

رأس المال المخاطر: اتجاه عالمي حديث لتمويل المؤسسات الناشئة

_ حالة الجزائر _

د. حمادة كمال

جامعة باجي مختار عنابة
Kamanni5622@yahoo.fr

أ. ضياف علية

جامعة باجي مختار عنابة
Olaya.adem@yahoo.fr

ملخص.

تحاول هذه الورقة البحثية التعريف بتقنية رأس المال المخاطر كاتجاه عالمي حديث في تمويل المؤسسات الناشئة، مع الإشارة إلى فعالية الشركات الناشئة في الجزائر و دورها التمويلي، كما ارتأينا تسليط الضوء على الشركة المالية للاستثمار، المساهمة و التوظيف (SOFINANCE) نموذجا، و توصلت الدراسة إلى عدة نتائج أهمها أن شركة SOFINANCE بالإضافة إلى كونها تقوم بعمليات تمويل أعلى الميزانية، فهي تقوم أيضا بتقديم الاستشارة و المتابعة للمؤسسات من خلال نشاطها في مجال الهندسة المالية.

الكلمات المفتاحية: رأس المال المخاطر، المؤسسات الناشئة، شركة SOFINANCE.

Abstract:

This paper is trying to definition of venture- capital technique Global trend modern in financing emerging institutions, with reference to the effectiveness of the active companies in Algeria and financing role, as we decided to highlight the company's financial investment, contribute and Employment (SOFINANCE) model, the study found the most important of several results that SOFINANCE company in addition to being the highest budget financing operations, they are also providing counseling and follow-up of institutions through its activities in the field of financial engineering.

Keywords : Venture- capital, emerging institutions, SOFINANCE company

مقدمة:

لطالما شكل موضوع التمويل حيزا هاما ضمن اهتمام الباحثين و المختصين، حيث شهد هذا المجال تطورات كبيرة و ابتكار أدوات تمويلية متعددة و متنوعة حتى تتماشى مع التطور و التنوع الذي شهدته الحاجات التمويلية، و لعل من نتائج التطور المستمر للوسائل التمويلية، ظهور نمط تمويلي جديد يختلف عن الطرق التمويلية التقليدية (البورصة، القروض البنكية،...) من حيث نظرتة للمخاطرة المالية لهذا سمي برأس المال المخاطر أو المغامر (Venture capita).

ففي المراحل المختلفة من دورة حياة المؤسسة ، بدءا بالفكرة الأولية بإطلاق المؤسسة الجديدة ، فدفع عجلة نموها و بناء قيمتها المضافة وصولا إلى مصدر التمويل الملائم ، تواجه المؤسسة عدة مخاطر ، و أهمها على الإطلاق خطر تمويل المرحلة المبكرة للمؤسسات الناشئة، إذ أنه يحتاج أصحاب المؤسسات إلى موارد مالية من أجل تجسيد أفكارهم كمشاريع في أرض الواقع، إذ يصبح هذا المشروع قائم بذاته و قابل للحياة و في غالب الأحوال يلجئون إلى تمويل المرحلة المبكرة للمؤسسات من مواردهم الخاصة ، وفي مرحلة لاحقة عندما تكون المؤسسة مستعدة للتوسع يصبح من الضروري البحث عن ممولين و عادة ما يجدون ضالتهم في شركات رأس المال المخاطر ، إذ تعتبر هذه الأخيرة في الاقتصاديات المعاصرة من أهم وسائل الدعم المالي و الفني للمؤسسات الجديدة و الناشئة لما تتميز به هذه الشركات من مهارات فنية و قدرة عالية على التعامل مع المخاطر بأسلوب سليم و سريع .

يعتبر ظهور صناعة رأس المال المخاطر في الجزائر حديثا و يعود إلى بداية تسعينات القرن الماضي، حيث قام الاتحاد الأوربي بهدف توفير أدوات تسهيا إنشاء و انطلاق المؤسسات الأوربية، بإنشاء ثلاثة مؤسسات رأس مال استثماري توأم على المستوى المغاربي (المساهمة بالمغرب سنة 1992، شركة المساهمة و ترقية الاستثمارات (SPPI)، بتونس سنة 1990، و المالية الجزائرية الأوربية للمساهمة (FINALEP) في الجزائر سنة 1991).

فالجزائر كإحدى الدول السائرة في طريق النمو، و التي يتميز اقتصادها بكونه ريعي مازالت تبحث عن الحلول التي تمكنها من بناء نسيج صناعي متكامل يحد من تبعيتها لسعر البترول في الأسواق الدولية و من أجل تحقيق مختلف الأهداف المسطرة، و التي تدور كلها حول فكرة أساسية مفادها "تقليل الواردات و زيادة الصادرات خارج المحروقات" لا بد من تشجيع و دعم الاستثمارات خاصة المحلية منها و بالأخص إنشاء المؤسسات الجديدة و الناشئة.

مشكلة الدراسة:

إن البحث عن بدائل تمويلية تتماشى و الطبيعة المالية للمؤسسات الناشئة و يجب استحداث وسيلة تمويلية جديدة خصيصا لهذا الغرض أطلق عليها تسمية رأس المال المخاطر، و سنحاول من خلال هذه الورقة البحثية استعراض تقنية رأس المال المخاطر كاتجاه عالمي حديث لتمويل المؤسسات الناشئة، و تحاول و رقتنا البحثية الإجابة عل التساؤل الرئيسي التالي: ما مدى فعالية رأس المال المخاطر كاتجاه عالمي حديث لتمويل المؤسسات الناشئة خاصة المبتكرة منها؟

و تندرج ضمن هذا التساؤل الرئيسي مجموعة من التساؤلات الفرعية :

- ما المقصود بتقنية رأس المال المخاطر؟

- ما هي الاتجاهات الحديثة لرأس المال المخاطر في تمويل المؤسسات الناشئة؟

- ما هو الدور التمويلي الذي تلعبه شركات رأس المال المخاطر الناشطة في الجزائر؟
- و للإحاطة بمختلف جوانب الموضوع تم تقسيم هذه الورقة البحثية إلى ثلاثة محاور:

المحور الأول: الإطار النظري لرأس المال المخاطر: نشأته، أهميته و أهدافه.

المحور الثاني: الاتجاهات العالمية الحديثة لرأس المال المخاطر (تمويل المؤسسات الناشئة و الجديدة).

المحور الثالث: الدور التمويلي لشركات رأس المال المخاطر الناشطة في الجزائر مع الإشارة لشركة Sofinance.

المحور الأول: الإطار النظري لرأس المال المخاطر، نشأته، أهدافه و أهميته .

