التي تمارس عملها من الضريبة على الأرباح لمدة تقدر ب 05 سنوات ابتداء من انطلاق نشاطها، هذه النقطة تنبأها القانون 06-11 في فصلها السادس خاصة ما تعلق بتخفيض 5 بالمائة عن معدل الضريبة على أرباح الشركات. وقد وضع المشرع شرط الاستفادة من المزايا الضريبية المذكورة، يتمثل هذا الشرط في تعهد مؤسسة رأس المال بعدم سحب المبالغ المستثمرة في المنشأة في مدة لا تقل عن 05 سنوات تحسب من تاريخ الحصول على المساهمة، كما تطرق القانون 06-11 إلى رسوم تسجيل عمليات عقد التأمين وتخفيض رأس المال والتنازل عن القيم المنقولة، حيث تتمثل هذه الرسوم في رسم ثابت يقدر ب 500 دينار جزائري إضافة إلى 20 دينار جزائري عن كل صفحة.

2- متعاملو صناعة رأس المال المخاطر في الجزائر:

على المستوى الوطني يمكن القول أنه توجد 3 مؤسسات رأس مال مخاطر، لكن في ظل التوجه الذي رسمته الحكومة في الآونة الأخيرة نتجه إلى التوسيع و التركيز على المؤسسات الناشئة والحاضنات كآلية جديدة وناجحة في هذا المجال واستحداث آليات تمويل جديدة .

1-2 المالية الجزائرية الأوروبية للمساهمة Finalep:***** يمكن اعتبارها رائدة وعميدة في صناعة رأس المال الاستثماري الجزائرية ، حيث أنشئت في أبريل 1991 في شكل شركة ذات رأس مال قدر ب 73.750 مليون دج ، بين شريكين (بنك التنمية المحلية 40 بالمئة ، وبنك القرض الشعبي الجزائري 20 بالمئة ، وشريكين أوروبيين يمتلكان 40 بالمئة) الوكالة الفرنسية للتنمية ب 28.74 بالمئة والبنك الأوروبي للاستثمار ب (11.26 بالمئة) ، تعود أول مساهمة لـ Finalep إلى سنة 1995 ليلعب عددها 12 مساهمة بنهاية 2002 بقيمة إجمالية قدرت ب 254 مليون دج، محققة بذلك أرباحا موزعة ومقدرة ب 20 مليون دج وهو ما أدى إلى رفع قيمتها من أصولها الصافية إلى 270.302.000 دج، واتجهت بعدها إلى تكثيف نشاطها في تمويل رأس مال النمو، وذلك بتمويل منشأة أقرضتها البنوك المساهمة كما قامت بالتوجه نحو تسيير صناديق بعد حصولها على موافقة وزارة المالية .

2-2 الشركة المالية للاستثمارات، المساهمة والتوظيف sofianance: أنشئت سنة 2000 بعد أن حصلت على رخصة من بنك الجزائر بتاريخ 09 جانفي 2001 ، وقد تقرر إنشاؤها بقرار مما كان يعرف سابقا بالمجلس الوطني لمساهمات الدولة (CNPG)***** وبموجب قرار المجلس الوطني لمساهمات الدولة

المعتمد في 20 أكتوبر 2003 تم إضافة الأنشطة التالية: تركيز نشاط الشركة على القطاع العام وتوسيع تدخلاتها في المهام فيما يتعلق بمساعدة المؤسسات في عملية الخوصصة وتسيير الموارد العامة التجارية غير المرصدة، كما شهدت السنوات من 2015 إلى 2017 ارتفاعا في المشاركة في رأس المال من 1.163.937 دج إلى 1.245.600 دج، وهو ما أدى إلى ارتفاع الائتمان التجاري والالتزام بالتوقيع على القروض الطويلة والمتوسطة الأجل في حين بقيت السندات ثابتة ^{§§§§§§}، أما فيما يتعلق بمردودية الشركة فقد حققت نتيجة خام قدرت ب 281 مليون دج سنة 2014 ليزداد حجم تدخلات رأس المال الاستثماري إلى 960 مليون دج.

