

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية  
وزارة التعليم العالي و البحث العلمي  
جامعة قسنطينة  
كلية الحقوق.

شركات رأس المال المخاطر و دورها  
في خلق و تمويل المشاريع الناشئة

مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في القانون العام  
فرع التنظيم الاقتصادي.

تحت إشراف:

أ. بلقاسم بوذراع

من إعداد الطالبة:

عديش سامية

أ. عبد المجيد قموح	أستاذ	جامعة قسنطينة 1	رئيسا
أ. بلقاسم بوذراع	أستاذ	جامعة قسنطينة 1	مشرفا و مناقشا
أ. هلمد زعموش	أستاذ	جامعة قسنطينة 1	عضوا مناقشا

# الإهداء

إلى والدي الكريمين ، أطال الله في عمرهما ، إلى كل

عائلي صغیرها و کبیرها ، إلى زوجي و أفراد عائلته.

إلى كل صديقاتي،

إلى كل طلبة و أساتذة كلية الحقوق، إلى كل من طلب

العلا و سهر الليالي.

# شكر و تقدير

أولا و قبل كل شئ باسم الله و الحمد لله الذي أعانني لاتمام هذا العمل.

أتقدم بجزيل الشكر و العرفان الى الأستاذ الفاضل بودراع

بلقاسم لتفzله بالإشرافه على هذه المدكرة ، ولما وجهه لي

من نصح وتوجيه كان لهما الفضل في إنجاز هذا البحث

، والدي كان حاضرا معي في كل خطوة خطوتها لإنجاز هذا

العمل رغم إنشعالاته الكثيرة .

كما أتقدم بأسمى معاني الشكر و العرفان إلى لجنة

المناقشة الأستاذ زعموش محمد ، و الأستاذ قموح عبد المجيد

لقبولهما مناقشة هذه المدكرة و الحضور لإثراءها

فكل الشكر والتقدير للأساتذة الكرام وجزاكم الله خيرا .

و الحمد لله أولا و آخر

# المقدمة

لقد خاضت الجزائر إصلاحات هيكلية كبيرة انتقلت من خلالها تدريجيا من اقتصاد مركزي مخطط يعتمد على الأموال و الممتلكات العمومية إلى اقتصاد يعتمد على قوى السوق و فتح المجال أمام القطاع الخاص ، مع خصوصية المؤسسات العمومية وتكريس حرية التجارة و الصناعة كمبدأ دستوري.

وقد مكنت هذه الإصلاحات من إعادة الاعتبار إلى القطاع الخاص حتى يلعب دوره ويساهم في تحقيق التنمية الوطنية ، وظهرت نتيجة هذا التوجه المؤسسات الصغيرة و المتوسطة و اعتبرت ركيزة حقيقية يعتمد عليها في تحقيق التوجهات الجديدة للدولة.

وبعد الاقتناع بهذا النوع من المؤسسات بدأ الاهتمام بها يتجسد ميدانيا، وتجلي ذلك في الخطوات العملية التي اعتمدها الدولة من خلال إصدار العديد من القوانين والتنظيمات حيث تعتبر سنة 1982 بداية الانطلاق الفعلي في تجسد الاهتمام الحقيقي بالمشاريع الناشئة في الجزائر ببعث تنظيم جديد للاستثمار الاقتصادي الخاص الوطني من خلال القانون 82-11 المؤرخ في 21 فيفري 1982 و القانون 88-25 المؤرخ في 12 جويلية 1988 الذي يحدد كفاءات توجيه الاستثمارات الاقتصادية الخاصة الوطنية ، ولعل أهم هذه الخطوات الايجابية هو إنشاء وزارة مكلفة بقطاع المؤسسات الصغيرة و المتوسطة تتكفل بتهيئة المحيط الملائم لترقية نشاط هذه المؤسسات سنة 1994 و كذا المرسوم التشريعي رقم 93-12 المتعلق بترقية الاستثمار والأمر 01-03 المتعلق بتطوير الاستثمار، وإصدار القانون التوجيهي رقم 01-18 المتضمن القانون الأساسي لترقية المؤسسات الصغيرة و المتوسطة الصادر سنة 2001 الذي يؤكد على دور الوزارة المكلفة بهذه المؤسسات على وضع برامج التأهيل المناسبة من أجل تطوير تنافسيتها وذلك بغرض ترقية المنتج الوطني ليستجيب للمقاييس العالمية لإدراج تطوير هذه المؤسسات ضمن حركية التطور والتكيف التكنولوجي من أجل تحسين أدائها.

ومع ذلك لا يزال واقع هذه المؤسسات صعبا خاصة في هذه الظروف المتميزة بتغيرات كبيرة منتالية ومتسارعة في مختلف مكونات محيطها، فتواجهها العديد من المشاكل أهمها مشكلة التمويل التي تعتبر من أبرز ما يعيق تطورها خاصة في مرحلة الانطلاق، فاعتماد

المؤسسة على أموالها الذاتية كمصدر تمويلي داخلي غالبا ما تكون غير كافية لتغطية مختلف احتياجاتها عبر مراحل نشاطها ، فلا يكون أمامها إلا خيار اللجوء إلى التمويل الخارجي.

وغالبا ما تتوجه لطلب القروض البنكية دون أن تتمكن من الحصول عليها بالشروط الملائمة نظرا لعدة عوامل تجعل الاستفادة من التمويل المصرفي يتميز بالمحدودية ، منها ما يخص البنوك فيما يتعلق بنقل عنصر الضمانات المطلوبة وكثرة الإجراءات أمام طالب القرض ، وأخرى تخص المؤسسات في عدم شفافية ومصداقية المعلومات المقدمة حول وضعها المالي ، هذا ما يقلص فرصتها في الحصول على هذا التمويل، وقد شكل هذا الأخير حيزا هاما من اهتمام الباحثين و المختصين ويكمن التحدي بالنسبة للعديد من البلدان في تفعيل العديد من الآليات من أجل تلبية أهدافها الإنمائية المختلفة في ظل محدودية الموارد المالية، حيث شهد هذا المجال تطورات كبيرة وابتكار أدوات تمويلية متعددة ومتنوعة حتى تتماشى مع التطور و التنوع الذي شهدته الآليات التمويلية .

بالإضافة إلى مشكل التمويل تواجه المشروعات الناشئة صعوبات من نوع آخر تتمثل في ضعف خبرتها في مجال مقاومة الاضطرابات الاقتصادية وكذا تلقياها على الصعيد التقني عقبات فنية لدى تصنيع منتجاتها أو محاولة تمييزها عن غيرها ، وعدم تمكنها من تكوين شبكة التعامل التجاري التي تهئ مجال البيع داخل السوق مما يصعب عليها عملية التسويق، وقد تزامن ذلك وضعف القدرات و الكفاءات لعناصرها البشرية ، وقد جاء القانون الأساسي لترقية المؤسسات الصغيرة و المتوسطة واضحا في تبني سياسة تكوين وتسيير الموارد البشرية وتشجيع الإبداع و التجديد وثقافة الاستثمار مع تسهيل حصول هذه المشاريع على الأدوات والخدمات المالية الملائمة لاحتياجاتها.

وفي هذا الإطار ظهر أسلوب التمويل الجديد والمتمثل في شركات رأس المال المخاطر حيث تعتبر بديلا هاما لأسلوب التمويل التقليدي من أجل تفعيل قطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من خلال إصدار القانون 06-11 المتعلق بشركات رأس المال الاستثماري التي تتدخل على مراحل في تمويل المشاريع الناشئة بدءا برأس المال المخاطر الذي يهتم

بالمراحل الأولى لانطلاق نشاط المؤسسة وهو موضوع هذه الدراسة، كما تتدخل في شكل رأس المال النمو لإعادة بعث وتقوية رأس المال المؤسسة طالبة التمويل وكذا رأس المال التحويل والخصوصية تأكيدا لإرادة الدولة في التوجه نحو اقتصاد السوق وفتح المجال للخواص للمشاركة في بناء الاقتصاد الوطني.

و الملاحظ أنه لا توجد في الجزائر شركات متخصصة في التمويل عن طريق رأس المال المخاطر الذي يتكفل بدعم إنشاء مؤسسات جديدة وأخرى متخصصة في تمويل المراحل المالية لنشاط المؤسسة و لكن تم وضع تشريع خاص بشركات رأس المال الاستثمار تتدخل في تمويل المؤسسة على مراحل .

في حين نجد هذا التخصص في التشريعات المقارنة على غرار فرنسا حيث تعتمد على شركات رأس المال المخاطر في تمويل المراحل الأولى من حياة المؤسسة أو شركات رأس المال النمو لتمويل المؤسسات المتعثرة التي تحتاج إلى رؤوس أموال لإعادة هيكلتها ودعمها لاسترجاع قدرتها على الاستمرار.

و لقد كانت الولايات المتحدة الأمريكية أول الدول الرائدة في هذا النوع من التمويل أين تحتل شركاتها الصدارة على مستوى العالم لأكثر من أربعة عقود متتالية، فقد ساهمت في إعطاء الدفع الواجب لتطوير هذه الشركات وتوفير المناخ الملائم للنهوض بالأعباء الملقاة على عاتقها ، فظهرت في الخمسينيات استجابة لاحتياجات تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة و خاصة بعد الثورة الجديدة في مجال التقدم التكنولوجي وصناعة الكمبيوتر، الالكترونيات و تكنولوجيا المعلومات وأخذت تنتشر هذه الشركات في دول أوروبا بدءا ببريطانيا وفرنسا ، وقد عملت هذه الدول على إعطاء أهمية قصوى لهذه الشركات لما لها من دور فعال في تدعيم المشاريع الناشئة في مرحلة التأسيس أين يصعب عليها تلقي تمويللا بنكيا فتزودها برؤوس أموال تندمج في رأس المال الخاص بها ، وهو ما يعرف باقتصاد المساهمة. كما تعمل هذه الشركات على تحليل أفكار و استراتيجيات أصحاب المشاريع الناشئة قبل تمويلها وهي لا تمثل مجرد خزينة مالية لها وإنما تمد لها يد العون و المشورة

والخبرة اللازمة فتساهم بشكل كبير في إنشاء مشروعات جديدة ناجحة تدفع باقتصادها إلى مزيد من التوسع وتساهم في علاج مشكلة البطالة.

فالجائر من خلال إصدار القانون الخاص بهذه الشركات تحاول أن توازي بين أهدافها و أن تربط أنشطتها الإنمائية و استراتيجياتها بالأولويات التي تحددها كونها تمر بمرحلة انتقالية حساسة ، ورغم التأخر في تأطير نشاط هذه الشركات إلا أنها كانت تتشط في الجزائر في بداية التسعينات دون تنظيم قانوني خاص بها إلى غاية تقنينه في سنة 2006 ويدخل هذا في إطار سياسة تفعيل قطاع المؤسسات الصغيرة و المتوسطة لما لهذه الأخيرة من انعكاسات ايجابية على الصعيد الاقتصادي و الاجتماعي.

وقد أخضع المشرع هذه الشركات لأحكام القانون التجاري مع مراعاة أحكام القانون الخاص بها وفتح رأسمالها للاستثمار الخاص ، فجاءت على أساس تصور جديد يجعل منها حلا بديلا لمشاكل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة ، وتقوم على مبدأ المشاركة في رأسمال هذه المؤسسات بنسب متفق عليها لا تتعدى 49% وتحمل نتائج الاستثمار مع المؤسسة أي اقتسام الأرباح في حالة النجاح و تحمل الخسارة في حالة الفشل.

### أسباب اختيار الموضوع:

يعود إلى عدم توفر دراسات قانونية سابقة كافية للتعريف بهذه الشركات و بطبيعة نشاطها و محاولة إلقاء الضوء على مختلف جوانبها.

### أهداف الدراسة:

يهدف من إجراء هذا البحث الإلمام بالايطار التصوري للإصلاحات الاقتصادية في إطار التوجه الجديد للاقتصاد الوطني في تشجيع الاستثمار من قبل الخواص وتفعيل أداء مؤسساتهم الصغيرة والمتوسطة ، و التطرق إلى النمط الجديد في التمويل كإبدال للتمويل التقليدي و كأسلوب جديد في خوصصة مؤسسات القطاع العام و إعادة هيكلتها.

**الإشكالية:**

ما مدى مساهمة شركات رأس المال المخاطر في تدعيم المشاريع الناشئة ؟ وما هو دورها في النهوض بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر؟  
إن الإحاطة بمختلف جوانب الموضوع يتطلب الاعتماد على كل من المنهج التاريخي لتبيان جذور وأصول هذه الشركات، وكذا المنهج التحليلي لتحديد خصائصها فعاليتها وأثارها على المنشآت التي تمولها، بالإضافة إلى المنهج المقارن لاستنباط الجوانب الايجابية والسلبية للقانون المنظم لها في الجزائر.

و للإجابة على الإشكالية سالفة الذكر تم تقسيم هذا البحث إلى فصلين:

**الفصل الأول: ماهية شركات رأس المال المخاطر**

**المبحث الأول: مفهوم شركات رأس المال المخاطر**

**المبحث الثاني: تأسيس شركات رأس المال المخاطر**

**الفصل الثاني: نشاط شركات رأس المال المخاطر و تدعيمها للمشاريع الناشئة**

**المبحث الأول: طبيعة نشاط شركات رأس المال المخاطر**

**المبحث الثاني: آليات تفعيل شركات رأس المال المخاطر و تقييم أدائها في الجزائر**

الفصل الأول:

ماهية شركات رأس المال

المخاطر

## الفصل الأول:

### ماهية شركات رأس المال المخاطر

تعتبر شركات رأس المال المخاطر في الاقتصاديات المعاصرة من أهم وسائل التدعيم المالي والفني للمشروعات الجديدة الناشئة ، وهذا لما تتميز به من قدرات وكفاءات عالية في التعامل مع المخاطر التي يمكن أن تواجهها هذه المؤسسات ، وذلك بأسلوب سليم وسريع نظرا لخبرتها وإمكانياتها الواسعة على اعتبار أنها متخصصة في مجال التمويل الذي يختلف عن التمويل التقليدي حيث لا تكمن أهمية هذه الشركات في جلب رؤوس الأموال اللازمة لتمويل المشروعات فقط و إنما تقدم لها مساعدات غير مالية كالإدارة و التسيير أيضا.

فهذا النمط الجديد الذي اصطلح على تسميته رأس المال الجريء أو المغامر أو المجازف أو المخاطر يقوم بتمويل استثمارات تحتوي على نسبة مخاطرة أعلى من المتوسط المتعارف عليه مقابل مردودية مالية عالية في حالة نجاح المشروع، تأكيد لمبدأ أن الربحية مرتبطة إلى حد كبير بمستوى المخاطرة في الاستثمار، وعليه سيتم التطرق إلى نشأة هذه الشركات وأسباب اللجوء إليها وتمييزها عن طرق التمويل التقليدية ، مع إعطاء تعريف لها وتحديد خصائصها، بالإضافة إلى شروط و إجراءات تأسيسها و الرقابة الممارسة عليها قبل وبعد التأسيس.

ومن هذا المنطلق تم تقسيم هذا الفصل إلى مبحثين:

**المبحث الأول: مفهوم شركات رأس المال المخاطر.**

**المبحث الثاني: تأسيس شركات رأس المال المخاطر.**

**المبحث الأول:****مفهوم شركات رأس المال المخاطر**

في ظل التحولات الاقتصادية الراهنة والتطور الذي يشهده العالم في مختلف القطاعات والثورات التكنولوجية العالية برز دور وأهمية المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في إنعاش الاقتصاديات الوطنية وتجسيد أفكار جديدة ، وبالمقابل فهي بحاجة إلى تمويل معتبر نسبيا نتيجة احتوائها على مخاطر مرتفعة بالمقارنة مع أي نوع آخر من الأعمال والمشروعات. وفي هذا الصدد استحدث هذا الأسلوب التمويلي المتمثل في شركات رأس المال المخاطر المتخصصة في توفير رأس المال اللازم للمشاريع الناشئة ذات المخاطر العالية. ومن خلال هذا المبحث سيتم ضبط مفهوم هذه الشركات من خلال ثلاث مطالب

**المطلب الأول: نشأة البديل التمويلي للمشاريع الناشئة**

**المطلب الثاني: تمييز شركات رأس المال المخاطر عن طرق التمويل التقليدية.**

**المطلب الثالث: تعريف شركات رأس المال المخاطر****المطلب الأول :****نشأة البديل التمويلي للمشاريع الناشئة:**

إن شركات رأس المال المخاطر أحد أهم مفاتيح التنمية الاقتصادية المستمرة بالنظر إلى انعكاساتها الإيجابية في تطوير وتمويل المشروعات الناشئة ، وعلى هذا الأساس سيتم التطرق إلي نشأة هذه الشركات في بعض الدول التي نجح فيها هذا الأسلوب كتجربة الولايات المتحدة الأمريكية وفرنسا، وكذا تجربة بعض الدول المغاربية ، وفي الأخير التجربة الجزائرية، وقبل ذلك لابد من معرفة أسباب اللجوء إلى هذه الشركات.

وعليه سيتم تقسيم هذا المطلب إلى فرعين:

**الفرع الأول: دواعي وأهداف الإنشاء.**

**الفرع الثاني: تجربة بعض الدول في مجال رأس المال المخاطر.**

الفرع الأول:دواعي و أهداف الإنشاء:

هناك عدة أسباب أدت إلى إنشاء شركات رأس المال المخاطر لتدعيم المشاريع الناشئة التي تواجه عدة صعوبات في الحصول على التمويل ، خاصة في المرحلة الأولى لانطلاقها فكانت هذه الشركات بمثابة الحل الأمثل لمختلف هذه المشاكل ، خاصة أمام فشل الطرق التقليدية في دعمها ومن بين هذه الأسباب :

الفقرة الأولى: فشل الطرق التقليدية في تمويل المشاريع الناشئة:

كثيرا ما تضطر المؤسسات الصغيرة والمتوسطة إلى الاستعانة بمصادر تمويل خارجية لتوفير احتياجاتها من رؤوس الأموال بسبب ضعف قدرتها على التمويل الذاتي ، غير أن خياراتها في هذا المجال تظل محدودة ، إذ تكاد البنوك أن تكون الملجأ الوحيد حيث تمثل تكلفة القروض إلي جانب التكاليف المرتبطة بإنشاء المشروع من مصاريف التسجيل و أعباء الدراسات من أكبر العوائق أمام هذه المؤسسات، وبالتالي محددًا حاسمًا لقرار الاستثمار لديها، حيث تبين الإحصائيات أن أغلب هذه المشروعات الاستثمارية يكون مآلها الفشل نتيجة عجزها عن تسديد أصل الدين بالإضافة إلي الفوائد المتركمة عنها.