1- ظهور و نشأة رأس المال المخاطر:

إنّ التمويل الخالي من الفوائد ليس نشاطا حكرا على البنوك الإسلامية إذ أنّ أسلوب التمويل القديم الجديد و هو التمويل عن طريق شركات رأس المال المخاطر حيث تقوم هذه الأخيرة على تقديم تمويلا دون ضمان العائد و لا مبلغة و بالتالي المخاطرة بالأموال و تقاسم الأرباح و الخسائر (Joint – Venture) أي الأخذ بمبدأ الغنم و الغرم⁽¹⁾، تتسبب النشأة الحديثة لرأس المال المخاطر إلى الجنرال الفرنسي الأصل DORIoT G الذي أنشأ في أمريكا سنة 1946 أول مؤسسة متخصصة في رأس المال المخاطر في العالم التي تخصصت في تمويل الشركات الالكترونية الفتية ، و قد برز نشاط رأس المال المخاطر في الولايات المتحدة الأمريكية في العصر الحديث استجابة لاحتياجات تمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة و للثورة الجديدة في مجال التقدم التكنولوجي و خاصة في صناعة الكمبيوتر و الالكترونيات و تكنولوجيا المعلومات، و ذلك فضلا عن إعادة بيع أسهم المشاركة بعد نجاح الشركات و شعبية منتجاتها حيث تصل الأرباح الرأسمالية في حدوده العادية بين % 250 و % 300 سنويا⁽²⁾ منذ سنة 1977 شهد سوق شركات رأس المال المخاطر طفرة كبيرة في عدد المؤسسات المنشأة في الولايات المتحدة الأمريكية أما في أوروبا فقد عرفت هذه المؤسسات في تاريخ أحدث لكنها لقيت عناية كبيرة من الجمعية الأوروبية لرأس المال المخاطر التي تأسست في بروكسل عام 1983 لتطوير حرفة رأس المال المخاطر في أوروبا .

2- تعريف رأس المال المخاطر :

تعتبر تقنية التمويل عن طريق شركات رأس المال المخاطر من أهم الأساليب المستحدثة في التمويل ، إذ أنّ هذه التقنية لا تعتمد على تقديم السبيلة فقط للمؤسسات كما هو الحال بالنسبة للتمويل المصرفي بل تقوم على أساس المشاركة. فشركة رأس المال المخاطر تقوم بتمويل المشروع من دون ضمان العائد و لا مبلغه و بذلك فهو يخاطر بأمواله ، و بالتالي فهذا النوع من التمويل يتناسب تماما مع المؤسسات الصغيرة و المتوسطة الجديدة و الناشئة و التي تطمح للتوسع و تواجه صعوبات في هذا المجال لعدم حصولها على القروض المصرفية بسبب غياب الضمانات اللازمة⁽³⁾.

و عرفته الجمعية الأوروبية لرأس المال المخاطر * EVCA على أنّه كل رأس مال يوظف بواسطة وسيط مالي متخصص في مشروعات خاصة ذات مخاطر مرتفعة باحتمال توقع نمو كبير ، لكنها لا تضمن في الحال يقينا بالحصول على دخل أو التأكد

من استرداد رأس المال في التاريخ المحدد و ذلك هو مصدر المخاطر ، أملا في الحصول على فائض قيمة مرتفع في المستقبل البعيد نسبيا حال بيع حصة هذه المؤسسات بعد عدة سنوات.(4)

و من الناحية القانونية يحل كمنط اتفاق ينشأ أساسا بين منشئ المؤسسة الذي يبحث عن الأموال الخاصة للتطوير التكنولوجي أو الإنتاجي للسلع و الخدمات من جهة ، و صاحب شركة رأس مال المخاطر الذي يوفر هذا التمويل ، و يشمل هذا الاتفاق أو العقد جميع المؤسسات غير المسعرة (المدرجة (في البورصة ، و يدوم هذا الاتفاق مدّة زمنية طويلة نسبيا.(5)

وتعرّف أيضا (6) شركات رأس المال المخاطر على أنّها تتخذ حصصا أو مساهمة في رأس مال المؤسسات غير المدرجة في البورصة و التي أنشأت حديثا و تنمو بسرعة في المجالات التي هي بحاجة إلى رؤوس الأموال لضمان تميّتها .

و من خلال هذه التعاريف نخلص إلى أن شركات رأس المال المخاطر تقوم على تكنولوجيا متقدمة ، مخاطر كبيرة ، أرباح واعدة و من ثم يلزم لنجاح هذه المؤسسات التحلي بالصبر لمدّة ثلاثة سنوات تقريبا . و عليه فان التمويل عن طريق شركات رأس المال المخاطر هو عبارة عن أسلوب أو تقنية لتمويل المشروعات بواسطة شركات تدعى بشركات رأس المال المخاطر، وهذه التقنية لا تقوم على تقديم التمويل النقدي فحسب كما بل تقوم على أساس المشاركة حيث يقوم المشارك بتمويل المشروع من دون ضمان العائد ولا مبلغه، وبذلك فهو يخاطر بأمواله، وبذلك فإنها تساعد أكثر المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجديدة أو التوسعية التي تواجه صعوبات في هذا المجال، حيث أن النظام المصرفي يرفض منحها القروض نظرا لعدم توفر الضمانات.

3- أهداف و أهمية شركات رأس المال المخاطر :

3-1- أهداف شركات رأس المال المخاطر :

انتشرت شركات رأس المال المخاطر في الولايات المتحدة الأمريكية و من ثم في الدول الأخرى بغرض تحقيق عدة أهداف أهمها:

- توفير التمويل اللازم خاصة للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة و التي عادة ما تكون غير مدرجة في البورصة لعدم قدرتها على إصدار أسهم و سندات و طرحها للاكتتاب، بالإضافة إلى كون هذه المؤسسات تفتقر للضمانات اللازمة و الكافية لتيسير حصولها على القروض المصرفي(7).
- مواجهة الاحتياجات المالية المتعلقة بالاستثمار خلال جميع مراحل حياة المؤسسة.
- توفير التمويل للمؤسسات الجديدة أو العالية المخاطر و التي لا تستطيع الحصول على القروض المصرفية في ظل غياب الضمانات الكافية.
- تسريع النمو الداخلي لبعض المؤسسات (تمويل احتياجاتها لرأس المال العامل) و التي تخطت مرحلة الإنشاء حيث عادة ما تحتاج هذه المؤسسات لجرعات تمويلية لتحقيق تميّتها.