2-3 المغربية للاستثمار maghrebinvest: تعتبر المغربية للاستثمار أحد مؤسسات المجموعة Intega partners الفرع المتخصص في رأس المال الاستثماري، والذي يدير 8 صناديق استثمار موجهة لشمال، وسط وغرب إفريقيا، المغربية للاستثمار هي هيكل تسيير صناديق المجموعة، الصندوق المغربي لحصص الخاصة (MPEFH)، الذي أطلق رسميا في الجزائر برأس مال 65 مليون دج سنة 2006 ومن أهم مستثمري الصندوق: فرع للبنك الدولي للمؤسسة المالية الدولية SFI، البنك الأوروبي للاستثمار BEI، الوكالة الهولندية للتنمية FMO.....الخ. المغربية للاستثمار متخصصة في عمليات تمويل على الميزانية (رأس مال الاستثمار) لحساب المستثمرين، وتتراوح مدة تمويلها من 5 إلى 7 سنوات ونادرا ما تكون أكثر من ذلك، لا يقتصر تدخل المغربية للاستثمار على تقديم التمويل بل توفر للمنشآت الممولة المرافقة الإستراتيجية بغية تحقيق تأثرات بين مختلف المنشآت التي تمولها. ساهمت المغربية للاستثمار ب 6 مساهمات من سنة 2008 لتصل إلى حوالي 17 مساهمة سنة 2014 بقيمة قدرها 70 مليون دج في 4 عمليات، لكن نتائجها لم تكن إيجابية، للإشارة فإن ما يميز المغربية للاستثمار أنها لا تلغي ملفات الترشح إنما هي من تبحث عنها.

2-4 الجزائرية السعودية للاستثمار (ASICOM): إضافة إلى المؤسسات المذكورة، نجد الجزائرية-السعودية للاستثمار والتي أنشئت بموجب اتفاقية بين البلدين سنة 2004، وتعد أول مؤسسة حكومية متخصصة في رأس المال المخاطر بالجزائر قدر رأس مالها ب 08 ملايين دينار جزائري، وتسير الشركة من 06 أعضاء 03 من كل دولة.

2-5 الجزائر استثمار: تم تسليم اعتمادها في 06 ماي 2010 من قبل وزارة المالية، يقدر رأس مالها ب 01 مليار دينار، يحوزها بنكان وطنيان هما: بنك الفلاحة والتنمية الريفية BADR (70%) والصندوق الوطني للتوفير والاحتياط (30%)⁺⁺⁺⁺⁺

الخاتمة:

- من خلال ما سبق نلاحظ أن تجربة رأس المال المخاطر الجزائرية في تمويل المؤسسات الناشئة والحاضنات فتية ولم تعطى لها العناية الكافية في ظل التوجهات الكبرى للبلاد بالاعتماد على اقتصاد متنوع خارج المحروقات ، ولعل أبرز أهم هذه الأسباب نوجزه فيما يلي:
- نقائص تتعلق بالإطار القانوني والضريبي: رغم وجود قوانين خاصة بتنظيم عمل وتمويل المؤسسات الناشئة، إلا أنه في ظل استحداث وزارة مكلفة بها لم تحدد بعد صلاحيات هذه الهيئة وكيفية ممارسة عملها.
 - نقص الموارد المالية وذلك راجع إلى انعدام ثقة هذا المشروع.
 - إنشاء صناديق استثمارية حديثة لكن بعراقيل وبيروقراطية تورق المستثمر.
 - السير التقليدي الذي تنتهجه الكثير من المؤسسات التقليدية.
 - غياب ثقافة ملائمة في ظل ضبابية التمويل في الجزائر.
 - ضعف الموارد البشرية المتخصصة كون العملية صعبة وتتطلب دقة عالية وكفاءة كبيرة.
- وللنهوض برأس المال المخاطر كآلية فعالة في مجال تمويل المؤسسات الناشئة والحاضنات ، وتحقيق قفزة للطرفين أصحاب المال المخاطر والمؤسسات يتطلب القيام بخطوات فعالة وجريئة للوصول للأهداف المرجوة وذلك من خلال ما يلي :
- العمل على تشمين الابتكارات ونتائج البحث العلمي.
 - تشجيع إنشاء الأقطاب والحدائق والحاضنات في شتى المجالات.
 - اقتراح إنشاء جمعيات مهنية للمستثمرين برأس المال المخاطر.
 - تطوير الثقافة الاقتصادية والمالية الجزائرية في ظل التطورات التي يشهدها العالم.