زيادة على هذا فإن طول فترة دراسة ملفات طالبي القروض، و كثرة الإجراءات وتعقيدها مع طلب ضمانات على هذه القروض، جعل أصحاب هذه المشاريع في وضعية حرجة، وحتى لو تمكنوا من الحصول على قرض بنكي بعد انتظار طويل فإنهم سيقعون في مشكل ارتفاع نسب الفوائد، وعدم تمكينهم من تسديدها خاصة في بداية انطلاقة مشاريعهم وهو ما أصبح يعرف بالقروض المتعثرة المتركمة لدى البنوك، فالاعتماد على سعر الفائدة كقاعدة أساسية للأنظمة الاقتصادية السائدة هو من أسباب الأزمات الاقتصادية الدورية و المستمرة ، و ما ينجم عنها من آثار سلبية متعددة ، حيث يقوم الاقتصاد العالمي برمته على أهرامات هائلة من الديون يعتمد بعضها على بعض في توازن هش لم يلحظ في الماضي مثل هذا التراكم في وعود الدفع ولم يصبح علاجه عسيرًا بالقدر الذي هو عليه اليوم مما يعيق الاستثمار، و يولد الأزمات و يسيء

توزيع الدخل<sup>(1)</sup>، فعدم فعالية سعر الفائدة والافتقار إلى مقومات النظام الناجح أدى إلى انكماش النشاط الإنتاجي بما فيه من تنمية ووفرة مع تزايد ظاهرة التضخم و ما لها من انعكاسات سلبية على الاقتصاد.

ولعل ما زاد في تفاقم هذه الوضعية هو سوء تقدير الأوضاع المستقبلية، وضعف دراسات

الجدوى الاقتصادية وكذا نقص تدابير المرافقة وغياب المتابعة من قبل الجهات الممولة.

ومن هنا وجب البحث عن آليات تمويلية لا يتوقف دورها عند حد تقديم التمويل بل تتجاوزه

لأن يكون الممول فيها بمثابة شريك حقيقي في المشروع، وفي مثل هذا الإطار يكون قرار

الاستثمار قرارا مشتركا بين صاحب العمل وصاحب المال (المشاركة في إدارة المشروع)، كما أن

أعباء التمويل و أخطار الاستثمار تكون موزعة بينهما حسب نسبة متفق عليها ، وهكذا فإن

إستراتيجية التمويل تتحول إلي إستراتيجية تعاون، وعند تضارب المصالح و الأهداف ما بين

مؤسسات الاستثمار ومؤسسات التمويل تكون المصلحة المشتركة هي السائدة<sup>(2)</sup>، حيث يمثل دعم

المشروعات الناشئة المجال الطبيعي لنشاط هذه الشركات.

### الفقرة الثانية: تدعيم برنامج الإصلاح الاقتصادي:

تلعب شركات رأس المال الاستثماري دورا أساسيا وحيويا في توفير التمويل والخبرة الفنية

والإدارية اللازمين لتطوير وإصلاح شركات القطاع العام ، التي تستوجب إعادة هيكلتها وتفعيل

أدائها لإصلاح مسارها وإعادة بعثها من جديد بما يتماشى وسياسة الدولة في تغليب صيغة القطاع

الخاص و الاتجاه أكثر نحو الخصوصية خاصة بعد إصدار الأمر 01-04 المتعلق بتنظيم

المؤسسات العمومية الاقتصادية و تسييرها وخصصتها<sup>(3)</sup>، الذي ينص على كفاءات الخصوصية

التي يمكن أن تتم باللجوء إلى آليات السوق المالية بالعرض في البورصة أو عرض علني للبيع

(1) عبد الله بلعيد، التمويل برأس المال المخاطر، دراسته مقارنة مع التمويل بنظام المشاركة مذكرة المقدمة لنيل شهادة

الماجستير، تخصص اقتصاد إسلامي، جامعة الحاج لخضر، باتنة 2007، 2008، ص310.

(2) د. حسين رحيم، تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، تشخيص ومقترحات، الملتقى الدولي حول تمويل

المشروعات الصغيرة والمتوسطة وتطويرها في الاقتصاديات المغربية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، سطيف، 25، 26

ماي 2003، ص393.

(3) الأمر رقم 01-04 المؤرخ في 20 أوت 2001 المتعلق بتنظيم المؤسسات العمومية الاقتصادية وتسييرها و خصصتها

الجريدة الرسمية عدد 47 الصادرة في 22 أوت 2001

بسعر محدد، وإما بالمناقصات أو باللجوء إلى إجراء البيع بالتراضي بعد ترخيص مجلس مساهمات الدولة بذلك بناء على تقرير مفصل للوزير المكلف بالمساهمات ، وإما بواسطة أي نمط آخر للخصوصية يهدف إلى ترقية مساهمات الجمهور<sup>(1)</sup> ، ومن بينها استحداث شركات رأس المال المخاطر لتدعيم برامج ترقية وتطوير الاستثمار التي تشجع مختلف الاستثمارات التي تحمل نشاطات جديدة لاسيما عندما تستعمل تكنولوجيا خاصة من شأنها أن تحافظ على البيئة وتحمي الموارد الطبيعية وتدخر الطاقة و تفضي إلى تنمية مستدامة .

حيث تساهم استثمارات شركات رأس المال المخاطر بصورة أساسية في برامج التنمية الاقتصادية مما يؤدي إلى تحقيق التنمية المحلية، وهي من البرامج المسطرة من طرف الدولة بإنشائها صناديق ولائية لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بواسطة رأس المال المخاطر وتبني مختلف برامج وتدبير الدعم والمساعدة لصالح هذه المؤسسات تعمل على إثراء الحصيلة الضريبية و المساهمات الاجتماعية، كما تساهم في خلق مناصب الشغل من خلال إنشاء مؤسسات جديدة وبالتالي التوجه نحو القضاء على البطالة ، ففي الولايات المتحدة الأمريكية ساهمت شركات رأس المال المخاطر في إنشاء 7,6 مليون منصب عمل في الفترة الممتدة من 1970 إلى 2000، أما في فرنسا فأكثر من 1,5 مليون عامل مستخدمين في 4842 مؤسسة ممولة عن طريق هذه الشركات.

زيادة على هذا تعمل على الحد من ظاهرة هجرة الأدمغة، ويتم ذلك عن طريق مجموعة من الآليات منها<sup>(2)</sup>:

إتاحة الفرصة لهم لتطبيق وتجسيد أفكارهم وأبحاثهم في الداخل عن طريق تمويل ابتكاراتهم الجديدة ومشروعات لا تعد جذابة للبنوك إما لارتفاع درجة المخاطرة أو لعدم القدرات المالية والضمانات الكافية لأصحاب المشروعات.

(1) المادة 26 من الأمر 04-01 السابق الذكر.

(2) أ. رقية حساني ، رأس المال المخاطر كبدل تمويلي لقطاع المؤسسات الصغيرة و المتوسطة، مجلة العلوم الإنسانية جامعة

عن طريق تثمين البحث العلمي وترقيته بتحفيز العلماء و المخترعين و جامعاتهم ومعاهدهم المتخصصة على الاستمرار في عطائهم العلمي و التكنولوجي خاصة إذا ربطوا بين فوائد الإنتاج العلمي وربحيته السوقية العالية.

وذلك على اعتبار أن مهنة رأس المال المخاطر تتميز بالتخصص في توفير الدعم المالي والفني للمشروعات الخطرة ، وهي تستجيب في هذا الشأن لرغبات نوعية خاصة من المستثمرين الأكثر جرأة في تعبئة مدخراتهم حيث أنهم لا يتحمسون كثيرا للاستثمارات التي تحقق دخلا عاديا وإنما لديهم استعداد غير عادي على تحمل مستوى مخاطر مرتفعة مقابل توقع تحقيق ربح غير عادي في المستقبل<sup>(1)</sup>.

أن هذه المشروعات لا تستجيب لمعايير الاقتراض التقليدية التي تتطلبها البنوك بصفة عامة<sup>(2)</sup>.

رغم الانعكاسات الايجابية لرأس المال المخاطر على المنشأة الممولة ، لكنه لم يسلم من الانتقادات لبعض الآثار التي تعتبر سلبية ، لعل أبرزها طغيان الجانب المالي المتمثل في تحقيق قيمة مضافة على اهتمام المخاطر برأس المال ، وقد يظهر ذلك في عدة نقاط كرهبته في التقليل قدر الإمكان من نفقات البحث و التطوير ، الحصول على توزيعات و رفض إعادة استثمار الأرباح المحققة ، اغتنام ظروف مواتية في السوق المالي للخروج وتحقيق قيمة مضافة أكبر دون الأخذ بعين الاعتبار مصلحة المشروع<sup>(3)</sup>

(1) أ.د. أحمد بوراس، تمويل المنشآت الاقتصادية المنشأة الاقتصادية -مصادر التمويل -تكلفة التمويل - التمويلات المتخصصة،

دار العلوم للنشر والتوزيع، 2008، ص127.

(2) عبد الباسط وفاء، مؤسسات رأس المال المخاطر ودورها في تدعيم المشروعات الناشئة، دار النهضة العربية، جامعة حلوان،

ص 58

(3) محمد سبتي، فعالية رأس المال المخاطر في تمويل المشاريع الناشئة، دراسة حالة المالية الجزائرية الأوروبية للمساهمة

Finalep، مذكرة مقدمة كجزء من متطلبات شهادة الماجستير علوم التسيير -جامعة قسنطينة 2008-2009 ص90.

وتكون هذه الانعكاسات أكثر عندما تمول شركات رأس المال المخاطر الخاصة المشاريع الناشئة، التي ترغب في تحقيق أكبر قيمة مضافة ممكنة دون إعطاء الاهتمام الكافي للمشروع ودون أن تدرس كما ينبغي الآثار الجانبية لذلك على المشروع الناشئ.

لكن فيما يخص شركات رأس المال المخاطر العامة أي التي تؤسسها الدولة تراعي أكثر وضعية المشروع و محاولة إيصاله إلى طريق تمكنه من متابعة تحقيق أهدافه في فرض وجوده في السوق مع تمكنه من مواجهة مختلف أنواع المنافسة الموجودة ، وهذا طبعا لتطبيق أهداف الدولة في تحقيق تنمية شاملة بدءا بتحقيق التنمية المحلية بتمكين المستثمرين الشباب من الحصول على التمويل عن طريق رأس المال المخاطر بإنشاء صناديق ولائية لذلك.

### الفرع الثاني:

#### تجربة بعض الدول في مجال رأس المال المخاطر:

يرى الكثيرون أن نشأة شركات رأس المال المخاطر قد حل كبديل للتمويل البنكي الذي يرفض تمويل هذا النوع من المشاريع نظرا لارتفاع نسبة المخاطرة وعدم توفر الضمانات الكافية. وقد ظهرت في الولايات المتحدة الأمريكية في السنوات التي تلت الحرب العالمية الثانية وأخذت تنتشر في دول أوروبا وباقي دول العالم، إلا أن هناك من يعتبر ظهور رأس المال المخاطر أقدم من ذلك بكثير<sup>(1)</sup>.

وعليه سيتم التطرق الى بعض تجارب الدول المتقدمة في هذا المجال وأخرى في طور النمو.

(1) لو تتبعنا تاريخيا أساس نظام المشاركة النابذ للإقراض بفوائد ، نجد أن الفكرة الأساسية ليست جديد فقد حرم الربا فلاسفة الرومان وحرمته كل من الديانة المسيحية واليهودية والإسلامية ، ويعود ظهور رأس المال المخاطر حسب بروتوناش و فيكري إلى اليوناني طاليس دولمي حيث يعتبر أول مؤسسي الصناعة الغذائية الذي أقنع الممولين بالاستثمار في معاصر الزيتون ، كما ساهم رأس المال المخاطر في تمويل رحلات مكتشفي العالم الجديد

الفقرة الأولى: تجربة بعض الدول المتقدمة:

نذكر على سبيل المثال التجريبتين الأمريكية والفرنسية كون الأولى نموذجاً يحتذى به حيث تعتبر أول من ابتكر هذا النشاط، أما الثانية فاستطاعت أن تطور هذه الشركات وتحتل المراتب الأولى عالمياً.

أولاً: التجربة الأمريكية:

لقد تطور رأس المال المخاطر في الولايات المتحدة الأمريكية بعد الحرب العالمية الثانية ففي سنة 1945 ظهر مفهوم ( Venture Capital ) ودخل حيز التطبيق لأول مرة على يد الجنرال الأمريكي ( Doriot ) ذو الأصول الفرنسية حيث قام بتأسيس أول شركة رأسمال مخاطر "الأمريكية للبحث والتطوير (ARD)<sup>(1)</sup>، وكان ذلك في مدينة بوسطن والتي كانت تحصل على مواردها المالية من مختلف المستثمرين كشركات التأمين صناديق التقاعد و البنوك... الخ وقد وضع (Doriot) مبتكر التمويل المخاطر بمفهومه الحديث ثلاث مبادئ أساسية يجب احترامها في عمليات رأس المال المخاطر وهي<sup>(2)</sup>:

- الاستثمار بكثير من الحذر ومع ذلك لا يجب توقع إلا القليل من النجاح
- التحضير للانتظار لوقت طويل والتضحية بموارد مهمة في تسير المحفظة المالية<sup>(\*)</sup>.
- معرفة كيفية إخراج شركات رأس المال المخاطر من المحفظة عندما تنتهي فترة مساهمتها في رأسمال المؤسسة للاستثمار في مشاريع أخرى.

<sup>(1)</sup> Mondher Cherif, Le Capital risque, revue banque 2èmé Édition paris 2008, p43.

(ARD):American Recherche and Developmen

<sup>(2)</sup> أ. رقية حساني، مرجع سابق، ص82.

<sup>(\*)</sup> المحفظة المالية تشمل مجموعة من الأوراق المالية (الأسهم والسندات)، والأوراق التجارية (السفحة، السند لأمر...).

ففي الخمس سنوات الأولى من إنشاء (ARD) كان 66% من استثماراتها في ميدان الكيمياء والتجهيزات الصناعية، لكن بعد ذلك انخفضت هذه النسبة لأن الربح أصبح أكبر عند الاستثمار في المشاريع الالكترونية<sup>(1)</sup>.

وقد تم تطوير الشركات الصغيرة المبتكرة في الصناعة الالكترونية في بداية الخمسينات حيث اجتاحت العالم بمنتجاتها الجديدة، فتم وضع قانون المنشآت الصغيرة ( Small Business Investment Act) في 1958<sup>(2)</sup>، الذي يحث على ضرورة دعم هذه المنشآت من طرف الدولة بإنشاء وكالة فدرالية مكلفة بدعم المنشآت الصغيرة تتمثل في "إدارة المنشآت الصغيرة" وقد أثبتت فعاليتها، حيث أخذت صناعة رأس المال المخاطر في الانطلاق في الولايات المتحدة الأمريكية في الفترة ما بين 1955 و 1969 وتم إحصاء عدة مجموعات نشطة بين الخواص والدولة<sup>(3)</sup>. إلا أن حجم الاستثمارات شهد عدم الاستقرار في الفترة الممتدة بين 1969 و 1979 فيرتفع تارة وينخفض تارة أخرى، ليعود للانتشار بعد ذلك نتيجة لاتخاذ جملة من الإجراءات أهمها: اتخاذ إجراءات لتخفيض الضرائب على القيمة المضافة المحققة سنة 1978 وهذا ما أدى إلى دفع حقيقي لتطوير رأس المال المخاطر.

وحسب الإحصائيات التي أجريت في بداية التسعينات إلى غاية 2006 فإن الولايات المتحدة الأمريكية تحتل المرتبة الأولى عالميا في نشاط شركات رأس المال المخاطر، حيث عرف هذا النشاط انتعاشا كبيرا وتطورا ملحوظا لم يكن وليد الصدفة، بل نتيجة لجهود الدولة الأمريكية في وضع بيئة تنظيمية و تشريعية ودعم حكومي في شكل سياسات داعمة للابتكار ولقوانين الضرائب المرتبطة بها.

ويترجم هذا الدعم بوضع عدة برامج حكومية لدعم المشاريع الناشئة كبرنامج مؤسسات الاستثمار في المنشآت الصغيرة، بالإضافة إلى عدة برامج تكميلية أخرى.

<sup>(1)</sup> Bernard Guilhon, Sandra Montchaud, le capital-risque mécanisme de financement de l'innovation, lavoisin, paris, 2008, p31.

<sup>(2)</sup> Mondher Cherif, op cit, P43.

<sup>(3)</sup> Vanina Paoli-Gagin Véronique de la Lande, le Capital-risque, Acteurs, Pratique, Outils, Gualino édition, 2 Édition paris 2003, p17.

وقد لعبت هضبة السيلكون<sup>(1)</sup>، دورا هاما في انتشار هذا النشاط ، إضافة إلى دور الجمعية الوطنية لرأس المال المخاطر ( NVCA ) التي ساهمت في نشر الوعي لدى الناس والمجتمعات وزرع ثقافة رأس المال المخاطر دعمت ما يزيد عن 480 مؤسسة حقوق ملكية خاصة، كما ساهمت في بناء قطاع متنوع وتوزيع مناخ الاستثمار في الولايات المتحدة الأمريكية.

كما ساهم في دعم هذه الشركات إنشاء سوق ناسداك ( NASDAQ )<sup>(\*)</sup> سنة 1971 كبديل عن بورصة نيويورك الذي خصص للمشاريع الناشئة، وأصبح أول سوق الكتروني في العالم.

### ثانيا- التجربة الفرنسية:

احتلت فرنسا المراتب الأولى بعد الولايات المتحدة الأمريكية وبريطانيا في مجال رأس المال المخاطر، وتعتبر من أهم التجارب في هذا المجال.