3-2- أهمية رأس المال المخاطر :

لرأس المال المخاطر أهمية قصوى ومكونا رئيسيا من مكونات سوق رأس المال ، مهمته تعتبر ضرورية لدعم النمو الاقتصادي، وتلعب مؤسسات رأس المال المخاطر دورا فعالا في تمويل المؤسسات بحيث تمدّها بالأموال والخبرة والطرق الحديثة

في الإدارة والتنظيم وتدمج أموالها مع أموال المؤسسات الممولة، وهذا ما يحقق تمويلًا محفزًا لهذه المؤسسات لأن تتهض نحو الأفق وتحقق أرباحًا معتبرة بعكس طريقة تمويل الاستدانة المحفوفة بمخاطر السداد وسعر الفائدة وأعباء أخرى كمشكلة الضمانات وغيرها ولذلك نجد أن كثير من الدول أولتها العناية الكافية مثل الولايات المتحدة الأمريكية التي أعطت لها اهتمامًا بارزًا للنهوض بالأعباء الملقاة على عاتقها،

ويمكن حصر أهمية رأس المال المخاطر في النقاط التالية:

- **تدعيم برامج الإصلاح الاقتصادي:** نجد أن الدول التي تطبق برامج الإصلاح الاقتصادي والتي تحتاج إلى رؤوس أموال ذات طبيعة خاصة والتي تحتاج إلى هيكلية مالية وفنية، تلعب هذه المؤسسات دورًا حيويًا في توفير التمويل والخبرة الفنية والإدارية اللازمة لهذا القطاع، وتساهم في الحد من الآثار التضخمية حيث توفر التمويل اللازم للمشروعات الاقتصادية.
- **دعم تمويل المؤسسات الجديدة:** يمثل دعم المؤسسات الجديدة المجال الطبيعي لنشاط مؤسسات رأس المال المخاطر حيث تقدم الدعم المالي والفني والإداري وكذلك الإرشاد والمتابعة للمؤسسات الجديدة، خاصة في بداية انطلاقها وتمويلها دون اشتراط ضمانات وقيود على هذا التمويل، بخلاف كفاءة فكرة المشروع وفاعلية أشخاصه وهذه الوظيفة هامة جدًا لتلك المشروعات خاصة في البلدان النامية.
- **دعم المؤسسات المتعثرة:** تساهم مؤسسات رأس المال المخاطر في توفير الدعم المالي والفني اللازم وكذلك الإداري للمؤسسات المتعثرة وجذب الاستثمارات إليها، لأنها شريكة فيها، فهي تحرص أشد الحرص على المتابعة الفنية والمالية الضرورية لإصلاح مسارها، لتحفيز المستثمرين وبت روح الطمأنينة في نفوسهم على الاستثمار للاستفادة من الربح الرأسمالي المتوقع أن يحدث في المستقبل بعد أن ينمو نشاطها ويزدهر.

المحور الثاني: الاتجاهات العالمية الحديثة لرأس المال المخاطر (تمويل المؤسسات الجديدة و الناشئة)

يرجع تأسيس شركات رأس المال المخاطر إلى المشاكل المالية التي واجهت المؤسسات الصغيرة و المتوسطة، ويعود الاهتمام بها إلى النجاح الباهر الذي حققته في الولايات المتحدة الأمريكية و أوروبا في هذا المجال، إذ تواجه هذه الطريقة التمويلية الاحتياجات الخاصة للمؤسسات الجديدة و الناشئة أو العالية المخاطر، كما تقوم بتوفير الأموال الكافية للمشروعات الجديدة أو عالية المخاطر والتي تتوفر لديها إمكانيات نمو وعائد مرتفع، كذلك تقدم للشركات غير القادرة على تدبير الأموال من إصدارات الأسهم العامة أو أسواق الدين عادة بسبب المخاطر العالية المرتبطة بأعمالها، وهذه الاستثمارات هي لآجال طويلة وغير سائلة وذات مخاطر عالية لكن بعوائد عالية نسبيًا تتحقق عندما يتم بيع الشركة المستثمر فيها.

1- مراحل احتياجات المؤسسات الجديدة و الناشئة لرأس المال المخاطر:

يلبي رأس المال المخاطر احتياجات الشركات في مراحل التمويل المختلفة والتي تتمثل في:

- **تمويل المرحلة المبكرة:** يهدف رأس المال المخاطر إلى تمويل بحوث التنمية والتطوير للمشروعات الجديدة أو تقنيات جديدة قبل بدء النشاط الإنتاجي على نطاق تجاري والى تمويل إنشاء مشروعات جديدة (رأس مال ثابت - رأس مال عامل) وحيث لا يتوافر للمستثمر الموارد المالية الكافية.

- **مرحلة التمويل اللاحقة:** يهدف رأس المال المخاطر في هذه المرحلة تمويل تنمية وتطوير شركات قائمة والتي تحتاج إلى متطلبات تمويلية خاصة وتقدم آفاق نمو جذابة ، ويتضمن ذلك توفير التمويل لأغراض التوسع للشركات غير المسجلة في البورصات بهدف مساعدتها على النمو ودخول أسواق جديدة أو الإحلال محل بعض الشركاء في رأس مال الشركات الربحية والذين يرغبون في الخروج.

- **تمويل الحالات الخاصة:** يوجه رأس المال المخاطر لتمويل احتياجات خاصة لشركات ناضجة والتي تكون غالبا أجزاء من شركات ضخمة ويتضمن ذلك تمويل شراء حصة الملكية والسيطرة على شركات قائمة إضافة إلى تمويل الشركات ذات الأداء الضعيف ولكن يتوافر لديها فرص واضحة للتحسن.

2- خطوات عملية التمويل برأس المال المخاطر:

إن تقنية التمويل عن طريق رأس المال المخاطر لا تتم دفعة واحدة، بل تتم على عدة مراحل، تبدأ من توجه المبادر لمؤسسة رأس المال المخاطر بطلب الحصول على التمويل اللازم لمشروعه و تنتهي بخروج هذا الأخير من مؤسسته، و خلال الفترة الممتدة بين طلب التمويل و الخروج توجد العديد من الخطوات و الإجراءات التي على الطرفين إتباعها لإتمام العملية التمويلية.

2-1- مرحلة ما قبل المساهمة:

تسمى أيضا بمرحلة الغرلة Screening وهي مرحلة تسبق اتخاذ القرار الاستثماري، و تنقسم هذه المرحلة إلى مراحل فرعية تسبق المساهمة، و التي تمتد من استقبال الملفات إلى غاية عملية اتخاذ القرار الاستثماري.

2-1-1-2- مرحلة التحليل الأولي:

يمكن المخاطر برأس المال المخاطر في هذه المرحلة بأخذ نظرة أولية على جودة المشروع المرشح، و تعتمد في ذلك على بعض المقابلات التي تجمعها بالمبادر، و كذا الدراسة الأولية لملف الترشيح و إخضاعه للمعايير الأساسية لاتخاذ القرار، و عليه يجب تقديم الملفات المعدة لهذا الغرض، و يتعلق الأمر بالدرجة الأولى بخطة العمل.

2-1-1-1-2- خطة العمل:

تعتبر خطة العمل بمثابة المستند المرجعي الذي يمكن من تقييم فرصة الاستثمارات المقترحة، حيث يقرر المستثمر اعتمادا عليه مواصلة أو التوقف عن دراسة ملف الترشيح، و تكتسي خطة العمل أهمية كبيرة في صناعة رأس المال المخاطر.