الهوامش:

- * بخيتي علي، بوعوينة سليمة، المؤسسات الناشئة الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، واقع وتحديات، المجلة العربية في العلوم الإنسانية والاجتماعية، 2020، ص 4 .
- * تريفول ل يانج - ترجمة هبة عجيبة، الإدارة الناجحة للمشروعات - صنع النجاح، المجلة العربية للتدريب والنشر القاهرة 2014، ص 65
- * سبتي محمد، فعالية رأس المال المخاطر في تمويل المشاريع الناشئة، دراسة حالة المالية الأوروبية للمساهمة، مذكرة ماجستير، جامعة قسنطينة، 2009، ص 11.
- * Emmanuel Dubocage et Dorothee Rivond Danset, le capital-risque, la découverte, Paris, 2006, P6
- * جواد نبيل، إدارة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، المؤسسة الجامعية للنشر والتوزيع، بيروت، الطبعة 1، 2007، ص 97.
- * ياحي أسامة، موساوي عبد السميع طه، ناصري نفيسة، رأس المال المخاطر كآلية بديلة مستحدثة للتقليص من الفجوات التمويلية في المشاريع الناشئة، مجلة حوليات بشار في العلوم الاقتصادية، المجلد 07، العدد 03، 2020، ص 115.
- * سبتي محمد، مرجع سابق الذكر، ص 41

- * رويشة عبد السميع، حجازي إسماعيل، تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن طريق رأس المال المخاطر، الملتقى الدولي حول تأهيل المؤسسات، جامعة الشلف، 17-18 أفريل 2006، ص 308
- * سبتي محمد، مرجع سابق الذكر ص 45
- * عبيدش سامية، شركات رأس المال المخاطر ودورها في خلق وتمويل المشاريع الناشئة، مذكرة ماجستير، جامعة قسنطينة 01، كلية الحقوق، قسم القانون العام، 2014، 51-53.
- * سبتي محمد، مرجع سابق الذكر ص 123
- * A.AZOULAY, et KRIEGER et G.ROULLAN. De l'entreprise traditionnelle à la start-up Les nouveaux modèles de développement, Editions d'Organisation, Paris 2000. P135
- * سبتي محمد، مرجع سابق الذكر ص 188
- * Gilles MouGnot, tout savoir sur le capital investissement : capital risque Capital développement-LBO LEGITECH, Paris, 2007. P218-222.
- * محمد سبتي، مرجع سابق الذكر، ص ص 137-140.
- * تتكون شركة التوصية بالأسهم من نوعين من الشركاء، موصين ليس لهم الحق في التسيير (مستثمرون ماليون) وشركاء متضامنون.
- * هي عبارة عن مسندات مديونية أو جزء من مديونية.
- mode d'emploi, Editions d'Organisation, 3 -ème édition, Paris : * PIERRE PAT'TINI, capital-risque 2001 P162-168.
- * PIERRE PAT'TINI, op cit P168.
- * ERICK STEVANI, le capital risque : réalité algérienne et perspective du développement. Mémoire de fin d'étude : DSEB, école supérieur de risque, 2003. P178-179.
- * محمد سبتي، مرجع سابق الذكر، ص 158، 159
- * الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 52، 27 أوت 2003، الأمر رقم 03-11 المتعلق بالنقد والقرض، ص 12.
- * عبيدش سامية، مرجع سبق ذكره، ص 56.
- * الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 5، 21 جانفي 2009، القرار الوزاري المحدد لمقاييس الكفاءة لمسيرى شركات رأس المال الاستثماري، المؤرخ في 27 جانفي 2008، المادتان 4،3، ص 20.
- * محمد سبتي، مرجع سابق الذكر، ص 173.
- * أصبح يسمى فيما بعد بمجلس مساهمات الدولة CPU .
- * عبد الكريم بوحادرة، مساهمة شركات الرأس المال المخاطر في تمويل المؤسسات الناشئة الجزائرية، مجلة حوليات بشار في العلوم الاقتصادية، المجلد 07، العدد 03، 2020، ص 28.
- * محمد سبتي، مرجع سابق الذكر، ص 177
- * ولد عابد عمر، عابد نصيرة، صلواتشي هشام سفيان، حوكمة التمويل برأس المال المخاطر-دراسة حال شركات رأس المال المخاطر الناشطة في الجزائر، مجلة الدراسات الاقتصادية المعمقة، المجلد 03، العدد 02، 2018، ص 106.