ففي سنة 1955 ثم إنشاء مؤسسات التنمية الجهوية ( SDR ) مهمتها جمع الادخار المحلي واستثماره، ومع انتهاء الحكومة لسياسة تمويل الابتكار، تم إنشاء الوكالة الفرنسية من أجل الابتكار ( ANVAR ) ، ومجمع التطوير الصناعي ( IDI ) سنة 1970، بالإضافة إلى إنشاء شركات تمويل الابتكار ( SFI ) سنة 1972، وظهر عدة مؤسسات مالية مثل: ( SOFINOVA ) سنة 1972، و ( SOGINNOVA, BOTMOVA ) سنة 1974.

ومن أجل دعم النسيج الصناعي تم وضع تنظيم المجمعات الجهوية للمساهمة ( IRP ) سنة 1977، منها SIPAREX و PARTICIPEX .

وتعتبر فترة الثمانينات فترة الظهور الفعلي لشركات رأس المال المخاطر زامنه تأسيس أهم شركة ضمان لهذه الشركات سنة 1982 وهي شركة ( SOFARIS ) لضمان تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، حيث تعتبر كأسلوب لتأمين وضمان مؤسسات التمويل (بنوك، شركات، رأس المال الاستثماري) من خطر قرض الاستثمار.

<sup>(1)</sup> تدعى أيضا وادي السيلكون فتعود تسميتها بهذا الاسم للصحفي دون هوفلر في سنة 1971 وذلك عند ملاحظته في واد سانتا كلارا " لتمرکز مؤسسات "semi-conducteur" ، أما سيلكون فتعني بناء المركبات الالكترونية.

<sup>(\*)</sup>National Association of Securities Deals Automated Quotations.

تلاها إنشاء الصناديق الجماعية للتوظيفات الخطرة (FCPR) سنة 1983 تعمل على تشجيع التسيير الجماعي للأموال الخاصة للمنشآت الغير مدرجة بالبورصة.

وقد دعمت هذه الهياكل بتأسيس الجمعية الفرنسية للمستثمرين برأس المال المخاطر (AFIC) سنة 1984، ويتمثل دورها الأساسي في ضم مختلف الهياكل الفرنسية لرأس المال المخاطر. كما تم إصدار النظام الجبائي لشركات المساهمة والتي لها نشاطات خاصة بالاستثمار في الأموال الخاصة للشركات الغير مدرجة بالبورصة وكذا إنشاء شركات رأس المال المخاطر التي تلغي تنظيم المجمعات الجهوية للمساهمة وذلك في سنة 1985.

لكن نشاط هذه الشركات تأثر بجملة من الظروف الصعبة أدت إلى انخفاض نسبة الاستثمارات وتركيز البنوك وشركات التأمين على نشاطاتهم الأساسية، لعل أهم هذه الظروف هي انهيار البورصة ، ما أدى بهذه الشركات إلى مواجهة صعوبات عند مرحلة الخروج عبر البورصة فكانت عمليات الخروج من رأسمال المؤسسات الممولة معظمها عن طريق الخروج الصناعي (وهو أحد الطرق لانسحاب شركة رأس المال المخاطر من المؤسسة الممولة كما سنرى لاحقا).

وبقيت الاستثمارات في رأس المال المخاطر في فرنسا غير مستقرة وتشهد تذبذبا مستمرا أدت بالسلطات الفرنسية إلى اتخاذ جملة من التدابير، وفي هذا الصدد تبنت لجنة عمليات البورصة COB في ماي 2001 قانون أخلاقيات المهنة الذي أصدرته (AFIC).

ولعل إنشاء السوق الجديد (le nouveau marché) في سنة 1996 قد أعطى دفعا جديدا وعاملا مهما لهذا النشاط، وهذا من أجل استقبال المنشآت المبتكرة ذات الاستعدادات الكبيرة للنمو وبالموازاة مع ذلك أيضا أنشأ مجمع لمجموعة من الأسواق أوروبية (EASDAQ)<sup>(\*)</sup> ، وهو ما يعادل سوق (NASDAQ) الأمريكي، وفي نفس السياق تم إنشاء صناديق الصناديق سنة 2001 وصناديق الاستثمار سنة 2003 وكذا هيكل دعم ابتكار ونمو المؤسسات الصغيرة والمتوسطة سنة 2005.

(\*) L'European Association of Securities Dealers Automated Quotation.

الفقرة الثانية: تجربة بعض الدول النامية:

وسندرس على سبيل المثال تجربة بعض الدول المغاربية بدءا بعرض التجربة التونسية ثم المغربية وأخيرا التجربة الجزائرية ، حيث قام المجمع الاقتصادي الأوربي بإنشاء شركات رأسمال مخاطر بينه وبين هذه الدول الثلاثة في فترات متقاربة.

أولا: التجربة التونسية:

بادرت الحكومة التونسية سنة 1973 بإنشاء صندوق عمومي كان هدفه تقوية تدفق الأموال الخاصة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في إطار سياسة تشجيع نقل المؤسسات من المدن الكبرى نحو داخل البلاد، وقد أطلق عليه تسمية "صندوق الترقية واللامركزية الصناعية (FOPRODI)"، وقد ظهر كأول صندوق عمومي لرأس المال المخاطر ولعب دورا هاما في خلق وتطوير عدد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة التونسية<sup>(1)</sup>.

وفي بداية 1990 تم إنشاء شركة المساهمة وترقية الاستثمار ( S.P.P.I )، وهي أول شركة رأس مال استثماري في تونس أغلبية الشركاء فيها تونسيين ، معظمهم بنوك عمومية وخاصة، إلى جانب آخر الشريك الأوربي ( proparco )، وشركة رأسمال الاستثماري التابعة للوكالة الفرنسية للتطوير (L'AFD).

وقد صدر سنة 1988 أول قانون يقنن نشاط شركات الاستثمار، شركات الاستثمار ذات رأس المال الثابت و تابع المشرع التونسي تطور التنظيم الرسمي لكل أشكال التمويل للمؤسسات، حيث أصدر أيضا القانون 87-95 المؤرخ في 30 أكتوبر 1995 معدل ومتمم لأحكام النصوص القديمة<sup>(2)</sup>، وأساس هذا القانون الجديد أنه قام بإنشاء إلى جانب كل من شركات رأس المال المتغير والثابت شركات رأس المال المخاطر والتي منحها امتيازات ضريبية.

(1) Kamel Edine bouatouata , le capital investissement (capital risque) enjeux et perspectives U.S.A – Europe – Tunisie - Maroc – Algérie – grand - Alger livre édition Alger 2005,pp,81-82

(2) Idem, p 82

وعرف هذا القانون في مادته 21 هدف ومجال استثمار شركات رأس المال المخاطر حيث تساهم بأموالها في رأسمال المؤسسات: الجديدة المنشأة في مناطق التطوير الإقليمي وكذا المؤسسات التي تؤدي إلى ترقية التكنولوجيا والابتكار<sup>(1)</sup>. وفي جانفي 1999 أصبح صندوق الترقية واللامركزية الصناعية يأخذ مساهمة في رأسمال شركات رأس المال المخاطر وإضافة إلى هذا الصندوق تم إنشاء صندوقين عموميين هما: صندوق الحث على الابتكار في التكنولوجيا والإعلام ( FITI )، وصندوق دعم التطوير الفلاحي (FOSDA).

وقد صرح رئيس الجمعية التونسية لرأس المال المخاطر<sup>(2)</sup> في الاجتماع الأول للاتحاد العربي لرأس المال المخاطر في تونس التجربة التونسية في هذا المجال مشيرا إلى أن هناك 40 شركة رأس مال مخاطر تعمل في تونس ومعظم هذه الشركات تركز على مجال تكنولوجيا المعلومات وتخصص نسبة 1.5% من أرباحها للبحث والتطوير<sup>(3)</sup>. وتمثل 50% من شركات رأس المال المخاطر أفرع للبنوك حيث تخصص هذه الأخيرة 80% من رأسمالها لإنشاء هذه الشركات التي تمول المشاريع حسب القطاعات على النحو التالي: 50% للقطاع الصناعي، 32% لقطاع الخدمات، 10% للقطاع السياحي، و 8% للقطاع الفلاحي حيث تم إحصاء 428 مشروع تم تمويله من طرف هذه الشركات بمبلغ قدره 140 مليون دينار تونسي في 31 ديسمبر 2000<sup>(4)</sup>.

كما تعمل الجمعية التونسية لرأس المال المخاطر على مساندة و تدعيم هذه الشركات فهي نشطة جدا على مستوى الجمعيات الإقليمية، الأورو متوسطية، الإفريقية و العربية.

(1) Mohamed Amine Mehal, le capital investissement, logique, technique et pratique, mémoire de fin d'étude : DSEB Ecole Supérieure de Banque Alger 2006 P46.

(2) الاجتماع الأول للاتحاد العربي لرأس المال المخاطر الذي انعقد في تونس، أين تم الاتفاق على إنشاء هذا الاتحاد وقد تم الانتهاء من إجراءات تأسيسه و الموافقة على نظامه الأساسي في 13-02-2005 وقد رشحت تونس لتكون المقر الدائم له

(3) أ. روبنة عبد السميع، أ. حجازي إسماعيل تمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة عن طريق شركات رأس المال المخاطر، الملتقى الدولي، متطلبات تأهيل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في الدول العربية، جامعة حسبية بن بوعلي، الشلف، الجزائر، يومي 17-18 أبريل 2006 ص 316.

(4) Kamel Eddine Bouatouata, op cit , p 84.

ثانيا: التجربة المغربية:

تجدر الإشارة أيضا إلى التجربة المغربية فيما يتعلق بالتمويل عن طريق رأس المال المخاطر المعتمد في إطار برنامج ميديا (MEDA)، حيث يتولى بنك الاستثمار الأوروبي (BEI) المساهمة في تمويل جزء من الأموال الخاصة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة المغربية وهو ما يسمح لهذه المؤسسات باقتناء جزء من أصولها دون الاضطرار إلى تقديم ضمانات<sup>(1)</sup>، فممارسة نشاط رأس المال المخاطر كان في التسعينيات مع تأسيس شركة المساهمة وترقية الشراكة من طرف شركاء مغربيين وشريكين أوروبيين هما (PROPARCO) و(COFIDES).

لكن نشاطها الفعلي انطلق سنة 1993، وقد ظلت تنشط في السوق بصفة منفردة لفترة

طويلة إلى أن تم إنشاء شركات أخرى في نفس المجال عل غرار كل من:

صوماد، فيصل للتمويل(مجمع دار المال)، أسما للاستثمار، ابلين، كازابلانكا للتمويل،

مجمع رأس المال، PROPARCO (الوكالة الفرنسية للتطوير)، رأسمال الاستثمار<sup>(2)</sup>.

غير أن التقنين الفعلي لنشاط رأس المال المخاطر في المغرب كان سنة 2006<sup>(3)</sup> حيث

يرتكز هذا النشاط في مدلول هذا القانون بالنسبة لهيئات توظيف الأموال بالمجازفة على تمويل

المقاولات الصغرى والمتوسطة، ونميز بين نوعين من هذه الهيئات:

شركات رأس المال المخاطر و الصناديق المشتركة لتوظيف الأموال بالمجازفة ويتولى

تسيير هذه الهيئات شركات مسيرة، وهو شيء ايجابي حيث فصل المشرع بين وظيفة الاستثمار

وظيفة الإدارة والتسيير، ويشترط في الشركات المسيرة أن يقتصر هدفها على تسيير واحدة أو

أكثر من هذه الهيئات، كما تلتزم بتقديم مختلف الضمانات التي تمكنها من القيام بمهمتها بكل

فعالية، وتتكفل بإنشاء الصناديق المشتركة لتوظيف الأموال بالمجازفة وان اقتضى الحال شركات

(1) حسين رحيم، مرجع سابق، ص 396.

(2) Mohamed Zakaria Derkaoui, développement du capital investissement en tant que solution du financent du cycle de l'Enterprise cas du Maroc, 2008. E .S .C master spécialisée en management financier international, p27.

(3) القانون 41-05 المتعلق بهيئات توظيف الأموال بالمجازفة الصادر في 14 فيفري 2006، الجريدة الرسمية رقم 5404 الصادرة بتاريخ 16 مارس 2008.

رأس المال المخاطر، كما ساهمت الجمعية المغربية للمستثمرين في رأس المال من تحسين تقنيات رأس المال المخاطر.

فرغم ظهور نشاط رأس المال المخاطر في التسعينيات إلا أن تقنيته كان في سنة 2006 ومع ذلك تم إنشاء العديد من شركات رأس المال المخاطر، وقد تدخلت الدولة المغربية في هذا القطاع عن طريق صندوق الودائع و التسيير، وقد كان نشاط رأس المال الاستثماري محورا هاما في سياسته الاستثمارية، وتعتبر تجربته في هذا المجال حديثة جدا فقد قام بتقديم صندوقين يختصان في رأسمال النمو وهما: ( up line technologies et capital atlantique ) ، كما كان شريكا في أول صندوق رأسمال مخاطر يعنى بتمويل مرحلة ما قبل الإنشاء في المغرب (sindibad)، وصلت مساهمته في السوق حوالي 25%.

وفي سنة 2007 صندوق الودائع و التسيير أنشأ بالشراكة مع البنك الأوربي للاستثمار أول صندوق نصفية ( fond mezzanine )<sup>(1)</sup> ، ويرمي إلى خلق صناديق جديدة للاستثمار في قطاعات السياحة والعقار.

زيادة على نشاط صندوق الودائع و التسيير ، تتجذب المؤسسات البنكية بقوة لهذا النشاط عن طريق خلق صناديق أخرى برأسمالها الخاص في شكل رأسمال استثماري وصل عددها سنة 2008 إلى 18 صندوق ،تسير من طرف 15 مسير تختص في مختلف مراحل الاستثمار وتنشط في مختلف الصناعات.

وقد ارتفعت المبالغ المستثمرة في شكل رأس المال الاستثماري ، إلا أن أغلبية هذه الصناديق تركز على تمويل المؤسسات الموجودة أصلا و التي تحتاج إلى رؤوس أموال لتطوير نشاطها ، فتمولها هذه الصناديق عن طريق رأسمال النمو، أما فيما يخص التدخل عن طريق رأس المال المخاطر لتأسيس مشاريع جديدة يبقى مهمش من طرف المستثمرين لارتفاع نسبة المخاطرة. إن نشاط رأس المال الاستثماري لا يزال في بدايته في المغرب غير أنه شهد تقدما ملحوظا حيث تعدى متوسط الأموال المستثمرة سنة 2001 قيمة 220 مليون درهم وأكثر من 430 مليون

(1) يمثل تمويل النصفية مرحلة من مراحل رأس النمو وهو تمويل وسطي بين الأموال الخاصة و الديون بهدف استئناف المنشأة من قبل أطراف أخرى أو دخولها إلى البورصة

درهم في سنة 2006، وقد وصل المبلغ المخصص للمؤسسات المتوسطة 13 مليون درهم ، وحاز القطاع الصناعي وقطاع الخدمات أكثر من 70% من المبالغ المستثمرة.

وقد شهدت هذه الاستثمارات خسائر وصلت نسبتها 11,6% في سبع مشاريع من أصل 60 مؤسسة ممولة و 5,8% من المبلغ الإجمالي المستثمر، ولا تستفيد سوى 7% من المؤسسات الصغيرة و المتوسطة من هذا النوع من التمويل.

### ثالثا: التجربة الجزائرية:

يعتبر التمويل عن طريق شركات رأس المال المخاطر حديثة النشأة ، إذ يعود إلي بداية التسعينات، وهذا في إطار قيام الإتحاد الأوروبي بهدف توفير تسهيلات للمنشأة الأوروبية بالانطلاق على المستوى المغاربي بإنشاء المالية الجزائرية الأوروبية للمساهمة ( FINALEP ) في الجزائر ، وهي أول مؤسسة تمارس رأس المال المخاطر على غرار تونس و المغرب. لكن التقنين الفعلي لنشاط هذه الشركات كان سنة 2006، حيث وضع المشرع الجزائري بشكل واضح و صريح نظام قانوني لهذه الشركات لذلك سنحاول دراسة هذا النشاط على مرحلتين:

#### 1- مراحل نشاط شركات رأس المال المخاطر في الجزائر:

##### 1- مرحلة ما قبل قانون 06-11:

قبل تاريخ 24 جوان 2006 لم يضع المشرع الجزائري إطار قانوني خاص لممارسة مهنة رأس المال المخاطر، وذلك على عكس باقي الدول التي استعرضنا تجاربها وفي ظل هذا الفراغ القانوني، كانت شركات رأس المال المخاطر في الجزائر تأخذ منحنيين سواء مؤسسة مالية تخضع لقانون النقد و القرض 90-10 المؤرخ في 14 أفريل 1990<sup>(1)</sup> أو مؤسسة تجارية تخضع للقانون التجاري.

##### 2 - مرحلة ما بعد قانون 06-11:

لقد شهد تقنين نشاط رأس المال المخاطر في الجزائر تأخرا ملحوظا مقارنة بغيرها حيث تم وضع أول قانون لشركات رأس المال الاستثماري من خلال القانون 06-11 المؤرخ في 24 جوان

(1) المعدل والمتمم بالأمر 03-11 المتعلق بالنقد والقرض المؤرخ في 26 أوت 2003 الجريدة الرسمية رقم 52 الصادرة بتاريخ

2006 أين حدد المشرع الجزائري بصفة واضحة شروط ممارسة نشاطها وكيفيات تدخلها و إنشائها.

فجاء هذا القانون بالخطوط العريضة لنشاط هذه الشركات وتلتها نصوص تنظيمية أعطت شيئا من التفصيل في كيفيات تدخلها من خلال المرسوم التنفيذي رقم 08-56 المتعلق بشروط ممارسة نشاط شركة الرأسمال الاستثماري .

بالإضافة إلى القرار الذي حدد مقاييس الكفاءة والاحترافية لمسيرى شركة الرأسمال الاستثماري الصادر في 21 جانفي 2009.

وسيتم التطرق إلى طبيعة وشروط و كيفيات تدخل هذه الشركات بشيء من التفصيل لاحقا.