و تعرف خطة العمل بأنها⁽⁸⁾ الأهداف المسطرة، الوسائل المسخرة، و النتائج المتوقعة للمنشأة الجديدة. أما Battini فيعرفها بأنها الصياغة النوعية و الكمية لمشروع المنشأة⁽⁹⁾، و الجدول الموالي يلخص أهم محاور خطة العمل:

جدول رقم (01) هيكل خطة العمل

الرقم	المحور	أهم المعلومات
01	ملخص و خلاصة (3/2 صفحات)	يحتوي الملخص على المعلومات التالية: تاريخ الإنشاء، القطاع، المنتجات، الأسواق، التسيير، الأهداف، التمويل، نسبة رأس المال، المردودية المنتظرة...
02	عرض المشروع (5/4 صفحات)	سواء بالنسبة لمؤسسة موجودة أصلا، أو قيد الإنشاء.
03	المحيط الاقتصادي (4/3 صفحات)	عرض لمختلف مكونات المحيط الاقتصادي و تطوراتها: الفرص و التهديدات.
04	السوق (6/5 صفحات)	عرض عملي و شامل لتطورات السوق: الطلب، العرض، المنافسة، المنتجات الاحلالية...
05	السلعة/الخدمة (6/5 صفحات)	عرض شامل للمنتج: منفعة، درجة الابتكار، ميزته التنافسية، حمايته (براءة الاختراع).
06	الأهداف (5/4 صفحات)	الأهداف السوقية، الأهداف المالية، أهداف أخرى: صورة العلامة، تحفيز العاملين...
07	الموارد التسييرية والتنظيمية (4/3 صفحات)	إبراز أن الموارد المتوفرة قادرة على تطوير و إنجاح المشروع: الموارد البشرية، الموارد المالية، التنظيم، المعارف...
08	الخطة العملياتية (5/4 صفحات)	- خطة التصنيع: الإمكانيات المسخرة، المقابلة من الباطن، التموين، الموردون، تنظيم التصنيع، الرقابة، التخطيط. - خطة التسويق: التوزيع، سياسة التسعير، سياسة الاتصال، تقدير المبيعات. - الهيكل التنظيمي. - الأنماط التسييرية: الإدارة بالأهداف، اللامركزية... - البحث و التطوير.
09	الخطة المالية (6/5 صفحات)	على المعلومات المالية أن تتمحور على ثلاثة أقطاب أساسية: - الاحتياجات المالية. - الموارد الممكنة. - المردودية المقدر. و بالتالي تقديم: وثائق محاسبية، جداول مالية، تطور الميزانيات تبعا لمختلف السيناريوهات، خطة التمويل، تقدير الحاجات و الموارد المالية.
10	الخروج المنتظر (4/3 صفحات)	عرض لكيفية و توقيت خروج المستثمر من رأس المال و كذا أخطار و فرص الخروج.
11	ملاحق	السيرة الذاتية لفريق المبادر، منشورات و مقالات صحفية.
12	مرجعيات	قائمة الأشخاص الذي بالإمكان الاتصال بهم لمعرفة نوعية الكفاءات، و تقدير المشروع.

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مجموعة من المراجع

2-1-1-2- معايير اتخاذ القرار: يأخذ المخاطر برأس المال فكرة مبدئية عن المشروع بعد دراسته الأولية لخطة العمل و إخضاع مضمونها للمعايير الأساسية اللازمة لاتخاذ القرار، حيث تتحكم في اتخاذ القرار السياسة الاستثمارية المحددة من طرف مستثمري صندوق مؤسسة رأس المال المخاطر (حجم المؤسسة، قطاع نشاطها، طور نموها، تطورات محفظة المساهمات في فترة القيام بتقييم المؤسسة، المدة النظرية للخروج من رأس المال.

لكن الأمر المشترك بين كل مؤسسات رأس المال المخاطر هو كون الاختيار يكون على أساس التحكيم الكلاسيكي بين الخطر والمردودية، أي البحث على مشروع ذو ربحية واستعدادات عالية مقابل أخطار متحكم فيها، كما أن هناك خمسة معايير يعتمد عليها المخاطرون برأس المال لاتخاذ القرارات الاستثمارية⁽¹⁰⁾: التسيير، الثنائي منتج/سوق، الإستراتيجية، المردودية، فرص الخروج.

2-1-2- مرحلة الدراسة المعمقة: إن انتقال إلى هذه المرحلة يتم بعد إمضاء وثيقتين تعاقديتين:

-اتفاق السرية (l accord de confidentialité) لضمان حق المبادر في الحفاظ على سرية المعلومات الصناعية، التقنية، القانونية، المحاسبة و المالية التي يتمكن المخاطر برأس المال من الاطلاع عليها.

-خطاب النية (La lettre d intention) أساس البناء القانوني الذي سيثيد بين الطرفين، أي انسحاب لأحد الطرفين بعد إمضاء هذه الوثيقة يكون أمرا أكثر صعوبة.

2-1-3- التقييم المالي للمشروع : يتعين على المخاطر برأس المال معرفة مردودية المشروع و استعداداته المستقبلية للنمو و

تحقيق قيم مضافة و كذا معرفة قيمة المؤسسة و بالتالي أحسن سعر يدفع لحيازة نسبة معينة في رأسمالها⁽¹¹⁾ و هناك بعض التقنيات المتبعة للتقييم المالي للمشروع، و لعل أهمها تقنية معدل العائد الداخلي IRR حيث يعتبر هذا الأخير بمثابة الحل المعجزة لرأس المال المخاطر، و يمثل الأداة التي تقيس الأداء السنوي للاستثمار، معدل العائد الداخلي هو معدل الخصم الذي يجعل القيم الحالية لكل من التدفقات النقدية المستقبلية و الاستثمار المبدئي متساوية، أي هو ذلك المعدل الذي يعدم صافي القيمة الحالية، و يحسب كما يلي:

$$IRR = (FV/PV)^{1/n} - 1$$

حيث: n تمثل مدة الاستثمار بالسنوات.

PV القيمة الحالية (مبلغ الاستثمار).

FV القيمة المستقبلية (عند الخروج).

يتم تحديد هذه القيم انطلاقا من المعطيات التي تقدمها خطة العمل، و يجب أن يكون معدل العائد الداخلي للمشروع أكبر من أو يساوي معدل العائد الذي يطلبه المستثمرون.

2-2-2- مرحلة التركيب القانوني و المالي:

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

2-2-1-1- عقد المساهمين: و هو الوثيقة الأساسية التي ترسخ نوعية و طبيعة العلاقات بين فريق المبادرين و فريق المستثمرين⁽¹²⁾ على عكس عقود المساهمين الخاصة بالمؤسسات المدرجة بالبورصة، التي إن وجدت يجب أن تكون علنية و معروفة لدى الجميع، فإنها في حالة رأس المال المخاطر تعتبر وثيقة خصوصية (سرية)، لعدم رغبة المستثمرين برأس المال في أن يعرف الجميع لتفاصيل عقودهم، لكن و رغم سرّيته، يمتلك المساهمين قيمة قضائية تخضع الأطراف المتعاقدة للالتزام ببوده. يهدف عقد المساهمين أساسا إلى مراقبة هيكل رأس المال من جهة، و تنظيم سلطات المساهمين ذوي الأقلية من جهة أخرى، كما يضم بنود خاصة تستجيب لانشغالات أخرى، و فيما يلي عرض مختصر لبنود عقد المساهمين⁽¹³⁾.

2-2-1-2- الخيارات القانونية: يتمثل الخيار القانوني في كل من الشكل القانوني المتبنى و الهياكل التفسيرية المعتمدة من طرف المؤسسة، حيث يتحدد على أساسها مدى الرقابة التي بإمكان المستثمر ممارستها.

2-2-2- التركيب المالي:

يعتبر التركيب المالي أحد أهم الخطوات و أكثرها حساسية، حيث يتم خلالها اختيار الأدوات المالية المتبناة للمساهمة، هذا الاختيار تحدده عوامل كثيرة مثل طور نمو المؤسسة و خصائصها، فكلما كان المحتوى التكنولوجي للمشروع كبير، كلما زادت درجة عدم التأكد المرتبطة به و ارتفع مستوى المخاطر، مما يدفع المخاطرين برأس المال تبني أوراق مالية هجينة (سندات قابلة للتحويل، أسهم ممتازة قابلة للتحويل إلى أسهم عادية...)، لكن في الحالة العكسية فان الأسهم العادية هي الأداة المختارة⁽¹⁴⁾، كما أن الأدوات المختارة تحدد طبيعة العلاقة التي ستنشأ بين الطرفين، تحمل المخاطر، طبيعة المكافئة، و كذا درجات الاتصال، المشاركة، المتابعة التسييرية...

2-3-2- مرحلة الشراكة و الانفصال:

2-3-1- الشراكة:

إن أهم اختلاف بين رأس المال المخاطر و باقي التمويلات (التقليدية) يكمن في متابعته لمساهماته، حيث يسعى لتنظيم و ضمان متابعته و مراقبتها قبل انطلاق الشراكة، و ذلك عن طريق مختلف الوسائل القانونية و المالية المتاحة له. إن طبيعة العقود و الاتفاقيات المبرمة في عمليات رأس المال المخاطر و طبيعة العملية التمويلية في حد ذاتها تكاد تكون نموذج خاص للحكومة، باعتبار أن هذه الأخيرة تقوم على مجموع الإجراءات، التشريعات، القوانين و التنظيمات التي تؤثر في طريقة تسيير إدارة و مراقبة المؤسسة.

2-3-2- الانفصال:

مهما طالت أو قصرت فترة بقاء المخاطر برأس المال في رأسمال المؤسسة الممولة، فانه لا بد أن يأتي يوم ينهي فيه مساهمته، إن الخروج هو أمر أساسي، و هو وقت الحقيقة للمخاطر برأس المال يمكنه حينها من معرفة مردودية العملية و القيمة المضافة المحققة. الخروج أمر أساسي للمخاطر برأس المال لأنه أيضا يمكنه من الاستثمار في مؤسسات أخرى من جهة، و يمكنه من جهة أخرى من دفع أرباح لأصحاب الأموال من مساهمي مؤسسة رأس المال المخاطر. إن خروج المخاطر برأس المال من رأسمال المؤسسة يخضع لمنطقين⁽¹⁵⁾:

- **منطق تعاقدى:** نظرا لأهمية الخروج، فإنه يتم التحضير له منذ المفاوضات الأولى بين الطرفين قبل الدخول في رأس المال، حيث يتم تنظيم الأمور المتعلقة به في بنود مختلفة (بند الخروج المتصل، بند الموافقة، بند الخروج الموفق،...).
- **منطق مالي:** يتحكم عاملين اثنين في نمط خروج المخاطر برأس المال:
 - خصائص المؤسسة و طبيعة أصولها (قطاع النشاط، أهمية الأصول الوهمية،...).
 - فترة بقاء المستثمر، التي بدورها تخضع لعدة عوامل أخرى طور نمو المؤسسة، أوضاع و سيولة السوق المالي، وجود فرص الشراء.

المحور الثالث: الدور التمويلي لشركات رأس المال المخاطر الناشطة في الجزائر مع الإشارة لشركة SOFINANCE

يفتح أسلوب التمويل برأس المال المخاطر أفاقا واعدة للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة في الجزائر و خاصة منها الناشئة و الجديدة منها، حيث انه يعد بديلا هاما لأسلوب التمويل المصرفي الذي يعتمد على القروض البنكية، إذ أن شركات رأسمال المخاطر تقوم بمشاركة صاحب المشروع أو المؤسسة دون ضمان العائد و لا المبلغ الأصلي، و هذا النوع من التمويل يناسب المؤسسات الصغيرة و المتوسطة نظرا لانعدام الضمانات في هذه التقنية، كما أن دراسة جدوى المشروع تكون أكثر دقة عندما يشترك فيها طرفان مختلفان يتوجب على كل منهما تحقيق الربح . و الأساس الذي يقوم عليه هذا النوع من الشركات هو مبدأ المشاركة في الأرباح و الخسائر، و هي تقنية لا تقوم على تقديم الأموال اللازمة بل تتعداها إلى تقديم المساعدة لإدارة الشركة بما يحقق استمرار المؤسسة و تطورها.

يرجع تأسيس شركات رأسمال المخاطر إلى المشاكل المالية التي واجهت المؤسسات الصغيرة و المتوسطة و يعود الاهتمام برأسمال المخاطر في الجزائر إلى النجاح الباهر الذي حققته في الولايات المتحدة الأمريكية وأوروبا.

1- شركات رأس المال المخاطر في الجزائر:

1-1- الشركة المالية الجزائرية الأوربية للمساهمة (FINALEP):

يمكن اعتبار المالية الجزائرية الأوربية للمساهمة بمثابة رائدة و عميدة صناعة رأس المال الاستثماري في الجزائر، أنشئت في أبريل 1991 في شكل شركة مساهمة ذات رأس مال قدر بـ 73.75 مليون دج) كان يعتبر مبلغ كبير قبل إعادة تقييم الدينار)، بين شريكين جزائريين يمتلكان الأغلبية بـ 60 بالمئة) بنك التنمية المحلية بـ 40 بالمئة، و القرض الشعبي الجزائري بالمئة (20 و شريكين أوروبيين يمتلكان 40 بالمئة) الوكالة الفرنسية للتنمية بـ 28.74 بالمئة، و البنك الأوربي للاستثمار بـ 11.26 بالمئة. قامت Finalep برفع رأسمالها الى 159.25 مليون دج سنة 2000 ، ثم الى 191.70 مليون دج سنة 2005 (تم رفع رأس مالها من تخصيص النتائج المحققة).