## II : متعاملي صناعة رأس المال المخاطر في الجزائر:

بالرغم من أهمية هذه التقنية في التمويل، إلا أن الاهتمام بها لا يزال ضئيلا ومحدودا، فرغم الجهود التي تحاول الدولة القيام بها مؤخرا إلا أن العملية لا زالت في بدايتها وتحتاج إلى تكاتف الجهود من مختلف الأطراف ، ويمكن إيجاز متعاملي رأس المال المخاطر على الساحة الوطنية فيما يلي:

### 1 المالية الجزائرية الأوروبية للمساهمة (FINALEP):

تم إنشاء المالية الجزائرية الأوروبية للمساهمة ( FINALEP ) في سنة 1991 من طرف شركتين هما بنكين عموميين جزائريين وهما : بنك التنمية المحلية ( BDL )، والقرض الشعبي الجزائري ( CPA )، والجانب الثاني هما مؤسستين ماليتين أوروبيتين، الوكالة الفرنسية للتطور (AFD)، والبنك الأوربي للاستثمار (BEI)<sup>(1)</sup>.

وقد أنشأت في شكل شركة مساهمة ذات رأسمال قدره 73,750 مليون دج ، 60% للجزائر (40% BDL ، 20% CPA)، و 40% للشريكين الأوروبيين. وتعمل هذه المؤسسة على ترقية الاستثمار في الجزائر على مسار الشراكة الجزائرية الأوروبية، وهي كباقي مؤسسات رأس المال

<sup>(1)</sup> Kamal eddine bouatouata , opcit , P 87.

المخاطر تشارك في عملية التأطير فهي وكيل مابين 10 % و 20 % من رأس المال الاجتماعي حسب الحجم وحاجة المؤسسة<sup>(1)</sup>.

حيث تقوم بجملة من المهام نذكر منها<sup>(2)</sup>:

- ترقية وتمويل ودعم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن طريق الشراكة في رأس المال الخاص، على عكس البنوك التي تمنح القروض أي أنها تقوم باقتصاد المساهمة في رأس المال الاجتماعي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة وهذه التمويلات تكون إما عن طريق الحساب الجاري، أو سندات قابلة للتحويل أو عن طريق قروض المساهمة، نقدا أو محررا كتابا أو مقسمة إلى جزئين نصفها بالعملة الصعبة، والنصف الآخر بالعملة المحلية.
- المساعدة في إعداد الدراسات القابلة للتنفيذ والبحث عن تمويل مسبق والتحقق من الشركاء وعرض نشاط البنوك، وبنوك المعطيات الدولية التي تقدم يد الإرشاد والمساعدة.
- التركيب القانوني والمالي وحضور إتمام الإجراءات الإدارية والقانونية والمساعدة في إتمام إجراءات الإنشاء.
- وتدعم FINALEP المشاريع التي لها انعكاسات أكيدة على الاقتصاد الوطني وتحقق النتائج المسطرة و المرجوة من طرف الدولة ، الا أنها تركز على الأنشطة التي لا تحتوي على نسبة عالية من المخاطر، كما هو الحال فيما يخص تمويل الابتكار والتكنولوجيا الحديثة.
- وقد بلغت القيمة الإجمالية لمساهماتها 193,5 مليون دج فيما يخص رأس المال المخاطر،
- 60,5 مليون دج بالنسبة لرأس المال التطوير، بالمقابل فقد حققت عائدات معتبرة سنة 2007 مكنتها من رفع قيمة أصولها الصافية إلى 2.703.020.00 دج

(1) عبد الله بلعدي، مرجع سابق، ص 121.

(2) نفس المرجع، ص 121، 122.

**2- الشركة المالية للاستثمارات، المساهمة والتوظيف (SOFINANCE):**

تأسست (SOFINANCE) بتاريخ 04 أبريل 2000، إلا أنها لم تباشر نشاطها إلا بعد حصولها على ترخيص بنك الجزائر في 9 جانفي 2001، حيث بلغ رأسمالها الاجتماعي ما يقارب 5 مليون دج.

وهي مؤسسة مالية ذات أسهم هدفها الاستثمار، المشاركة و التوظيف ويتركز الإطار التنظيمي لنشاط هذه الشركة حول هيكلين أساسيين هما:

- هيكل الإدارة العامة للمالية و المحاسبة من مهامه التنظيم العام ، تسير الوسائل العامة و الخزينة.

- هيكل الالتزامات و الهندسة المالية .

ومن أهم الوظائف و المهام الموكلة ل SOFINANCE التي تهدف إلي تدعيم و إنعاش الاقتصاد الوطني يمكن تلخيصها فيما يلي<sup>(1)</sup>:

-ترقية وتطوير المؤسسات وذلك من خلال المساهمة في رأسمالها .

-امتلاك حصص في شركات متواجدة في الجزائر أو في الخارج .

-ترقية وزيادة الاعتماد على قرض الإيجار باتجاه المشروعات الصغيرة والمتوسطة.

-الإقبال على كل أشكال الاقتراض والتسليف سواء بضمان أو بدونه وضمان كل عمليات القرض بالنسبة للغير.

-حيازة كل الديون و الأوراق التجارية و المساهمة كوسيط في المعاملات الخاصة بها وبالأسهم والسندات.

مع الإشارة إلى أن شركة SOFINANCE تركز نشاطها حول القطاع العام ومساهمتها في عمليات الخصخصة، بالإضافة إلى مساندة ودعم المؤسسات في تأهيلها وتطويرها عن طريق إرشادها ومساعدتها في إعادة هيكلتها المالية و الإستراتيجية، وذلك بموجب قرار المجلس الوطني لمساهمات الدولة المعتمدة في 20 أكتوبر 2003.

(1) برايس نورة، المشروعات الصغيرة والمتوسطة وإشكالية تمويلها، دراسة حالة مؤسسة Ferial -عنابة- مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير، تخصص مالية المؤسسة، جامعة باجي مختار عنابة، 2005-2006، ص143.

وقد حددت (SOFINANCE) نسبت مساهمتها بين 10 % و 35 % وهي نسبة ضئيلة في نظرنا، كما أنها حددت مجال نشاطها في الصناعات التمويلية للمنتجات الغذائية وتخزين المنتجات الفلاحية ومواد التغليف، وصناعة الألبسة وتحويل الخشب، واستغلال الثروات المنجمية مثل الرخام و الحجارة، وهو ما يعني الاهتمام بالصناعات التحويلية وهو نشاط ضئيل المخاطر كما هو معروف<sup>(1)</sup>.

وتعد أول مساهمات (SOFINANCE)، فيما يخص عمليات رأس المال الاستثماري بعد ثلاثة أشهر من حصولها على ترخيص بنك الجزائر حيث تدخلت في 5 عمليات رأسمال مخاطر بقيمة 291,460 مليون دج وعملية فقط رأسمال التطوير بـ 350 مليون دج، وهذا نهاية 2008. مع الإشارة إلى أنها لم توفق في هذه العملية الأخيرة، وتتم تصفيتها، أما فيما يخص عمليات رأس المال المخاطر فتم الخروج من عمليتين وبقيت 3 عمليات.

### 3- شركة الجزائر استثمار:

شركة الجزائر استثمار هي شركة مساهمة، أنشئت في سنة 2009، وهي أول شركة رأسمال استثماري في الجزائر بعد التقنين الخاص بهذه الشركات.

وقد خصص لهذه الشركة رأسمال قدره مليار دينار، يمتلكه بنك الفلاحة والتنمية المحلية (BADR)، والصندوق الوطني للتوفير والاحتياط (CNEP) على التوالي: 70% و 30%<sup>(2)</sup>.

وبعد دراسة الملف وافقت لجنة تنظيم عمليات البورصة (COSOB) على طلب الترخيص لممارسة نشاط رأس المال الاستثماري من طرف شركة الجزائر استثمار<sup>(3)</sup>.

وقد أكد المدير العام لشركة الجزائر استثمار أن حصة الشركة لا تتعدى 49% من رأسمال المؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي تمويلها، دون ضمانات ولا فوائد لأنها تعتبر شريك وليس مقرض.

(1) رحيم حسين، مرجع سابق، ص 396.

(2) يومية المجاهد: يومية إخبارية 21 مارس 2011 على الساعة 23:15.

<http://www.elmojahid.com/ar/actualité/864>.

(3) التقرير السنوي للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، فيفري 2010، ص 71.

[www.cosob.org/publications-rapport2009.ora.pdf](http://www.cosob.org/publications-rapport2009.ora.pdf)

مؤكدًا أن الشركة تقوم بتقييم المشروع قبل دخولها فيه، أما عن مدة دراسة ملف المشروع فهي مرتبطة بطبيعة الدراسة التقنية والمالية للملف المقدم.

وهذا ما ذهب إليه أيضا المفوض العام للمؤسسات المالية والبنوك، حيث اشترط بالأخذ بعين الاعتبار لجدوى المشروع أولا وديمومته ثانيا وقال أن هناك تسهيلات كبيرة من طرف الدولة بهذا الصدد، مشيرا إلى أن الجزائر لم تتجاوز 420.000 مؤسسة صغيرة ومتوسطة في حين أن الدراسات الاستشرافية تبين أن السوق الجزائرية يمكنها استيعاب 1.500.000 مؤسسة صغيرة ومتوسطة، لذلك فإن الدولة عازمة على بذل جهد حقيقي في تطوير هذه الطريقة التمويلية الجديدة للوصول إلى النتيجة المسطرة، وأضاف المدير العام لشركة الجزائر استثمار أن هناك دراسات ميدانية عن طريق بنك المعلومات الموجودة على مستوى البنوك الذي يمكنه من تزويد الشركة بالمعلومات اللازمة حول المؤسسات العاجزة، وكذا عن الوضعية الاقتصادية للسوق<sup>(1)</sup>.

بدأت شركة الجزائر استثمار نشاطها في بداية جانفي 2011، حيث يتواجد مقرها الاجتماعي في بلوزداد - الجزائر.

أما عن مجال تدخلها فهي تمس القطاعات الخاصة بنشاط الشريكين المؤسسين للشركة حيث تشمل<sup>(2)</sup>:

-البناء والأشغال العمومية.

-الصناعة الغذائية.

-مواد البناء.

-الفلاحة والصيد.

-الكيمياء والمواد البلاستيكية.

-المناجم والمحاجر.

-الماء والطاقة.

(1) مداخلة المدير العام لشركة الجزائر استثمار، والمفوض العام للمؤسسات المالية والبنوك، في حصة نقاش على الجزائرية الثالثة يوم: 2011/03/21، على الساعة 21:00.

(2) CNEP-news, revue trimestrielle de la CNEP –banque - S.P.A N° 32/3<sup>ème</sup> trimestre 2011, p8.

وفي العموم تريد الجزائر استثمار أن تصل إلى تحقيق الأهداف الآتية<sup>(1)</sup>:

- خلق نشاطات جديدة.
- تنمية وعصرنة المؤسسات
- خلق مناصب شغل.
- خلق الثروة والقيمة المضافة.
- المشاركة في النمو الاقتصادي.
- المشاركة في تقليص فاتورة الاستيراد.
- تطوير الصادرات خارج المحروقات.

#### 4 - المغاربية للاستثمار : (Maghreb invest):

المغاربية للاستثمار هي هيكل تسيير آخر صناديق المجموعة: الصندوق المغاربي للحصص الخاصة (MPEFII)<sup>(\*)</sup>، الذي أطلق رسميا في الجزائر في نوفمبر 2006 برأسمال قدره حوالي 5 مليار دج، وهي إحدى مؤسسات المجموعة (Integra Partners) الفرع المتخصص في رأس المال الاستثماري، والذي يسيّر ثمانية صناديق استثمار موجهة لشمال، وسط وغرب إفريقيا. ومن أهم مستثمري الصندوق: فرع للبنك الدولي المؤسسة المالية الدولية (SFI)، البنك الأوروبي (BEI)، الوكالة الهولندية للتنمية (FMO)، البنك الإفريقي للتنمية (BAD) مجموعة صندوق الودائع والاحتياطيات الفرنسية (CDC)، صندوق الاستثمار السويسري للأسواق النامية (SIFEM)، المؤسسة البلجيكية للاستثمار من أجل البلدان النامية (BIO) ومؤسسة الترقية والمساهمة من أجل التعاون الاقتصادي (PRORARCO) فرع مجموعة الوكالة الفرنسية للتنمية<sup>(2)</sup>.

وفيما يخص مساهمات المغاربية للاستثمار فتشمل 4 عمليات رأسمال مخاطر تفوق قيمتها 70 مليون دج نهاية 2008، وكلها ضمن محفظتها ولم تشهد أي خروج، مع الإشارة إلى أن أول

<sup>(1)</sup> Idem , p8.

<sup>(\*)</sup> Maghreb Private Equity Fund II

<sup>(2)</sup> محمد سبتي، مرجع سابق، ص177.

عملية لها في الجزائر تعود لسنة 2001 وهي العمليات التي قامت بها المجموعة (Integra Partners) التي تسبق تاريخ إطلاق الصندوق الذي ينتمي إليها وذلك في قطاع تركيب الأجهزة الكهرومنزلية ، أما الثلاث عمليات المتبقية فتشمل قطاعات: الخدمات المالية، تكنولوجيا الإعلام والاتصال والصيدلة.

### 5 - متعاملون آخرون:

بالإضافة إلى متعاملي رأس المال المخاطر اللذين تم ذكرهم يوجد متعاملون آخرون نوجزهم فيما يلي:

#### شركة نوماد: (Nomad):

وهي شركة استثمار خاصة لها مهمة تعيين ، تقدير وتنظيم الفرص الاستثمارية في شمال إفريقيا المساهمون فيها من أغنياء العائلات الأوروبية والعربية، وكذلك مختلف رجال الأعمال. الكل يتشارك في وجهة النظر في أن أسواق شمال إفريقيا ستواصل العمل على مساندة الإصلاحات العميقة، وكذلك تغيير كبير في الثقافة الاجتماعية<sup>(1)</sup>.

تساهم في تطوير ومساندة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن طريق رأس المال المخاطر، بتقديم خدمات ونصائح مالية عن طريق الدراسة العامة للمشروع الصناعي من جميع الجوانب التقنية، المالية، الاقتصادية والاجتماعية.

#### شركة آسيكوم: (Asicom):

تم إنشاؤها سنة 2004 بمساهمة رؤوس أموال عمومية جزائرية وسعودية، وقد حققت أخذ أول مساهماتها في أبريل 2009 بإعادة شراء 32% من رأسمال شركة خاصة متخصصة في الطباعة برأسمال قدره 60 مليون دج<sup>(2)</sup>.

#### صناديق الاستثمار الولائية:

في إطار قانون المالية التكميلي لسنة 2009، الدولة قررت إنشاء صناديق وطنية على مستوى كل ولاية، تمويلها الخزينة العمومية بمبلغ قدره 48 مليار دج<sup>(1)</sup>، يحوز كل صندوق مليار

<sup>(1)</sup> [www.nomadcapital.com/aboutfr.php](http://www.nomadcapital.com/aboutfr.php).

<sup>(2)</sup> Yazid Taleb, le capital risque démarre presque de zéro, le Quotidien d'Oran, mardi 22 mars 2011, Algérie.

دينار حيث حددت وزارة المالية آليات تسيير صناديق الاستثمار هذه عن طريق توقيع اتفاقية مع شركات رأس المال الاستثماري الناشطة وبعض البنوك العمومية لتوكيلها مهمة تسيير هذه الصناديق، وتحدد هذه الاتفاقية آليات استعمالها، كما تعالج مختلف جوانب عهدة التسيير، لاسيما آليات تدخلها حسبما أوضحه بيان لوزارة المالية.

وتم تقسيم صناديق الولايات بين شركات رأس المال الاستثماري والبنوك العمومية المعنية حسب قدرتها وتواجدها على التراب الوطني، بشكل يضمن تغطية ولايات البلاد ويسمح بتحقيق توازن إقليمي في مجال إنشاء المؤسسات ومناصب الشغل، وتتكفل صناديق الاستثمار بالمساهمة في رأسمال المؤسسة الصغيرة والمتوسطة، ولاسيما تلك التي يؤسسها المقاولون الشباب. ومن جهة أخرى يهدف إنشاء هذه الصناديق إلى إعطاء دفع للتنمية المحلية من خلال تكثيف المشاريع الاستثمارية التي تمت مباشرتها على المستوى المحلي والمشاركة في امتصاص البطالة من خلال إنشاء وتطوير المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، ورفع عرض التمويل باتجاه الاقتصاد الوطني من خلال تطوير منتجات مالية جديدة على غرار رأس المال المخاطر بغية الاستجابة للاحتياجات الخاصة بتمويل المؤسسات.

حيث أوضح المفوض العام لجمعية البنوك والمؤسسات المالية أن قرار تمويل هذه الصناديق يعد تكملة لدعم الدولة المباشر لخلق المؤسسات وتثبيتها من الناحية المالية وتتنوع أدوات التمويل المتاحة.

حيث تم تقسيم هذه الصناديق على النحو التالي:

• شركة (FINALEP): تتكفل بتمويل المؤسسات على مستوى 06 ولايات وهي:

تيازة، سطيف، سكيكدة، جيجل، سيدي بلعباس، البيض.

• شركة (SOFINANCE): تضم ولايات: البليدة، بجاية، باتنة، أم البواقي، وهران، تيارت.

• شركة الجزائر استثمار: التي تحصلت على حصة الأسد بمبلغ قدره 160 مليار دينار تسيير

16 ولاية بما يعادل 33,33% تعنى بـ:

(1) المادة 100 من الأمر 09-01 المتضمن قانون المالية التكميلي 2009، جريدة رسمية رقم 44، الصادرة بتاريخ 26 يوليو 2009.

عين الدفلى، الجزائر، المدية، تيبازة، سوق أهراس، عنابة، قسنطينة، خنشلة، قالمة، بسكرة، غليزان، تلمسان، عين تيموشنت، ورقلة، إليزي، تمنراست<sup>(1)</sup>.

• البنك الوطني الجزائري: BNA: يتكفل بتسيير صناديق الولايات التالية:

أدرار، بشار، البويرة، بومرداس، الطارف، ميلة، النعامة، معسكر، مستغانم، تندوف، وسيدخل في العملية مجموع 24 وكالة موزعة في هذه الولايات العشر<sup>(2)</sup>.