1-2- الشركة المالية للاستثمار المساهمة و التوظيف(SOFINANCE):

هي مؤسسة مالية ذات أسهم هدفها الاستثمار و المشاركة والتوظيف، شركة SOFINANCE تأسست بتاريخ 04 أبريل 2000 حيث بلغ رأسمالها الإجمالي ما يقارب 5.000.000.000 (5 مليار دج) أي ما يعادل 510000000 أورو، لكن انطلاقها الفعلية في مباشرة نشاطها كانت في 09 جانفي 2001 و هو التاريخ الذي حصلت فيه على الاعتماد من طرف بنك الجزائر . و بالنظر إلى درجة الاهتمام بشركات رأس المال المخاطر في الجزائر و بالضبط شركة SOFINANCE فيبدو أن نسبة مساهمتها في التمويل مقارنة بنظيراتها في الدول المتقدمة هي نسبة ضئيلة جدا تتراوح ما بين 10% و 35%، أما عن نشاط الشركة فهو لا يغطي كل القطاعات بل ينحصر مجال عملها في الصناعات التحويلية للمنتجات الغذائية و تخزين المنتجات الغذائية الفلاحية و مواد التغليف و صناعة الألبسة و تحويل الخشب و استغلال الثروات المنجمية و هذا ما يعني الاهتمام بالصناعة التحويلية التي تمثل نشاط ضئيل المخاطر كما هو معروف.

1-3- الشركة الجزائرية السعودية للاستثمار(ASICOM):

أنشأت الشركة الجزائرية السعودية للاستثمار بموجب اتفاقية بين الجزائر و المملكة العربية السعودية سنة 2004 ، و تعد أول مؤسسة حكومية متخصصة في رأس المال المخاطر بالجزائر، حدد رأس مالها بثمانية مليارات دينار جزائري (8000000000 دج) (بحيث تم اقتسام رأس المال المكتتب مناصفة بين الحكومتين على أن يتم دفع النصف عند التأسيس، و يدير الشركة مجلس إدارة متكون من ستة أعضاء، يضم ثلاثة أعضاء من كل دولة.

1-4- الجزائر استثمار(ELDJAZAIR ISTITHMAR):

مؤسسة رأس مال استثماري، يحوز رأسمالها البالغ واحد مليار دينار جزائري بنكان عموميان، بنك الفلاحة و التنمية الريفية بنسبة 70% و الصندوق الوطني للتوفير و الاحتياط بنسبة 30% ، و قد تم تسليمها الاعتماد من أجل بداية نشاطها من طرف وزارة المالية في 06 ماي 2010.

1-5- الصندوق المغربي لرأس المال الاستثماري(MPEF Maghreb Private Equity Fund) :

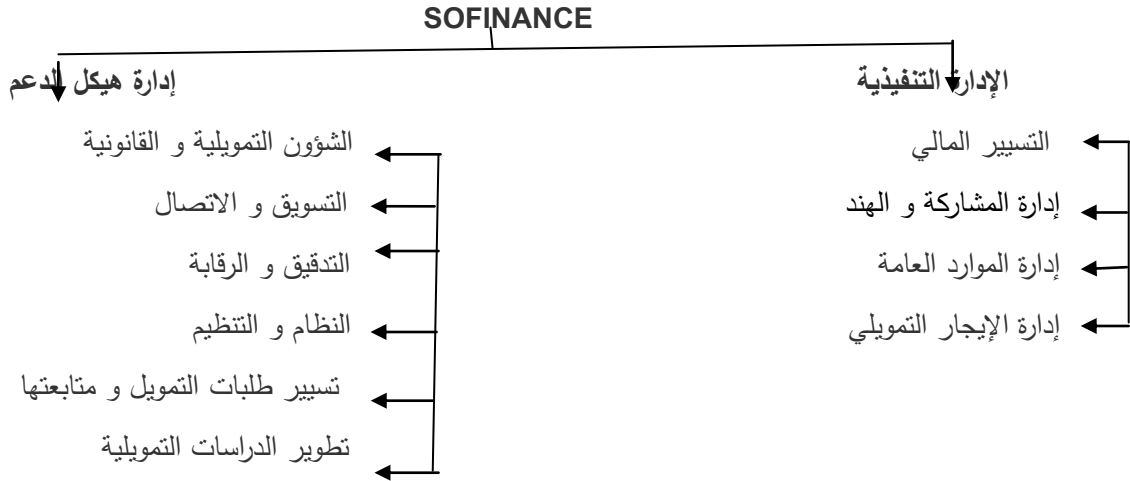
ينشط صندوق رأس المال الاستثماري المغربي بثلاث دول مغربية: الجزائر، المغرب، و تونس و يسير عن طريق مجمع " تونانفست(Tuninvest group) ، بدأ نشاطه لأول مرة في تونس سنة 2000 من طرف المؤسسة المالية الدولية SFI: Société Financière Internationale التي ساهمت في الاستثمار شمال إفريقيا و كمرحلة أولى بدأت بالاستثمار في كل من الجزائر، تونس و المغرب لتنتقل بعد ذلك إلى ليبيا في المرحلة الثانية.

2- الدور التمويلي للشرك المالية للاستثمار SOFINANCE:

2-1- الشركة المالية للاستثمار SOFINANCE:

من أجل تسيير نشاطاتها تبنت الشركة المالية للاستثمار Sofinance تنظيم مع مرونتها و قدرتها على التسيير السريع لمختلف العوامل المطورة للشركة من حيث رأس المال المستثمر، الإيجار التمويلي، الدراسات التمويلية. هذا التنظيم الحديث يحتوي على هيئتين أساسيتين:

شكل رقم (01) الهيكل التنظيمي للشركة المالية للاستثمار



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على وثائق الشركة

2-2- مهام الشركة المالية للاستثمار و مجالات تدخلها:

2-2-1- مهام الشركة المالية للاستثمار:

- و بالحديث عن الوظائف و المهام الموكلة لنشاط شركة Sofinance التي تهدف إلى تدعيم و إنعاش الاقتصاد الوطني و ذلك ببعث انطلاقة جديدة فيما يتعلق بتمويل المؤسسات الجديدة و الناشئة فهي تتلخص فيما يلي :
- ترقية و تطوير المؤسسات و ذلك من خلال المساهمة في رأسمالها.
 - امتلاك حصص في شركات متواجدة في الجزائر أو في الخارج.
 - ترقية و زيادة الاعتماد على قرض الإيجار باتجاه المؤسسات الصغيرة و المتوسطة.
 - الإقبال على كل أشكال الإقراض و التسليف سواء بضمان أو بدونه و ضمان كل عمليات القرض بالنسبة للغير.
 - حيازة كل الديون و الأوراق التجارية و المساهمة كوسيط في المعاملات الخاصة بها و بالأسهم و السندات. فضلا عن الوظائف المذكورة و بموجب قرار المجلس الوطني لمساهمات الدولة المعتمد في 20 أكتوبر 2003 تم تحديد النقطتين التاليين:

- تركيز نشاط شركة SOFINANCE حول القطاع العام و توسيع تدخلاتها في المهام فيما يتعلق مساعدة المؤسسات في عمليات الخوصصة و تسيير الموارد العامة التجارية غير المرصدة.
- تركيز مهام شركة SOFINANCE على مساندة و دعم المؤسسات في تأهيلها و تطويرها و ذلك عن طريق إرشادها و مساندة في إعادة هيكليتها المالية و الإستراتيجية (التشخيص، فتح رأس المال، البحث عن الشركة) و توفير كل فرص التمويل الملائم (مساهمة رأس المال، قروض متوسطة ضمان كفالات و القرض الإيجاري).