• بنك الجزائر الخارجي BEA: كلف بتسيير صناديق:

تيزي وزو، الجلفة، برج بوعريريج، سعيدة، تيسمسيلت، الشلف، الواد، غرداية، الأغواط، مسيلة.

زيادة على مبادرة بنك الجزائر الخارجي BEA، باختيار شريك فرنسي (Siparex) من أجل إنشاء صندوق رأس مال مخاطر ذو رأس مال يقدر بـ 5 مليار دينار<sup>(3)</sup>.

← أدفنس الجزائر أعلنت الشركة المالية الدولية التابعة للبنك العالمي و المختصة في تمويل مشاريع القطاع الخاص عن تأسيس فرع في الجزائر للبنك البريطاني " أدفنس سيكار " المختص في منح قروض مصغرة للمؤسسات التابعة للقطاع الخاص في الجزائر. وأضافت الشركة في بيان لها أن " أدفنس الجزائر " سيكون بمثابة صندوق رأس مال مخاطر لتمويل و مصاحبة المشاريع المصغرة في الجزائر، و يشرف على العملية شركة " أدفنس أس أي سيكار " بالشراكة مع صندوق مختص في تنمية التمويلات و مكتب خبرة فرنسي مختص في القروض المصغرة<sup>(4)</sup>

### المطلب الثاني:

#### تميز التمويل من خلال شركات رأس المال المخاطر عن طرق التمويل التقليدية

بعد دراسة مفهوم رأس المال المخاطر، وأهم مميزاته التمويلية، نتطرق في هذا المطلب إلي أهم أوجه الاختلاف بينه وبين أشكال التمويل التقليدي الأخرى، فقد أعتبر التمويل البنكي بمثابة الملجأ الأساسي للمشاريع الاستثمارية من أجل إشباع حاجاتها التمويلية، وذلك لفترة طويلة من الزمن ليأتي رأس المال المخاطر كبديل تمويلي ملائم يختلف عن التمويل البنكي من عدة جوانب

<sup>(1)</sup> CNEP-news, opcit, p7.

<sup>(2)</sup> <http://www.dazairess.com/aps/107226>

<sup>(3)</sup> Yazid Taleb, le Quotidien d'Oran, mardi 22 mars 2011, Algérie.

<sup>(4)</sup> [www.Echoroukonline.com/ara/economie/22568.htm/?print](http://www.Echoroukonline.com/ara/economie/22568.htm/?print).

فهما نمطين تمويليين مختلفين، لذلك سنميز بينه وبين تمويل القروض البنكية التجارية في فرع أول، وبين المقاربة الموجودة بين رأس المال المخاطر والبنوك الإسلامية في فرع ثان.

### الفرع الأول:

#### تميزه عن قروض البنوك والتجارية:

يتميز التمويل عن طريق شركات رأس المال المخاطر عن ذلك المقدم من طرف البنوك التجارية من عدة جوانب تتمثل فيما يلي:

#### الفقرة الأولى: التمويل:

يعتبر التمويل كأول معيار للمقارنة بين النمطين التمويليين من خلال تبيان:

- طبيعة التمويل: أن تمويل شركات رأس المال المخاطر عبارة عن مساهمة في رأسمال المنشأة لفترة لا تقل عن ثلاث سنوات وقد تصل إلى 10 سنوات، هي فترة طويلة نسبياً، في حين أن تمويل البنوك التجارية عبارة عن قروض قصيرة و متوسطة الأجل.

#### - العناصر التي على أساسها يتخذ قرار التمويل<sup>(1)</sup>:

بالنسبة للمخاطر برأس المال فيتخذ قراره بالتمويل على أساس :

- نوعية المديرين.
- الثنائي منتج / سوق.
- القيمة المضافة المحتملة.
- أما بالنسبة للبنكي فيتعلق الأمر ب :
- القدرة المالية للتسديد.
- وجود الضمانات الحقيقية.

#### - أهداف التمويل:

<sup>(1)</sup> Kamel eddine bouatouata , opcit , p 91-92.

يتمثل الهدف الأساسي لشركات رأس المال المخاطر في الحصول على فائض القيمة المتوقع على المدى المتوسط أو الطويل حال خروجه من المشروع.

في حين يتمثل هدف البنك على العوائد الناتجة عن دفع القرض .

### - مدة التمويل:

إن مدة تمويل البنك يتم تحديدها بصفة دقيقة وواضحة في بداية العملية الاقتراضية عن طريق تحديد أجال الأقساط التي تدفعها المنشأة دورياً وتكون على المدى القصير والمتوسط عادة. في حين أن مدة تمويل شركات رأس المال المخاطر فهي غير محددة بدقة فيتم تقديرها بصفة تقريبية في غضون بضع سنوات، فهي مرتبطة بوقت خروج الشركة من رأسمال المنشأة حسب نمو و تطور هذه الأخيرة على المدى المتوسط والطويل.

### - العائد.

عائد القرض محدد بدقة، أكيد وثابت عبارة عن معدل الفائدة الدورية الواجب دفعه من قبل المنشأة ربحاً أو منيت بالخسارة على حد سواء، أما عائد شركات رأس المال المخاطر فيتمثل في الأرباح السنوية إذا تم تقرير توزيعها إضافة إلى القيمة المضافة التي يمكن تحقيقها عن خروجها من المنشأة، هذا في حالة ما إذا نجحت المنشأة في مشروعها أما إذا خسرت فتمتد الخسارة إلى الممول لأنها شريكة في رأس المال وفي هذه الحالة فالعائد منعدم.

### - الضمانات:

إن من بين أهم الامتيازات التي تقدم إلى المنشأة في حالة حصولها على تمويل شركات رأس المال المخاطر هو إعفائها من تقديم أي ضمانات، في المقابل فالضمان الوحيد هو استعداد المشروع للنمو وتحقيق المردودية، فالمخاطر برأس المال يقوم عمله على مبدأ المغامرة. في حين أن البنك يعمل على طلب أشياء ملموسة و ذات قيمة كضمان قبل منح القرض وفي الواقع تختلف طبيعة الضمانات التي يطلبها البنك والأشكال التي يمكن أن تأخذها، وتتحدد طبيعة هذه الأشياء بما يمكن أن تقدمه المؤسسة، ويمكن على العموم تصنيف هذه الضمانات إلي

صنفين رئيسيين<sup>(1)</sup>: الضمانات الشخصية (كفالات) أو حقيقية تركز على موضوع الشيء المقدم للضمان (رهن حيازي- رهن عقاري)، بحيث تكون قيمة هذه الضمانات قادرة على تغطية قيمة القرض.

### الفقرة الثانية: المنشآت المستهدفة و تسيير المساهمة:

إن المنشآت المستهدفة من قبل البنك هي تلك التي وصلت مرحلة من النضج القادرة على تسديد أقساط القرض في الأجل المحددة، لأن المعيار الأساسي في اتخاذ قرار منح القرض، لذلك فإن الشركات الكبيرة هي الزبون الأول للبنك لتوفرها على العناصر التي على أساسها يتخذ البنك قرار التمويل.

أما شركات رأس المال المخاطر فإن اهتمامها ينصب كما رأينا سابقا على نوعين من المنشآت: الأولى: المنشآت الناشئة، والثانية المنشآت المتعثرة التي تعيش مرحلة من التدهور وتحقيق الخسائر، وفي العموم تتجه هذه الشركات إلى تمويل المنشآت ذات المضمون التكنولوجي الكبير التي لها كمونات واستعدادات معتبرة للنمو وذات مردودية كبيرة، و إن كانت لن تتحقق إلا في المديهي المتوسط و الطويل.

أيضا من بين أهم نقاط الاختلاف بين النمطين التمويليين هي عملية تسيير المساهمة ففي الوقت الذي توصف فيه مساهمة شركة رأس المال المخاطر بالنشطة (active) نظرا لعدم اكتفائها بتقديم الأموال فحسب، بل تتعداها إلى المشاركة في تسيير المنشأة لكونها شريك فعلي، بحيث تمدها بمختلف النصائح والإرشادات اللازمة لمواجهة الصعوبات التي قد تواجهها، وهذا يفسر حرصها على نجاح المنشأة لتحقيق القيمة المضافة المتضررة من المشروع.

في المقابل نجد أن مساهمة البنكي تكون خاملة (passive)، لأنه يكتفي بتقديم التمويل فقط دون تدخله في الأمور الداخلية للمنشأة الممولة، لأن البنك حتى في حالة فشل المشروع أو عدم قدرته على التسديد فإن له إمكانية استرجاع أمواله بالتنفيذ على الضمانات المقدمة له مقابل القرض.

(1) الطاهر لطوشي، تقنيات البنوك ، دراسة طرق استخدام النقود من طرف البنوك مع الإشارة إلى التجربة الجزائرية، ديوان المطبوعات الجامعية ، بن عكنون ، الجزائر ، الطبعة السادسة ، 2007، ص 163.

**الفقرة الثالثة: أساس الدراسة السابقة للتمويل و حجم عنصر المخاطرة:**

تعتبر الدراسة المالية للمؤسسة من أهم الأوجه التي تركز عليها البنوك عندما تقدم على منح القروض لهذه المؤسسات، ويعود السبب في ذلك أن الوضع المالي يعتبر محصلة لنشاط المؤسسة، إن كان جيداً فهو يعبر عن سلامة المؤسسة وإن كان سيئاً فهذا يعني أن هناك مشكل في مستوى ما، فالوضع المالية الجيدة تعطي للبنك الثقة في المؤسسة وتشجعه على الإقدام على منح القرض<sup>(1)</sup>.

أما شركات رأس المال المخاطر فهي عكس البنكي الذي يعتمد على ماضي المؤسسة الممولة، أين تعتمد على الصيغة المستقبلية للمنشأة المستهدفة بالتمويل، وذلك بدراسة خطة العمل التي تقدمها مع اهتماماتها بالعامل البشري ودوره في تسيير المنشأة، بل ويتعدى ذلك إلى مساعدة المنشأة في وضع خطة العمل.

وتخضع المساهمات المحققة بواسطة رأس المال المخاطر لمستوى مخاطرة أعلى من تلك التي تهدد القروض البنكية.

فالأولى تواجه عبر نتائج المشروعات التي تتعهد بها نوعين من المخاطر<sup>(2)</sup>:

**الأول:** حدوث ما من شأنه أن يؤثر جوهرياً على حياة المشروع الأصلي، ومن ثم يفقد المخاطر مساهمته الموضوعية في المشروع.

**الثاني:** - أقل حدة- حدوث ما من شأنه أن يؤثر جوهرياً على نتائج المشروع التي توقعها المخاطر سلفاً، إذ يفقده ذلك الهدف الأصلي المتمثل في فائض القيمة، مع انخفاض جوهري في النتائج، لا ينتظر ربح رأسمالي قوي ينتج عن تحويل الحصص، وفي ضوء ذلك فإننا نرى بأن المقصود بالمخاطر:

من وجهة نظر شركات رأس المال المخاطر -"حدث غير عادي قد يطرأ في المستقبل قد يتعارض بطريقة ملحوظة مع خلود المشروع أو مع التطور الإيجابي لنتائجه".  
أما البنوك التجارية فإنها تواجه مخاطر أقل حدة، كخطر عدم القدرة على التسديد.

(1) الطاهر لطرش، المرجع السابق، ص145.

(2) عبد الباسط وفاء، مرجع سابق، ص75.

الفرع الثاني:شركات رأس المال المخاطر والبنوك الإسلامية:

إن كلا النظامين التمويلين يقومان على نفس المبدأ، وهو "مبدأ المشاركة"، إلا أن مفهوم هذا الأخير يختلف من نظام لآخر، فبالإضافة إلى المشاركة تعتمد البنوك الإسلامية صيغا أخرى تتميز بطابع التنوع و الشمول بما يغطي سائر جوانب احتياجات الأفراد و الجماعات و المؤسسات فتشمل هذه الصيغ: بيع المرابحة، السلم، الاستصناع و المزارعة وغيرها ، و سنحاول في هذا الفرع التطرق إلى مفهوم المشاركة لدى البنوك الإسلامية، و أهم الفوارق بينها و بين مشاركة المخاطر برأس المال في المنشأة وأخيرا معرفة الكفاءة الاقتصادية لنظام المشاركة.

الفقرة الأولى: نظام المشاركة لدى البنوك الإسلامية:

إن نظام المشاركة نظام للتمويل يلغي تماما سعر الفائدة على القروض الممنوحة فهو يبعد تماما أن يدخل رأس المال النقدي العملية الإنتاجية على أساس الأجر الثابت، والأجر الثابت هنا هو الفائدة ، بمعنى أن نظام المشاركة يقدم تمويلا دون تقاضي فائدة ثابتة كما هو الحال في التمويل التقليدي (اقتصاد الاستدانة)، حيث تتم المشاركة في الناتج المتوقع ربحا أو خسارة في ضوء قواعد وأسس توزيعية متفق عليها<sup>(1)</sup>، فالبنك هنا يعتبر شريكا للمتعامل معه حيث تربطه معه علاقة شراكة وليس علاقة دائنية.

ويعرف أحد الباحثين المشاركة بشكل عام أنها: "ما وقع فيه الاشتراك وفق مقاصد الشرع الإسلامي، يشتركان فيه بأموالهما أو أعمالهما أو بالمال من أحد الطرفين، والعمل من الآخر، وما ربحاه أو حصلاه من الثمر أو الزرع فبينهما على ما شرطاه، وما غرماه (أي الخسارة) فبحسب رأس المال إن كان من الجانبين أو بالمال من جانب والعمل من جانب آخر<sup>(2)</sup>."

ويعتبر هذا الأسلوب أفضل الوسائل المقترحة من البنوك الإسلامية، حيث يلعب دورا هاما في تمويل عجز المشروعات الصغيرة والمتوسطة في تمويل مشاريعها لضالة حجم مواردها وضخامة

(1) عبد الله بلعدي، مرجع سابق، ص: 302.

(2) أ. د. خالد أمين عبد الله، د. حسين سعيد سعيقان، العمليات المصرفية الإسلامية الطرق المحاسبية الحديثة، دار وائل للنشر، الأردن، الطبعة الأولى، 2008، ص172.

المبالغ المطلوبة لتنفيذ هذه المشاريع، ليأتي دور البنك في مشاركة العميل بنسبة في رأس المال، و أهم ما يميز نظام المشاركة هو تحقيق العدل الاجتماعي و حسن التوزيع و التوازن الحكيم بين قوة رأس المال وجهد الانسان.

ويتم التمويل بأسلوب المشاركة بصيغتين أساسيتين وذلك بحسب الهدف من التمويل<sup>(1)</sup>:

### أولاً: صيغة المشاركة الدائمة/ النهائية:

من خلال هذا الأسلوب يشارك البنك في تمويل مشروع جديد وذلك إما بشراء أو اكتساب سندات أو حصص اجتماعية، أو يشارك في تمويل مشروع استثماري قائم، وذلك بصفة دائمة حيث يصبح البنك شريكا ممتلكا لحصة في رأس مال ذلك المشروع بشكل دائم ومستحقا لنصيبه من الأرباح بشكل دوري بما يوافق نسبة مشاركته في التمويل الإجمالي ويعتبر هذا الاستخدام للبنك طويل أو متوسط المدى لموارده الدائمة.

وعليه فإن كل طرف من الأطراف المشاركة تبقى حصته ثابتة في المشروع إلى حين انتهاء المشروع أو المدة المتفق عليها، حيث لا يمكن لسبب أو لآخر أن يبيع أحد المشاركين حصته في رأس المال للخروج من المشروع، كما أن البنك الممول للمشروع كثيرا ما يترك مسؤولية إدارة المشروع للعميل الشريك مع الاحتفاظ بحق الرقابة والمتابعة.

يبدو أن البنوك الإسلامية باستخدامها لأسلوب التمويل بالمشاركة الدائمة توفر السيولة الكافية للمشروعات على المدى الطويل فضلا على أن البنك يمثل طرفا فعالا في المشروع، كما أنه يراقب الأداء ويشارك في نتائج النشاط من ربح أو خسارة دون أن يتحمل كاهل المشروع بديون التزامات مالية يكون مجبرا على تسديدها.

### ثانياً: صيغة المشاركة المنتهية بالتملك:

ضمن هذه الصيغة يشارك البنك في تمويل مشروع ذو مردودية، حيث يتمتع بكامل الحقوق وعليه جميع التزامات الشريك العادي غير أن التعاقد مع المشروعات وتمويلها بهذه الصيغة لا يتضمن الاستمرار في المشاركة إلى حين انتهاء المشروع، فالبنك يتيح الحق لشريكه بأن يحل

(1) نورة برايس، محمد الصالح فروم، المرجع السابق، ص429-430.

محله في ملكية المشروع، ويوافق على التنازل عن حصته في المشاركة دفعة واحدة، أو على عدة دفعات وذلك بحسب الشروط المتفق عليها، وهكذا تنتهي عملية التمويل بأسلوب المشاركة المنتهية بالتملك، حيث يسترجع البنك الممول للمشروع رأس ماله، ويتلقى الأرباح العائدة له، وينسحب من المشروع أين يمكن للممول بالمشاركة دفع حصة من أرباحه لتسديد أصل التمويل الذي شارك به البنك.

وتعتبر هذه الصيغة أكثر الأساليب المعتمدة، فبالنسبة للبنك تحقق له أرباح دورية على مدار السنة، أما بالنسبة للشريك فيشجعه على الاستثمار ويدعم طموحاته في الانفراد بامتلاك المشروع على المدى المتوسط وذلك بانسحاب البنك تدريجياً.

### الفقرة الثانية: المقارنة بين مبدأ المشاركة في النظامين:

توجد رابطة ثنائية قوية بين التمويل في ظل رأس المال المخاطر والتمويل في ظل نظام المشاركة لدى البنوك الإسلامية، لكن رغم وجود هذه العلاقة الوطيدة بين النظامين إلا أنهما يختلفان من عدة جوانب، وعليه سنبين أوجه التشابه والاختلاف فيما يلي:

#### أولاً: أوجه التشابه:

- كلاهما يقبلان تحمل المخاطرة أملاً في التعويض المستقبلي لهذا الاستثمار بفائض قيمة ذو معدل مرتفع.
- كلا النظامين لا يكتفي بتقديم الأموال، وإنما يعملان على تقديم مختلف النصائح والإرشادات للمشروع الممول.
- كلاهما بديل تمويلي عن اقتصاد الاستدانة حيث يقومان على مبدأ المساهمة في رأس المال، عكس التمويل التقليدي الذي يعتمد على القرض في التمويل.
- لا يشترطان تقديم ضمانات، مع عدم إرهاب المشروعات التي يدعمانها لفترة طويلة نسبياً بالفوائد، بالإضافة إلى توفير السيولة الكافية لها.
- لا يرتبط قرار الاستثمار بتقلبات سعر الفائدة، بل يرتبط بارتياح مجالات ربح المشروع الذي يوزع حسب اتفاق الطرفين.

- الحصول على العائد المناسب الذي يتكافأ مع المساهمة الفعلية التي أداها في العملية الإنتاجية في كلا النظامين.

- يشترك الطرفان في الربح والخسارة.

**ثانياً: أوجه الاختلاف: الجدول رقم 01:** مقارنة بين شركات رأس المال المخاطر و البنوك الإسلامية

البنوك الإسلامية	شركات رأس المال المخاطر	الممول أوجه الاختلاف
يمكن أن تكون المشاركة بتقديم المال من طرف والعمل من طرف آخر حيث يمكن أن يتكفل البنك بالجانب المالي والمشروع بالخبرة والعمل كما يمكن أن يلعب البنك دور المضارب بأموال المستثمرين، أي تقديم الأموال من قبل المستثمرين للبنك أين يتكفل باستثمارها والمضاربة بها (وهي حالة المضاربة التي تعد نوع من أنواع المشاركة).	لا تكون المشاركة إلا بتقديم المال من الطرفين	طبيعة المشاركة
لم يتم وضع حد أقصى لهذه النسبة، بل حسب اتفاق الطرفين.	لا يجب أن تتعدى 49% من رأسمال المنشأة	نسبة المشاركة في رأس المال
قد تكون مؤقتة، وقد تكون دائمة حتى نهاية المشروع أو المدة المتفق عليها أي بانتهاء المشروع.	لفترة مؤقتة ( الاستثمار المتوسط الأجل أو الطويل الأجل الذي يستمر لعدة سنوات)	مدة المشاركة
الناشئة والمتعثرة، وحتى الشركات	الناشئة والمتعثرة	المنشآت المستهدفة

الضخمة التي تبحث عن مصادر تمويل دون فوائد.		
لا يمكنها إتباع إلا طريقة واحدة وهي التنازل عن حصتها للمشرع الممول دفعة واحدة أو على عدة دفعات وذلك بحسب الشروط المتفق عليها باسترجاع رأس المال والأرباح العائدة له وهذا في حالة المشاركة المنتهية بالتملك.	للمخاطر برأس المال عدة طرق كما سنرى لاحقاً.	طريقة الخروج

**المصدر:** من إعداد الطالبة بالاعتماد على عدة مراجع.

### الفقرة الثالثة: الكفاءة الاقتصادية المتوقعة لنظام المشاركة:

إن أعمال نظام المشاركة في الميدان التطبيقي كبديل للصيغ الربوية التقليدية يرفع من الكفاءة الاستخدامية للأصول المالية ، و يلبي الاحتياجات التمويلية باستمرار بأقل التكاليف.

### أولاً: ربط التنمية الاقتصادية بالتنمية الاجتماعية:

إن أهم ما يميز نظام المشاركة عن النظم الاقتصادية الأخرى، هو جعل المجتمع يستفيد من موارده المالية بكل عدالة، و يتحمل جميع المجتمع تكلفة استخدامها، فهو يقوم بتعبئة مدخرات الأفراد و استثمارها في مختلف أوجه النشاط الاقتصادي خدمة لمصالح المجتمع ، ومن هنا يكون ارتباط التنمية الاقتصادية بالتنمية الاجتماعية<sup>(1)</sup> ، و يكون ذلك من خلال منح فرصة للمشروعات الصغيرة في تجسيد أفكارها و تمويلها من أجل تحقيق أهدافها و من ثم استثمار قدراتها و استغلالها في تحقيق التنمية الاقتصادية ما يؤدي بالضرورة إلى تحقيق التنمية الاجتماعية.

فإلى جانب الحد من الضغوط التضخمية في ظل نظام المشاركة ، هناك تنشيط للمشروعات الاستثمارية و توجيهها نحو أولويات الاقتصاد الوطني في حالات أزمات الركود ، فالمؤسسات

(1) عبد الله بلعدي ، مرجع سابق ، ص220

التمويلية في ظل هذا النظام يمكنها زرع الثقة و التأثير في ميدان الأعمال و ذلك باعتبار هذه الأخيرة شريكة لطالبي التمويل و مستخدمى الائتمان في عملية الإنتاج و ليست مقرضا لهذه المشروعات ينتظر فقط عائدا ثابت<sup>(1)</sup>.

### ثانيا: زوال الآثار السلبية لنظام الفائدة:

إن تقنية التمويل عن طريق نظام المشاركة يسمح بإلغاء التكلفة التي يتحملها طالبي القرض في إطار أساليب التمويل التقليدي، و بالتالي تنقص أعباء الفوائد الناجمة عن القروض التي قد تؤدي بالمؤسسة إلى العجز عن التسديد أو ما يسمى بالديون المتعثرة ، فنظام المشاركة يعمل على مبدأ تحمل الخسائر و الأرباح على حد سواء.

### المطلب الثالث:

#### تعريف شركات رأس المال المخاطر

إن حداثة شركات رأس المال المخاطر جعلها غير معروفة بشكل واضح وكاف في الاقتصاديات العالمية، حيث تختلف التعريفات وتتعدد التسميات من دولة إلى أخرى بل ومن كاتب لآخر ، بالإضافة إلى كون هذا النشاط لم يعرف و يدرس كباقي التخصصات وطرق التمويل الأخرى وهذا ما جعل مفهومه يشوبه نوعا من الغموض. و الملاحظ أنه لا يوجد تعريف موحد لهذا النمط التمويلي ، رغم تشابه التسميات وتطابقها في بعض الأحيان فإن الاختلاف يقع حول مراحل ومجالات التدخل . ويقسم هذا المطلب إلى فرعين :

الفرع الأول: التمييز بين رأس المال المخاطر ورأس المال الاستثماري.

الفرع الثاني: خصائص شركات رأس المال المخاطر.

#### الفرع الأول:

التمييز بين رأس المال المخاطر ورأس المال الاستثماري.

كثيرا ما يقع الالتباس حول مجال تدخل شركات رأس المال المخاطر في تمويل المشاريع الناشئة حيث يختلف هذا المجال من دولة إلى أخرى، فهناك من يعتبر أن رأس المال المخاطر يمول

(1) نفس المرجع، ص221

المؤسسة في أية مرحلة كانت عليها سواء عند التأسيس أو في أية مرحلة من النشاط ، تواجه فيها مشاكل تمويلية مما يصعب عليها الاستمرار ، وهناك من يعتبر شركات رأس المال المخاطر تقتصر على تمويل المراحل الأولى لإنشاء المؤسسة أما المراحل الأخرى فتدخل ضمن رأس المال الاستثماري الذي يشمل أيضا رأس المال المخاطر .وعليه لا بد من التمييز بين النمطين لذلك سنتطرق لضبط مفهوم رأس المال الاستثماري كونه لأشمل ثم رأس المال المخاطر على التوالي.

### الفقرة الأولى: رأس المال الاستثماري:

#### أولاً: تعريف رأس المال الاستثماري:

لقد تباينت وجهات النظر حول إعطاء مفهوم رأس المال الاستثماري وفيما يلي سيتم إبراز

أهم هذه التعريفات:

- فحسب Mondher Cherif: رأس المال الاستثماري هو القيام بالمشاركة بأموال خاصة من طرف مستثمرين معينين في مؤسسات غير مدرجة بالبورصة مهما كان مستوى تطورها، حيث يندرج رأس المال المخاطر ضمن رأس المال الاستثماري. إن صناعة رأس المال الاستثماري تستجيب لاحتياجات المؤسسات في مختلف مراحل تواجدها: الانطلاق - التأسيس - التطوير - تحويل الملكية<sup>(1)</sup>.

- ويعرفه Cyril Dermaria: بأنه استثمار يتم بالأموال الخاصة وشبه الخاصة لفترة زمنية

قصوى محددة متضمن لأخطار خاصة يأمل في الحصول على مردودية مرتفعة وهو محقق

لحساب مستثمرين مؤهلين وحسب Arnd Plagge الحصص الخاصة تضم كل أشكال رأس المال

المخاطر إضافة إلى كل التمويلات الإضافية بالأموال الخاصة المقدمة من طرف الغير لتمويل

المراحل المتأخرة ويتوقع منها البقاء بمنشأة لا تتداول أوراقها من طرف العامة لوقت محدد<sup>(2)</sup>.

- فيما عرفته الجمعية الفرنسية للمستثمرين برأس المال (AFIC)<sup>(\*)</sup> بأنه أخذ مساهمات ذات

أكثرية أو أقلية في رأس مال المؤسسات الصغيرة والمتوسطة غير المدرجة في البورصة، فتسمح

<sup>(1)</sup> Mondher Cherif, opcit, P47.

<sup>(2)</sup> محمد سبتي، مرجع سابق، ص 20

<sup>(\*)</sup> Association française des investissements en capital.

بذلك بتمويل مرحلة الانطلاق، النمو، وتحويل الملكية وفي مرات أخرى تقويمها وبقائها بمعنى أن رأس المال الاستثماري يمول المراحل التالية من حياة المشروع وهي:

● رأس المال المخاطر : le capital risque

● رأس مال النمو : le capital développement

● رأس مال التحويل : le capital transmission

● رأس مال التصحيح : le capital retournement

- أما فيما يخص المشرع الجزائري فقد عرف رأس المال الاستثماري على النحو التالي: "

تهدف شركة الرأس المال الاستثماري إلى المشاركة في رأسمال الشركة وفي كل عملية تتمثل في تقديم حصص من أموال خاصة وشبه خاصة لمؤسسات في طور التأسيس أو النمو أو التحويل أو الخصخصة"<sup>(1)</sup>.

حيث يمارس نشاط الرأسمال الاستثماري من قبل الشركة لحسابها الخاص أو لحساب الغير، وحسب مرحلة نمو المؤسسة موضوع التمويل<sup>(2)</sup>.

و بذلك فإن التعريف الذي تبناه المشرع الجزائري لا يختلف عن ذلك الذي أخذت به الجمعية الوطنية للمستثمرين برأس المال الفرنسية (AFIC).

وهذا ما أكدته المادة 4 من القانون 06-11 المتعلق بشركات رأس المال الاستثماري حيث

تنص على أن كفيات تدخل شركة الرأسمال الاستثماري تتمثل فيما يلي:

رأسمال المخاطرة الذي يشمل:

● رأس مال الجدوى أو رأسمال الانطلاقة قبل إنشاء المؤسسة.

● رأسمال التأسيس في مرحلة إنشاء المؤسسة.

رأسمال النمو: تنمية طاقات المؤسسة بعد إنشائها.

رأسمال التحويل: استرجاع مؤسسة من قبل مشتر داخلي أو خارجي.

(1) المادة 2 من القانون 06-11 المؤرخ في 24 يونيو 2006 المتعلق بشركات رأس المال الاستثماري، الجريدة الرسمية رقم 42

الصادرة في يوم 25 جوان 2006، ص4.

(2) المادة 3 من نفس القانون 06-11.

-استرجاع مساهمات أو حصص يحوزها صاحب رأسمال استثماري آخر .

### ثانيا: مراحل تمويل المنشأة عن طريق رأس المال الاستثماري:

إن تدخل رأس المال الاستثماري يكون على مختلف أطوار نمو المنشأة ويمكن تبيان ذلك

على النحو التالي: فهناك من يقدر بأن لرأس المال الاستثماري ثلاث مراحل هي: رأس المال المخاطر - رأس مال النمو - رأس مال الاستئناف، لكننا نتبنى التقسيم الذي يتضمن المراحل الأربعة حسب كل من AFIC والمشرع الجزائري كما يلي:

#### I. رأس المال المخاطر:

ويختص بتمويل المرحلة المبكرة من حياة المنشأة، حيث يهدف إلى تمويل المشروعات الجديدة ذات التقنيات المبتكرة قبل البدء أو الانطلاق الحقيقي للنشاط وهو ما يعرف برأس مال ما قبل الإنشاء أو قرب الانطلاق وكذا يساهم في تطوير المنتج إلى طرحه الإنتاجي والتجاري، وهو رأس مال الإنشاء بالإضافة إلى تدخله في المرحلة التي تلي الانطلاق (وسيتم التطرق إلى هذه المراحل الثلاثة لرأس المال المخاطر لاحقا بشيء من التفصيل).

#### II. رأس مال النمو:

في هذه المرحلة تكون المؤسسة قد وصلت إلى عتبة المردودية، وتصبح رؤوس الأموال تستعمل من أجل تمويل زيادة قدرة المؤسسات على الإنتاج أو مشتريات طارئة... الخ، فأصحاب رأس المال الاستثماري بصفة عامة يساهمون في زيادة رأس المال ويساعد على تقوية رسملة الأموال الخاصة للمؤسسات<sup>(1)</sup>.

ويمكن تقسيم هذه المرحلة إلى ثلاث مراحل أيضا:

#### ●مرحلة النمو الثانية:

في هذه المرحلة تكون المنشأة بحاجة إلى رؤوس أموال من أجل زيادة حجم المبيعات، وتوسيع النشاط بالبحث عن أسواق جديدة.

<sup>(1)</sup> Mondher Cherif, opcit, P48

### ● مرحلة التوسع:

في هذه المرحلة أيضا تكون مصادر التمويل التقليدية استجابتها ضعيفة ويعجز المشروع دائما على التمويل الذاتي، ويتصف بالمحدودية، فيلعب رأسمال التوسع على توسيع القدرات الإنتاجية ونطاق النشاط التجاري.

### ● تمويل النصفية: (Financement Mazzanine):

أو ما يعرف أيضا بتمويل الانتظار ( le financement d'attente )، أو تمويل الجسر، وهو تمويل وسطي بين الأموال الخاصة والديون، بهدف استئناف المنشأة من قبل أطراف أخرى أو دخولها إلى البورصة، الأمر الذي لا يعتبر تحقيقه ممكن باستخدام الإمكانيات المالية للمسيرين والمستأنفين لوحدها بل يتطلب الاستعانة بمصادر تمويلية أخرى<sup>(1)</sup>، وهذا النوع من التمويل أضافته (AFIC) على عكس (NVCA)<sup>(\*)</sup> الجمعية الوطنية للمستثمرين برأس المال المخاطر الأمريكية التي لم تأخذ به.

### III- رأسمال التحويل (رأسمال الاستئناف):

ويصاحب هذا النوع من التمويل عملية تغيير الأغلبية المالكة لرأسمال المشروع (شراء المشروع بواسطة الأجراء، أو بواسطة وارث واحد أو فريق جديد من الملاك كالشراء بواسطة مشروع آخر...)، أو تحويل مشروع قائم فعلا إلى شركة قابضة مالية ترمي إلى شراء عدة مشروعات قائمة<sup>(2)</sup>.

ففي هذه المرحلة تتولى شركات رأس المال الاستثماري عملية تحويل السلطة الصناعية والمالية للمشروع لملاك جدد.

كما يلعب رأسمال التحويل دورا هاما في عملية خصخصة مؤسسات القطاع العام وتستخدم

في هذه العملية عدة تقنيات تمويلية أهمها: تقنية الاستئناف باستخدام الرفع المالي LBO (LEVERAGE BY OUT) حيث يمكن تعريف هذه التقنية كما يلي: "إعادة شراء منشأة مستهدفة

(1) محمد السبتي، مرجع سابق، ص26.

(\*)National Venture Capital Association

(2) عبد الباسط وفاء، مرجع سابق، ص92.

بواسطة شركة قابضة تتلقى مساهمات مالية وتحصل على قرض لتمويل الحياة يسدد القرض باستخدام التدفقات النقدية (حصص الأرباح خاصة) التي تقدمها المنشأة المشتراة للشركة القابضة<sup>(1)</sup>.

إذ يمكن تلخيص هذه العملية في حياة رأسمال المنشأة الناضجة التي تحقق إيرادات من طرف الفريق المسير أو فريق آخر خارجي أو من طرف المستثمرين أو إنشاء شركة قابضة تهتم بذلك باعتمادها على أموال خاصة وتحصيل قروض بنكية، تسدها بتلقي الأرباح من المنشأة المشتراة.

### الفقرة الثانية: رأس المال المخاطر:

#### أولاً - تعريف رأس المال المخاطر:

لقد تعددت تعاريف رأس المال المخاطر، فمنهم من أخذ بالمفهوم الواسع، ومنهم من أخذ بالمفهوم الضيق.

ففي الولايات المتحدة الأمريكية التمويل برأس المال المخاطر يراعي كل مراحل تطور المؤسسة، فالمستثمرون برأس المال المخاطر يصاحبون المؤسسة في مختلف أطوار نموها إلى غاية دخولها البورصة.

فحسب Pratt رأس المال المخاطر يمول اليوم كل المراحل الممكنة لنمو المؤسسة وهي:

تمويل الانطلاق - تمويل الإنشاء - تمويل تحويل الملكية و إعادة شراء المؤسسة<sup>(2)</sup>.

ومن هذا التعريف نجد أن الولايات المتحدة الأمريكية قد تبنت مفهوم رأس المال الاستثماري. ولو أخذنا تطور المفهوم في فرنسا على سبيل المثال فإن تعريف رأس المال المخاطر الذي ورد في القانون 83-01 المؤرخ في 03 جانفي 1983 المتعلق بالصناديق الجماعية للتوظيفات الخطرة (les fonds communs de placements à risque)،

ثم في قانون 695-85 المؤرخ في 11 جويلية 1985 المتعلق بشركات رأس المال المخاطر (sociétés de capital risque)، وصفه بـ *bessis* بأنه عام ويترك للمتعاملين مجالاً

(1) محمد سبتي، مرجع سابق، ص 26-27.

(2) Constantin Zopounidis, la gestion du capital risque, édition économique paris 1990, p 12.