2-2-2- مجالات تدخل الشركة المالية للاستثمار:

مجالات تدخل الشركة ينحصر في:

- الصناعة (التحويل و التجهيز...).
- الخدمات (الفندقية و النقل، الفلاحة و الري، تحويل المنتجات الزراعية، تقنيات تحلية مياه البحر).

2-3- تقييم نشاط شركة SOFINANCE :

بالنظر إلى درجة الاهتمام بشركات رأس المال المخاطر في الجزائر و بالضبط شركة SOFINANCE فيبدو أن نسبة مساهمتها في التمويل مقارنة بنظيرتها في الدول المتقدمة هي نسبة ضئيلة جدا إذ تتراوح ما بين 10% و 35%. أما عن نشاط هذه الشركة فهو لا يغطي كل القطاعات بل ينحصر مجال عملها في الصناعات التحويلية للمنتجات الغذائية و تخزين المنتجات الفلاحية و مواد التغليف و صناعة الألبسة و تحويل الخشب و استغلال الثروات المنجمية و هذا ما يعني الاهتمام بالصناعة التحويلية في حين هذه الأخيرة تتسم بضعف المخاطر و فيما يلي سنقدم بعض الإحصائيات المالية الخاصة بنشاط الشركة⁽¹⁶⁾.

2-3-1- نشاط شركة SOFINANCE

جدول رقم (02) نشاط شركة SOFINANCE (2012-2013-2014)

الوحدة مليون دينار جزائري

العناصر	السنوات	2012	2013	2014
صافي الدخل المصرفي		495865	533399	615174
نتيجة الاستغلال		276732	387769	424221
النسبة		57%	60%	67%

Source :www. Sofinance – dz.com

نلاحظ من النتائج المقدمة بالجدول أعلاه أن صافي الدخل المصرفي سجلت تزايد مستمر فقدرت القيمة بـ 495865 مليون دينار جزائري سنة 2012 و ارتفعت إلى 533399 مليون دينار جزائري سنة 2013 و 615174 مليون دينار جزائري سنة 2014 ، وكذلك نفس الشيء بالنسبة لنتيجة الاستغلال هي الأخرى سجلت تزيادا و هو ما يعني أن نشاط الشركة في توسع دائم وشمل العديد من الصناعات التحويلية ألا أن نشاط الشركة تركز حول القطاع العام و توسع هذا النشاط حول التدخل للشركة في المهام التي تتعلق بمساعدة المؤسسات في عمليات الخصوصية.

2 3 2 - التّزامات شركة SOFINANCE

جدول رقم (03) التّزامات شركة SOFINANCE (2012-2013-2014)

الوحدة مليون دينار جزائري

2014	2013	2012	السنوات العناصر
1195626	795626	622000	المشاركة في رأس المال
4182943	4273328	3505000	تأجير
575000	541000	400000	التوقيع على التّزامات التي تعهد بها
500000	850000	1150000	الدخل الثابت

Source :www. Sofinance – dz.com

نلاحظ من خلال المعطيات المقدمة في الجدول أعلاه أن عمليات التأجير تزايدت بشكل مستمر خلال السنتين 2012 و 2013 ، حيث سجلت سنة 2012 مبلغ 3505000 ، أما سنة 2013 فقد سجلت 4273328 ، لكن سنة 2014 فقد سجلت تراجع حيث قدر المبلغ ب 4182943 ، و هو ما يعني أن نشاط الشركة تمحور أساسا حول عمليات التأجير.

2 3 3 - ميزانية شركة SOFINANCE :

جدول رقم(04) ميزانية شركة SOFINANCE (2012-2013-2014)

الوحدة مليون دينار جزائري

2014	2013	2012	السنوات العناصر
5000000	5000000	5000000	رأس المال الاجتماعي
7866000	7553000	7171000	رأس المال الخاص
9974124	8596422	9464000	مجموع الأصول

Source :www. Sofinance – dz.com

نلاحظ من خلال جدول ميزانية الشركة خلال السنوات الثلاثة (2012-2013-2014) أن رأس المال الخاص في تزايد مستمر ، حيث سجلنا سنة 2012 رأس مال خاص قدر ب 7171000 مليون دينار جزائري، و ارتفع إلى 7553000 مليون دينار جزائري سنة 2013، بينما سنة 2014 سجلنا ما قيمة 7866000 مليون دينار جزائري، و هذا الارتفاع راجع إلى جمع رأس مال الشركة من المستثمرين الأفراد و المؤسسات الاستثمارية. أما بالنسبة لأصول الشركة فسجلت تراجعا ملحوظا سنة 2013 ليصل إلى

8596422 مليون دينار جزائري، ليرتفع مجددا سنة 2014 ليصل إلى قيمة 9974124 مليون دينار جزائري، و هذا راجع لاستثمارات الشركة خلال هذه السنة.

3- المعوقات القانونية و المالية لتواجد شركات رأس المال المخاطر في الجزائر:

يخضع نشاط شركات رأس المال المخاطر في الجزائر إلى وصاية و ترقية وزارة المالية بعد استشارة هيئة تنظيم و رقابة عمليات البورصة Cosob. كما تنص المادة 12 من القانون الأساسي المنظم لنشاط رأس المال المخاطر في الجزائر إلى ضرورة توفر الكفاءة و الخبرة في التسيير لدى مدراء و هذه الشركات.

أما من الناحية المالية فلا يمكن لشركات رأس المال المخاطر توظيف أكثر من 15 بالمئة من رأسمالها و احتياطاتها في نفس الشركة، إضافة إلى أنه لا يمكن أن تحوز شركات رأس المال المخاطر أكثر من 49 بالمئة من رأس مال مؤسسة واحدة. كما يوضح الإطار القانوني أنه يمكن لهذه المؤسسات أن تقترض أكثر من نسبة 10 بالمئة من رأس مالها الخاص أي نسبة الاقتراض لا يجب أن تتعدى العشر⁽¹⁷⁾.