للمناورة ، وهذا يترجم غموض الحدود بين رأس المال المخاطر والنشاطات الأخرى المرتبطة به ، حيث أن هذا التعريف يضم ضمن مهنة رأس المال المخاطر كل عمليات التمويل بالأموال الخاصة في المنشأة الغير مسعرة بالبورصة أي أنه تمويل يتعلق بكل مراحل النمو ما يقابل مفهوم رأس المال الاستثماري<sup>(1)</sup>.

أي أن رأس المال المخاطر يكون إسهامه في جميع مراحل تطور المؤسسة<sup>(2)</sup>.

إلا أن هذه التسمية تطورت فيما بعد وأصبح رأس المال المخاطر يقتصر مفهومه للدلالة على تمويل المنشآت في المراحل المبكرة فقط، وما يؤكد هذا الاتجاه أن الجمعية الفرنسية للمستثمرين برأس المال كانت تسمى الجمعية الفرنسية برأس المال المخاطر ثم حذفت كلمة المخاطر وهذا كتأكيد لهذا التغيير.

وإن كانت فرنسا قد حصرت رأس المال المخاطر في تمويل المراحل المبكرة للمنشأة واستبدلت التسمية برأس المال الاستثماري للدلالة على التدخل في جميع أطوار نمو المؤسسة، حيث عرفه المشرع الفرنسي من خلال القانون الصادر سنة 1983 على النحو التالي : " رأس المال المخاطر ( رأس المال الاستثماري ) هو استثمار بالأموال الخاصة وشبه الخاصة في الشركات الغير مدرجة في البورصة ، يتضمن عمليات خلق وتحويل المؤسسات"<sup>(3)</sup>.

فإن الكثير من الدول ككندا، بلجيكا، مصر، تونس، ما تزال تتبنى المفهوم الأول.

أما فيما يخص المشرع الجزائري فقد فصل في الأمر من خلال القانون رقم 06-11 المؤرخ في 24 يونيو 2006 في مادته الرابعة أين اعتبر رأس المال المخاطر يندرج ضمن المراحل الأولى لتدخل رأس المال الاستثماري.

(1) محمد سبتي، مرجع سابق 39.

(2) Mondher Cherif, opcit, p45.

(3) Kamal Eddine Bouatouata, opcit , p 34.

إذا هو عبارة عن أسلوب أو تقنية لتمويل المشاريع الاستثمارية بواسطة شركات تدعى شركات رأس المال المخاطر، وهذه التقنية لا تقوم على تقديم النقد فحسب كما هو الحال في التمويل المصرفي بل تقوم على أساس المشاركة بتمويل المشروع من دون ضمان العائد ولا مبلغه، وبذلك فهو يخاطر بأمواله ولهذا نرى بأنها تساعد أكثر المؤسسات الصغيرة و المتوسطة الجديدة أو التوسعية التي تواجه صعوبات في هذا المجال حيث أن النظام المصرفي يرفض منحها القروض لعدم توفر الضمانات (1).

وحسب الجمعية الأوروبية (EVCA)، هو كل رأس مال يوظف بواسطة وسيط مالي متخصص في مشروعات خاصة ذات مخاطر مرتفعة تتميز باحتمال نمو قوي لكنها لا تتضمن في الحال يقينا بالحصول على دخل أو التأكد من استرداد رأس المال في التاريخ المحدد ( وذلك هو مصدر الخطر) أملا في الحصول على فائض قيمته مرتفع في المستقبل البعيد نسبيا حال بيع حصة هذه المؤسسات (2).

وعرفته الجمعية الفرنسية للاستثمار برأس المال (AFIC) على أنه: "استثمار محقق من طرف مستثمرين برأس المال بواسطة الأموال الخاصة و شبه الخاصة في منشآت شابة في طور الإنشاء تتضمن محتوى تكنولوجي كبير" (3).

ومنه يمكن استنتاج أن شركات رأس المال المخاطر تتخذ حصصا أو مساهمة في رأس مال المؤسسات الغير مدرجة في البورصة و التي أنشأت حديثاً وتتمو بسرعة في المجالات التي هي بحاجة إلى رؤوس الأموال لضمان تنميتها (4).

(1) بريش السعيد، رأس المال المخاطر بديل مستحدث لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، دراسة حالة (SOFINANCE)، مجلة الباحث، العدد الخامس، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، 2007، ص7.

(2) نفس المرجع، ص8.

(3) <http://WWW.AFIC.ASSO.FR/website/site/fra-rubriques.le> capitale investissement-glossaire.html

(4) ضياف عليّة، رأس المال المخاطر كبديل مستحدث لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، دراسة حالة الجزائر مذكرة تخرج مقدمة لنيل شهادة الماجستير، جامعة باجي مختار عنابة -2009، ص81.

**ثانياً: المراحل التمويلية لرأس المال المخاطر:**

**1. التمويل البذري:** في هذه المرحلة المؤسسة لم تخلق بعد، يكون لصاحب هذه المؤسسة فكرة ليس لها شكل تقني أو تجاري واضح، وهنا يتدخل المستثمر برأس المال المخاطر لتمويل صاحب المؤسسة<sup>(1)</sup> ومساعدته في تجسيد فكرته سواء كان منتج أو خدمة جديدة حيث يغطي مختلف مصاريف هذه المرحلة كتصميم المنتج، إعداد نموذج أولي له، استصدار براءة الاختراع ... الخ. فهدف هذا التمويل محاولة إثبات قابلية نجاح فكرة المشروع تكنولوجيا وسوقيا، وتعد المرحلة الأكثر خطورة لهذا لا تحظى هذه المرحلة بإقبال كبير من طرف أصحاب رأس المال، ما يستوجب عادة تدخل السلطات العمومية لتوفير التمويلات اللازمة لذلك.

**II- تمويل الانطلاق (الإنشاء): le financement de création (start-up)**

في هذه المرحلة المتدخل برأس المال المخاطر يكون له أكثر أهمية حيث يضع أول خطوة له في المؤسسة، فتنتهي مرحلة تصميم المنتج أو الخدمة، وكذا بداية تحقيق خطة العمل التي تم تحضيرها<sup>(2)</sup>.

وفي هذه المرحلة أيضا تظهر جليا أهمية رؤوس الأموال للمؤسسة لمواجهة مختلف المصاريف الإعدادية لانطلاقها ودخولها في إطار المنافسة، من مصاريف التأسيس ومختلف التجهيزات وكذا مصاريف التشغيل.

**III- مرحلة النمو الأولى (المرحلة التي تلي الانطلاق):**

في هذه المرحلة تكون المنشأة قد تجاوزت مرحلة تجسيد فكرتها وتحويلها إلى منتج قابل للتسويق، وهنا أيضا تحتاج المنشأة إلى التمويل في المراحل الأولى من حياتها ومحاولتها تسويق منتجاتها للحصول على أولى التدفقات النقدية.

<sup>(1)</sup>OCDE, Organisation Coopération De Développement Economiques le capital-risque et les technologies de l'information, paris 1985, p13.

<sup>(2)</sup>Idem , p13.

الفرع الثاني:خصائص شركات رأس المال المخاطر

تتميز شركات رأس المال المخاطر بميزات خاصة تميزها عن غيرها وهو ما أهلها لأن تحقق نتائج ايجابية في مجال التمويل ، سواء بالنسبة للإيرادات التي تحققها لحسابها الخاص أو بالنسبة للدور الفعال الذي تقوم به لترقية وتطوير قطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ، ومن بين هذه الخصائص نذكر :

الفقرة الأولى: القيام على مبدأ المشاركة:

أي أن شركات رأس المال المخاطر تقوم بأخذ مساهمات في رأسمال المشاريع الناشئة، المشارك يقدم تمويلا من دون ضمان العائد ولا مبلغه وبذلك فإن هذه الشركات تخاطر بأموالها على أمل الحصول على عوائد في المستقبل أي قيامها على مبدأ المشاركة في الأرباح والخسائر فمعادلة هذه الشركات هي (تكنولوجيا متقدمة - مخاطرة كبيرة - أرباح واعدة) ، حيث تقوم بتجميع الأموال من المستثمرين سواء كانوا خوصا أو مؤسسات مالية تبحث عن رفع مردودية محافظهم المالية ، أو تنظيمات عمومية هدفها الرئيسي تحقيق التنمية الاقتصادية، وبالمقابل تستثمر هذه الأموال في تمويل المنشآت الصغيرة لفترات طويلة نوعا ما بهدف الحصول على مردودية عالية في المستقبل.

فوجود شركة رأس المال المخاطر في المؤسسة الممولة يحسن من ادائها و قدرتها التنافسية فمثل هذه الشراكة تعطي فرصة للمؤسسة من الاستفادة من الخبرة التسييرية لشركة رأس المال المخاطر ، كما تساعد شبكة الاتصالات الخاصة بالشركة المؤسسة الممولة من توسيع اتصالاتها مع مؤسسات أخرى بغرض تطوير منتوجها و خبرتها في السوق لتشجيع باقي المتعاملين من التعامل معها و بالتالي الاندماج في السوق .

بالإضافة إلى ذلك فإن هذه الشراكة تعتبر كضمان للمؤسسة في حالة ما إذا توجهت لطلب قروض لدعم استثماراتها.

الفقرة الثانية: الاستثمار بالأموال الخاصة وشبه الخاصة في المنشآت الغير مدرجة فيالبورصة:

ويقصد بالأموال الخاصة رأسمال الشركة والاحتياطات التي تعود ملكيتها لأعضاء الشركة أي أموالهم الذاتية.

أما الأموال شبه الخاصة فهي تشمل: (1)

-الموارد الممنوحة من قبل الغير لاستثمارها في عمليات الرأسمال الاستثماري (أو الرأسمال المخاطر).

-الأموال العامة الممنوحة من قبل الدولة لاستثمارها في عمليات الرأسمال الاستثماري (الرأسمال المخاطر) التي تهم الاستثمارات المنتجة للسلع والخدمات والمنجزة من قبل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

ويتم تسيير الأموال شبه الخاصة في إطار اتفاقية تبرم حسب الحالة:

بين شركة الرأسمال الاستثماري المكلفة بإنجاز وتسيير المساهمات وصناديق الاستثمار التي تتلقى الموارد الموجهة لتمويل المساهمات.  
بين شركة الرأسمال الاستثماري والدولة (2).

إن عدم تمكن المنشآت الجديدة من الدخول إلى البورصة لعدم تمكنها من تطبيق الشروط الواجبة للالتحاق بالأسواق المالية، هذا ما جعلها تواجه صعوبات من حيث حصولها على موارد مالية، ولعل هذا هو السبب الرئيسي إلى استحداث شركات رأس المال الاستثماري لحل مشاكل هذه المنشآت التمويلية خاصة.

فطبيعة هذه المنشآت الممولة من طرف هذه الشركات تتميز بارتفاع نسبة المخاطرة من دون ضمانات مقدمة .

(1) المادة 21 من القانون 06-11، السابق الذكر.

(2) المادة 22 من نفس القانون.

**الفقرة الثالثة : تمويل المراحل الأولى لانطلاق المنشأة و المساهمة في تسييرها:**

أي أن شركات رأس المال المخاطر تتكفل بتمويل المراحل الأولى من حياة المشروع ، قبل بدء المشروع تليها مرحلة بعث المشروع إلى مرحلة النمو الأولى .

ولا تكتفي شركات رأس المال المخاطر بتقديم رؤوس الأموال فحسب بل تساهم في تسيير المنشأة الممولة حيث تقدم خبرتها الكبيرة في التسيير والإدارة لمساندة مسيري المؤسسة، لكن هذا التدخل في اتخاذ القرارات الخاصة بالمنشأة يقتصر على القرارات الإستراتيجية دون سواها.

حيث تقوم إستراتيجية هذا النوع من الشركات على نوعين من الاستثمار:

**النوع الأول:** الاستثمار في الأفكار و المخترعات و ذلك عبر الدخول في شركة مع صاحب

الفكرة الاستثمارية أو صاحب الاختراع بحيث يتم تمويل هذا الاختراع من حيث دراسة جدواه الاقتصادية ومن ثم تسجيله إلى أن يصل مرحلة الإنتاج.

**النوع الثاني:** البحث عن الشركات الصغيرة و المتوسطة التي لديها منتج مميز أو تقدم

خدمة مميزة و لها مستقبل استثماري جيد وتحتاج للتمويل وللتوسيع في نشاطها أو تطوير خدماتها، فتقوم مؤسسة رأس المال الجريء (المخاطر) بضخ المال عن طريق شراء حصة في الشركة<sup>(1)</sup>.

وتتميز هذه المرحلة من التمويل بعدة مخاطر تهدد المشروع و بالتالي على شركة رأس المال

المخاطر أن تتحملها مع المؤسسة التي تمولها كالمخاطر المالي، صعوبة الرقابة خطر الإفلاس وعدم السيولة... الخ.

(1) د. صحراوي مقالاتي، التمويل برأس المال المخاطر من منظور إسلامي، بحث مقدم إلى "مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول"، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري بدبي 31 ماي - 2 جوان 2009 ص 15.

المبحث الثاني:تأسيس شركات رأس المال المخاطر

بعد عرض الإطار المفاهيمي لتقنية رأس المال المخاطر ونشأة الشركات المتخصصة في هذا المجال، وكذا إبراز أهميتها في تدعيم المشروعات الناشئة التي تحتل مكانا هاما في التنمية الاقتصادية ككل، نقوم خلال هذا المبحث بالتطرق إلى تأسيس هذه الشركات ، و إعطاء نظرة واضحة على شروط وإجراءات تأسيسها ، وتبين أهم الفوارق بينها وبين شركة المساهمة وكذا الامتيازات الضريبية التي تتمتع بها كحافز لتشجيع المستثمرين على تبني مثل هذا النوع من الشركات من جهة، وإيجاد الحلول للمشاكل التمويلية التي تواجه المشاريع الناشئة من جهة أخرى.

المطلب الأول:قواعد تأسيس شركات رأس المال المخاطر

لإنشاء شركة رأس المال المخاطر يتطلب مجموعة من القواعد القانونية التي وضعها المشرع فتخضع للقانون التجاري كونها شركة مساهمة ، مع احترام النظام القانوني الخاص بها والذي جاء به القانون 06-11 المتعلق بشركات رأس المال الاستثماري، وعليه سنتطرق إلى الشكل القانوني لهذه الشركات قبل وبعد تقنين نشاطها وتمييز شروط وإجراءات تأسيسها عن شركة المساهمة وعلى ذلك وجب تقسيم هذا المطلب إلى فرعين:

الفرع الأول: الشكل القانوني للتأسيس

الفرع الثاني: التمييز بين شركة رأس المال المخاطر و شركة المساهمة من حيث شروط

وإجراءات التأسيس .

الفرع الأول:الشكل القانوني للتأسيس

يختلف الشكل القانوني الذي تتبناه هذه الشركات من دولة إلى أخرى، فعلى سبيل المثال في

فرنسا، تكون هذه الشركات عبارة عن شركة مغلقة أو شركة التوصية بالأسهم<sup>(1)</sup>.

<sup>(1)</sup> Mondher Cherif, opcit, P52.

لكن في العموم فإن الشكل الأكثر انتشارا لدى شركات رأس المال المخاطر هو شركات المساهمة.

في الجزائر الطبيعة القانونية لهذه الشركات لم تكن محددة بشكل واضح و صريح إلا بعد سنة 2006، وهو تاريخ تقنين نظام هذه الشركات.

وبذلك فقبل هذا التاريخ ، هذه الشركات أخذت شكلين مختلفين :

### الفقرة الأولى: مؤسسة مالية:

حيث كانت شركات رأس المال المخاطر في الجزائر في شكل مؤسسة مالية في إطار القانون 90-10 المؤرخ في 26 أوت 1990 المتعلق بالنقد و القروض المعدل و المتمم بالأمر 03-11 المؤرخ في 26 أوت 2003 ، حيث خول للمؤسسات المالية أخذ وحياسة مساهمات في أية مؤسسة حسب المادة 117 من القانون 90-10 المعدلة بالمادة 74 من الأمر 03-11.

فيمكن للبنوك و المؤسسات المالية أن تأخذ مساهمات و تحوزها ولا يجوز أن تتعدى هذه المساهمات بالنسبة للبنوك الحدود التي رسمها مجلس النقد و القرض<sup>(1)</sup>.

من خلال هذه المادة نجد أن مجلس النقد و القرض فرض قيودا على البنوك دون المؤسسات المالية في أخذ المساهمات على مستوى أية مؤسسة ، ويفسر ذلك بأن البنوك عند أخذها لتلك المساهمات فهي بذلك تستثمر أموال أو مدخرات الجمهور. في حين أن المؤسسات المالية فأعطاها مجلس النقد و القرض الحرية الكاملة في استثمار أموالها الخاصة، يستتج ذلك من هذا أن المشرع خص بالقيود البنوك دونها، وهذا القيد في التعامل بأموال الجمهور هو حماية لهذا الأخير.

إن صيغة المؤسسة المالية التي تبنتها شركات رأس المال الاستثماري تمنحها المصدقية و الثقة، نتيجة لممارسة نشاطها بترخيص و تحت مراقبة بنك الجزائر.

(1) المادة 74 من الأمر 03-11 المؤرخ في 26 أوت 2003 المتعلق بالنقد و القرض ، جريدة رسمية رقم 52 الصادرة في 27 أوت 2003 ، ص 30.

إلا أن الجانب السلبي لهذه الصيغة هي أن المؤسسة المالية تكتفي باستثمار أموالها الخاصة فقط دون الحق في جمع إيداعات من الجمهور، وهذا ما قد يحد من إمكانياتها في الاستثمار وحصولها على مساهمات في المنشآت التي تحتاج إلي مساندة مالية حقيقية لانطلاقها.

### الفقرة الثانية: مؤسسة تجارية:

هو الشكل الثاني لشركات رأس المال المخاطر حيث تأخذ شكل شركة المساهمة تخضع للقانون التجاري ولهذه الصيغة أيضا جانبين:

الأول إيجابي: في أنها لا تخضع لقيود بنك الجزائر في خضوعها للقواعد الاحترازية،

بالإضافة إلى مرونة حصولها على الموارد المالية من الجمهور.

وفي حالة إنشاء شركة رأسمال مخاطر برأسمال عام أو بالشراكة مع الخواص فإن تبني مثل هذه الصيغة يسمح بتجسيد مبدأ الفصل بين الأموال التابعة للدولة التي لا يمكن التنازل عنها هي غير قابلة للحجز ، وبين الأموال التجارية للدولة الخاضعة للقانون التجاري.