و تتكون موارد شركات رأس المال المخاطر من رأس مال خاص بأنواعه، و شبه رأس مال خاص، هذا الأخير قد يكون عبارة عن أموال تساهمية من أفراد مستثمرين خارج الشركة أو مساهمات مالية من الدولة لتمويل نشاطات إنتاجية لمؤسسات صغيرة و متوسطة.

خاتمة:

يبرز التمويل عن طريق رأس المال المخاطر كبديل مختلف عن التمويلات الأخرى، إذ و بمقارنته مع التمويل البنكي تظهر أوجه اختلاف عديدة تصب جلها في مصلحة المؤسسات الناشئة، الأمر الذي يجعل رأس المال المخاطر و بامتياز البديل التمويلي الملائم لهذا النوع من المؤسسات، فهو بمثابة الحل الأمثل للمشاكل التمويلية التي يواجهها هذا النوع من المؤسسات، الأمر الذي أثبتته مختلف التجارب عبر العالم، و التي تشير كلها بأن تقنية رأس المال المخاطر وسيلة تمويلية واعدة، تمكن من تطوير شبكة من المؤسسات الصناعية، التجارية و الخدمية الفاعلة و القادرة على البقاء، كما أن التمويل عن طريق رأس المال المخاطر تمويل حقيقي من دون أثر الرفع المالي، و لا يتنافى مع الشريعة الإسلامية، بل هو مستنبط من أحد الأشكال التمويلية اللاربوية المتمثل في التمويل بالمشاركة، لذا لا يتوقع أن تكون له آثار سلبية كما هو الحال بالنسبة للتمويلات الربوية التي أدت مؤخرا إلى انهيار النظام المالي العالمي، عقب أزمة الرهن العقاري الأخير.

أما فيما يخص حالة الجزائر، فان صناعة رأس المال المخاطر تعتبر حديثة النشأة، و لم يتم وضع الإطار التشريعي و القانوني الخاص بها إلا منذ مدة قصيرة، و مازال الكثير مما يجب عمله من أجل النهوض بهذه الصناعة الواعدة، حتى تتمكن من لعب الدور المنتظر منها في الاقتصاد الوطني، خاصة في الوقت الراهن اثر انهيار أسعار البترول، فالاقتصاد الجزائري بحاجة إلى إيجاد بدائل تمويلية ملائمة بدل الاعتماد عادى الجباية البترولية.

و بعد دراسة الدور التمويلية لشركات رأس المال المخاطر في الجزائر، و فعاليتها في تمويل المؤسسات الناشئة، فإننا نقدم التوصيات التالية للنهوض بصناعة رأس المال المخاطر في الجزائر:

- العمل على تحسين الإطار القانوني و التشريعي الخاص بصناعة رأس المال المخاطر، الذي مازال يتميز بمجموعة من النقائص.
- ضرورة إثراء القانون التجاري الحالي حتى يتمكن من الاستجابة لمتطلبات رأس المال المخاطر، على غرار شركة المساهمة البسيطة التي تتميز بالمرونة و تلاءم هذا النمط التمويلي.
- العمل على إنشاء صناديق عمومية يتم توظيف أموالها في نشاط رأس المال المخاطر تكون موجهة لتمويل المراحل المبكرة جدا للمؤسسات الناشئة التي لا تحظى باهتمام كبير لدى الخواص، و لعل إنشاء صندوق وطني بمبلغ 150 مليار دينار (مارس 2009) موجهة لتمويل المشاريع الاستثمارية التي تخلق قيمة مضافة يعتبر أول خطوة في هذا الاتجاه.
- إنشاء سوق مالي جديد لإتاحة أكبر عدد ممكن من سيناريوهات التخارج، لأن المخاطر برأس المال يفكر في الخروج قبل الدخول.
- تكوين الموارد البشرية المتخصصة في مختلف الميادين، المالية، التسييرية، الاقتصادية و القانونية لتدعيم صناعة رأس المال المخاطر.
- العمل على تثمين الابتكارات و نتائج البحث العلمي عن طريق وكالات متخصصة، و إنشاء أقطاب و حدائق تكنولوجية.

- إنشاء جمعية مهنية لرأس المال المخاطر تتولى لعب دور المراقب و المنظم و تحسين ظروف ممارسة نشاط أعضائها بالتفاوض مع السلطات العمومية من موقع تفاوضي أقوى.

التهميش:

- 1 - رويّنة عبد السميع ، حجازي إسماعيل ، تمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة عن طريق شركات رأس المال المخاطر ، ورقة مقدمة في الملتقى الدولي حول متطلبات تأهيل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في الدول العربية ، جامعة حسيبة بن بوعلي الشلف يومي 17 و 18 أبريل 2006 ، ص.308
 - 2 رويّنة عبد السميع ، حجازي إسماعيل ، مرجع سبق ذكره ، ص.309
 - 3 التسعيد بريّيش ، رأس المال المخاطر بديل مستحدث لتمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في الجزائر ، دراسة حالة شركة Sofinance مجلة العلوم الإنسانية بسكرة ، العدد 35 ، 2007 ، ص. 02
- * EVCA :Européen Ventre Capital Association
- 4-عبد الله إبراهيم ، المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في مواجهة مشكل التمويل ، ورقة مقدمة في الملتقى الدولي حول متطلبات تأهيل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في الدول العربية ، جامعة حسيبة بن بوعلي الشلف يومي 17 و 18 أبريل 2006،ص.308
- 5-Kamel Eddine Bouatouata , Le capitale investissement – capitale risque (enjeux Perspectives) Editions Grand Alger livres (G.A.L) .2005,P33. .
- 6-Paul- Jaques lechman ,Le financement de l'économie ,Paris Seeuil ,1998,P39. مع ترجمة مع
- 7- محمد زيدان، ادريس رشيد، الهياكل الجديدة الداعمة في تمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في الجزائر، ورقة مقدمة في الملتقى الدولي حول تأهيل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة، الشلف، 18/17 أبريل 2006، ص 308.
- 8-Bernard yon, Innovation et capital risque :le cas biotechnologies, ed organisation chamecy, France, Fevrier 1992,p113.
- 9- Pierre battini, capital risque : mode demploi, ed organisation, 3^{eme} edition, Paris, 2001, p 78.
- 10- Pierre battini, op cit, pp 98-101.
- 11- Eric stephany
- 12-V.Paoli-Gagin & V.Lalande, Le capital risque : acteurs, pratiques et outils, ed gualino, Paris, 2001, p 132.
- 13- Francois-Denis poitrinal, op,cit, pp 187-203.
- 14- Eric stephany, La relation capital risque/PME fondements et pratiques, ed de boeck, Bruxelles,2003,p 139.
- 15- Eric stephany, op,cit, pp 178-179.
- 16- www. Sofinance – dz.com
- 17- Journal تاريخ الاطلاع: 2015/10/19
official algérien, juin 2006, règles de prise de participation dans les sociétés de capital risque