كما تركز هذه الصيغة دور الدولة كمساهم في الشركة دون التدخل في تسييرها الذي يبقى من اختصاص الأجهزة القانونية لها.

و الجانب السلبي: في الأمر أنها تفتقد للمصداقية و الثقة الذين تحضي بهما المؤسسة

المالية.

أما بعد إصدار القانون 06-11 المتعلق بشركات رأس المال الاستثماري يكون المشرع قد فصل نهائيا في طبيعة هذه الشركات ، من خلال المادة 7 من هذا القانون حيث نص صراحة على أنها تؤسس في شكل شركة مساهمة تخضع للقانون التجاري مع مراعاة أحكام هذا القانون، لكن مع إلزامها بالحصول على الترخيص المسبق من وزير المال <sup>1</sup> بعد استشارة لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها وبنك الجزائر (1).

وهذا ما ذهب إليه المشرع التونسي حينما أدخل شركات رأس المال المخاطر أو كما أطلق على تسميتها شركات رأس مال تنمية ضمن شركات الاستثمار من خلال القانون عدد 87 سنة

(1) المادة 10 من القانون 06-11 السابق الذكر.

1995 المؤرخ في 30 أكتوبر 1995 المتعلق بتنقيح وإتمام القانون عدد 92 سنة 1988 المؤرخ في 2 أوت 1988 المتعلق بشركات الاستثمار.

أين اعتبر هذه الأخيرة أنها شركة مساهمة مهمتها المساعدة على تعبئة ادخار العموم وعلى تنمية السوق المالية و النهوض بالاستثمارات<sup>(1)</sup>.

و يمكن تقسيم شركات رأس المال المخاطر إلى:

#### أولاً: شركات رأس المال المخاطر الخاصة المستقلة:

ويقصد بهذا النوع من الشركات أنها غير تابعة لأية هيئة مالية أخرى حيث تقوم بجمع الأموال من عدة مصادر معتمدة على شهرتها وتخصصها وخبرتها .

#### ثانياً: شركات رأس المال المخاطر التابعة:

ويقصد بالتابعة هنا أنها أفرع لشركات المساهمة الكبرى التي تؤسسها وتوفر رأس المال اللازم لها وهي نوعين<sup>(2)</sup>:

- تابعة لمؤسسات مالية : شركات رأس المال المخاطر هذه يمكن أن تكون فرع لبنك تجاري بنك استثماري أو مؤسسة تأمين وتقوم بالاستثمار لصالح المؤسسة الأم أو عملائها
- تابعة للشركات الصناعية الكبرى: وهنا تكون فرعا لها تستثمر لصالحها.

ثالثاً: شركات شبه تابعة : هي فرع لمؤسسة مالية - شركة تأمين أو شركة صناعية والتي تعمل مثل الشركات المستقلة وتقوم برفع رؤوس أموالها لدى مستثمرين أجنب<sup>(3)</sup>.

رابعاً: القطاع العام: هي هيئات متخصصة في رأس المال المخاطر تتحصل على رأس مالها كلياً أو جزئياً بصفة مباشرة أو غير مباشرة من هيئات عمومية<sup>(4)</sup>.

ويمكن أن يمارس نشاط رأس المال المخاطر إلى جانب شركات رأس المال المخاطر صناديق استثمار، وتتمثل فكرة هذه الصناديق في تجميع المدخرات واستثمارها في الأوراق المالية

(1) الفصل الأول من القانون عدد 92 لسنة 1988 المؤرخ في 2 أوت 1988 المتعلق بشركات الاستثمار ، الرائد الرسمي للجمهورية التونسية عدد52.

(2) أ. رقية حساني، مرجع سابق، ص 91.

(3)، (4) Mondher Cherif, opcit, p53.

حيث تقوم خبرات متخصصة في مجال إدارة وتنظيم محافظ الاستثمار بشراء وبيع الأوراق المالية لتحقيق أهداف الصندوق ومن ثم يمكن القول أن صناديق الاستثمار تعد بمثابة وسيط مالي يتولى جمع أموال الراغبين في الاستثمار في الأوراق المالية وإدارتها وفي هذا الغرض بصورة جماعية ووفق ضوابط مهنية متعارف عليها<sup>(1)</sup>.

وتعد صناديق رأس المال المخاطر الأشكال الجديدة والمبتكرة حيث تحصل هذه الصناديق على الأموال اللازمة لممارسة نشاطها من صناديق التأمين والمعاشات وشركات التأمين ومن بعض المنشآت غير الهادفة للربح ، كما يلاحظ أن جزءا صغيرا منها يتم الحصول عليه من بعض وحدات الشركات الضخمة مثل البنوك وشركات التأمين على الحياة<sup>(2)</sup>، ولا تكفي هذه الصناديق بتمويل المشاريع الناشئة فحسب وإنما تقوم أيضا بتقديم المعونة المالية و الفنية للمشاريع المتعثرة .

ولعل ما يميز هذه الصناديق عن شركات رأس المال المخاطر أنها تقوم بالاستثمار في الأوراق المالية للشركات المقيدة وغير مقيدة بالبورصة ، وهذا ما تقوم به صناديق الاستثمار المباشر في مصر، حيث تستثمر في الأوراق المالية للشركات المقيدة وغير المقيدة بالبورصة في المراحل الأولى من حياتها، وكذا في الشركات التي تحتاج إلي إعادة الهيكلة المالية والتشغيلية، وذلك بغرض تحقيق فائض قيمة مرتفع في المستقبل، خاصة إذا تم إدراج هذه الشركات في البورصة<sup>(3)</sup>.

ويمكن أن تنقسم هذه الصناديق إلى:

● صناديق استثمار مشتركة: والتي يكون إنشاؤها برأسمال عام وخاص.

(1) أ.د حسن عطا غنيم ، دراسات في التمويل ، القاهرة ، الطبعة الأولى ، 1999 ، ص 23.

(2) أ. رقية حساني، مرجع سابق، ص 91.

(3) عبد الباسط وفاء، مرجع سابق، ص 61، 62.

• صناديق استثمار عامة: والتي يكون إنشاؤها برأسمال عام أي الدولة هي التي تتولى إنشائها مباشرة<sup>(1)</sup>.

وفي الجزائر تم إنشاء صندوق استثمار على مستوى كل ولاية، يمارس نشاط رأس المال المخاطر لمساعدة مختلف المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في بداية نشاطها، وتشجيعها على المبادرة في تأسيس المنشآت الجديدة مع تقديم الدعم المالي والفني لها. وقد تم توكيل البنوك العمومية من أجل تسيير هذه الصناديق الممولة من طرف الخزينة العمومية بمقدار مليار دج لكل صندوق ، دون تحديد الطبيعة القانونية لهذا الأخير.

### الفرع الثاني:

#### التمييز بين شركة رأس المال المخاطر و شركة المساهمة من حيث شروط وإجراءات التأسيس:

نص المشرع صراحة على أن شركات رأس المال المخاطر تأخذ شكل شركات المساهمة فلصحة العقود بوجه عام تخضع الشركات أيا كان نوعها لجملة من الشروط الموضوعية و الشكلية، فتخضع أية شركة للنظام المزدوج للإنشاء ، الطابع التعاقدية الذي يتمثل في التعبير عن الإرادة المشتركة لأطراف العقد، و الطابع الثاني هو الطابع التنظيمي الذي يضعه المشرع عن طريق وضع قواعد تنظيمية تخص شروط و إجراءات تأسيس الشركة ونظام عملها، إلا أن المشرع الجزائري خص هذه الشركات بشروط تختلف عن تلك التي تحكم شركات المساهمة .

#### الفقرة الأولى: من حيث المحل وسبب الإنشاء:

إن محل شركة المساهمة مسألة تعاقدية يخضع لإرادة المتعاقدين، عكس ما هو عليه الحال فيما يخص شركة رأس المال المخاطر فهو مسألة تنظيمية، لا يجوز الخروج عنها و الاتفاق على خلافها، إذ حدده المشرع على أنه تقديم حصص من أموال خاصة أو شبه خاصة لمؤسسات في

(1) رابح خوني ، ترقية أساليب وصيغ تمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في الجزائر، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، فرع اقتصاد التنمية ، جامعة الحاج لخضر باتنة، كلية العلوم والاقتصاد وعلوم التسيير 2002، 2003، ص

طور التأسيس، و هو الهدف من إنشاء هذه الشركات التي تقوم على مبدأ المشاركة في رأس مال المؤسسات الصغيرة و المتوسطة لإعطائها الدعم المالي و الفن والتسييري أيضا.

إذا فمحل هذه الشركات محدد بصفة حصرية لتمويل المشاريع الناشئة دون تحديد نوع و مجال نشاط هذه الأخيرة، كما لم يحدد إن كانت من القطاع العام أو الخاص، ولكن الملاحظ والمنطقي في الأمر أن مثل هذا النوع من المشاريع الناشئة و التي تكون في حاجة إلى التمويل لاقتنارها للموارد المالية فهي تكون تابعة للقطاع الخاص دون العام، لأن القطاع العام يهتم بالاستثمار في المشاريع الكبرى لبناء الهياكل القاعدية للدولة.

كما لم يحدد المشرع مجال نشاط هذه المشاريع الناشئة فنصوص القانون 06-11 و النصوص التطبيقية له جاءت عامة و غير دقيقة، و الملاحظ من التجربة المتواضعة للجزائر فان هذه الشركات تمول المشاريع العادية التي لا تتطوي على تلك الخطورة و التجديد المطلوب في التمويل بهذه التقنية.

خلاف ما هو عليه الحال في الدول المتقدمة و منها الولايات المتحدة الأمريكية و فرنسا فان هذه الشركات تعنى بتمويل المشاريع ذات الابتكار و التكنولوجيا العالية التي تحتوي على مخاطر عالية، كما أنه وعلى سبيل المثال في فرنسا أعطى المشرع الفرنسي نوعا من التخصص لهذه الشركات، فكل شركة معنية بتمويل نوع معين من المشاريع.

كما أجاز المشرع الجزائري لشركات رأس المال الاستثماري عموما بأن تقوم بشكل ثانوي في إطار هدفها و لحساب المؤسسات المهمة بأية عملية ذات صلة لا تتنافى مع هدفها<sup>(1)</sup>.

ويقصد بالسبب الدافع للتعاقد ، فالدافع الأساسي في تأسيس هذه الشركات هو تحقيق مخطط الدولة في التنمية الاقتصادية بتشجيع إنشاء المؤسسات الصغيرة و المتوسطة و توفير لها هذه الآلية في التمويل تدفعها نحو تقوية مواردها المالية و الفنية و الإدارية بالإضافة إلى تحقيق فائض القيمة المضافة . في حين يقتصر دافع إنشاء شركات المساهمة لتحقيق الربح فقط.

(1) المادة 6 م القانون 11-06 السابق الذكر.

**الفقرة الثانية: تقديم الحصص:**

يلتزم كل شريك في شركة المساهمة بتقديم حصص قد تكون نقدية أو عينية منقولا كانت أم عقارا، عكس ما هو عليه الحال في شركة رأس المال المخاطر أين اشترط أن تكون الحصص نقدية دون سواها. نظرا لطبيعة النشاط في حد ذاته الذي يستدعي ضرورة توفر الشركة على السيولة الكافية من أجل توفير التمويل المطلوب من طرف المشاريع الناشئة.

و قد حدد المشرع مقدار رأس مال شركة المساهمة وميز بين ما إذا لجأت للتأسيس باللجوء العلني للادخار أو بدون اللجوء العلني للادخار، حيث اشترط في الحالة الأولى خمسة ملايين دينار جزائري، و مليون دينار على الأقل في الحالة الثانية.

أما فيما يخص شركة رأس المال المخاطر فقد حدد المشرع رأس مالها الاجتماعي الأدنى بمائة مليون دينار في الحالتين<sup>(1)</sup>، يسدد وفق الكيفيات الآتية<sup>(2)</sup>:

● 50% عند تاريخ التأسيس.

● 50% وفقا للأحكام المنصوص عليها في القانون الجزائري.

هذا و لا يجوز لشخص طبيعي و زوجه و أصوله وفروعه أن يحوز معا بصفة مباشرة أو غير مباشرة أكثر من 49% من رأس مال الشركة، و هو نفس الأمر بالنسبة لشركة أو شركات من نفس المجموعة<sup>(3)</sup>، في حين نجد المشرع الفرنسي قد اشترط نسبة أقل وهي 30% حيث لا يجوز لنفس الأشخاص المذكورين أن يحوزوا أكثر من هذه النسبة في نفس شركة رأس المال المخاطر.

و على خلاف شركة المساهمة، يشترط في رئيس مجلس الإدارة والمدير العام والإطارات المسؤولين في شركة رأس المال المخاطر أن يكونوا حائزين شهادة جامعية ولديهم خبرة مهنية لا تقل عن 8 سنوات في أحد المجالات الآتية: البنوك والمالية، اقتصاد المؤسسات والتحليل المالي، تسيير المخاطر.

(1) المادة 2 من المرسوم 08-56 المؤرخ في 11 فيفري 2008، المتعلق بشروط ممارسة نشاط شركة الرأسمال الاستثماري، جريدة رسمية رقم 09 الصادرة بتاريخ 24 فيفري 2008.

(2) المادة 8 من نفس المرسوم.

(3) المادتين 4، 5، من نفس المرسوم.

كما يشترط في أعضاء مجلس الإدارة أن يكونوا أيضا حائزين على شهادة جامعية ولهم على الأقل 5 سنوات خبرة مهنية في هذا المجال الاقتصادي أو المالي أو التجاري أو القانوني<sup>(1)</sup>.

### المطلب الثاني:

#### الرقابة على إنشاء شركات رأس المال المخاطر

إن إنشاء شركات رأس المال المخاطر تخضع لرقابة السلطة الإدارية المختصة لرصد مدى احترامها للأنظمة القانونية والإدارية المفروضة على هذا النشاط نظرا لطبيعتها الغالب عليها عنصر المخاطرة، وكذا الحرص على توجيه نشاطها بما يتلاءم ومصصلحة الاقتصاد الوطني التي تسعى الدولة إلى تحقيقها عن طريق تغيير سياستها الاقتصادية نحو الانفتاح على الاقتصاد العالمي، وفتح المجال أمام القطاع الخاص، لكن مع وضع وسيلة كفيلة بضبط هذه الأنشطة حماية للمصلحة العامة والنظام العام، بما يطلق عليه اسم النشاطات المقننة عن طريق إخضاع نشاطها إلى رخصة مسبقة تضمن ممارسة رقابة سابقة تتبعها رقابة لاحقة لتأسيسها، وأثناء ممارسة نشاطها للتأكد من عدم ممارسة خرق الأحكام القانونية للنشاط.

### الفرع الأول:

#### الرقابة السابقة للتأسيس

تعتبر الرقابة السابقة على إنشاء هذه الشركات أسلوب وقائي عن طريق منح الرخصة والتأكد من مطابقة كافة الأنظمة التشريعية والتنظيمية الواجب احترامها في هذا الصدد.

حيث يختص الوزير المكلف بالمالية بمنح هذه الرخصة بعد استشارة لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها وبنك الجزائر<sup>(2)</sup>.

ولمنح هذه الرخصة من قبل الوزير المكلف بالمالية وضعت شروط لذلك وفي المقابل منحت ضمانات لهذه الشركات لضمان عدم التعسف في اتخاذ القرار ضدها مع تبيان جزاء ممارسة هذا النشاط دون رخصة مسبقة.

(1) المادة 3، 4 من القرار الوزاري المؤرخ في 27 ديسمبر 2008 المتعلق بمقياس الكفاءة والاحترافية لمسييري شركة الأسهم الاستثمارية، جريدة رقم 5 صادرة بتاريخ 21 يناير 2009.

(2) المادة 10 من القانون 06-11 السابق الذكر.

**الفقرة الأولى: شروط منح الرخصة:**

يشترط لمنح الرخصة أن يودع مؤسسو الشركة طلب لدى الوزير المكلف بالمالية ويرفق

الطلب بالوثائق التالية:

عقد المساهمين، مشاريع القوانين الأساسية، بطاقات المعلومات عن المؤسسين، قائمة المساهمين الحائزين أكثر من 10% من رأس المال - طريقة التنظيم والعمل وأية وثيقة أو معلومة أخرى يطلبها الوزير المكلف بالمالية.

الملاحظ من الوثائق الواجب تقديمها مع طلب الحصول على الرخصة أن فيها ما يخص

المؤسسين، وأخرى تتعلق بعمل وتنظيم الشركة.

**أولاً: شروط خاصة بالشركاء**

نميز بين نوعين من الشركاء خصهما المشرع بوجود توافر مجموعة من الشروط نوجزها

فيما يلي:

**1- الشروط الواجب توفرها في المؤسسين والمسيرين:**

يعتبر مسير شركة رأس المال الاستثماري رئيس مجلس الإدارة وأعضاؤها والمدير العام

والإطارات المسؤولين الذين لهم سلطة القيام باسم الشركة بالتزامات صرف الأموال أو تحمل

المخاطر أو الأمر بصرف النفقات<sup>(1)</sup>.

أما المؤسسين فلم يعرفهم المشرع الجزائري، وقد اختلف الفقه في إعطاء تعريف واضح ودقيق

لهم.

وقد عرف الفقه الفرنسي عملية التأسيس على أنها مجموعة من أعمال وقرارات مادية

وقانونية ضرورية لإنشاء هيئة قانونية يضعها المشرع تحت تصرف أولئك اللذين يأخذون على

عاتقهم استغلال أو استثمار شيء يتطلب رؤوس أموال مهمة، ونفس التعريف يمكن استنباطه من

نصوص القانون التجاري فرغم عدم وجود نص قانوني ضمن أحكام القانون التجاري يعرف

المؤسس لكن باستقراء نصوص القانون التجاري لاسيما الأحكام الخاصة بالتأسيس نجد أن

(1) المادة 2 من القرار الوزاري السابق الذكر.

الشخص الذي يشرف على تنظيم إجراءات التأسيس يعتبر مؤسسا من خلال التوقيع على العقد التأسيسي والقيام بإجراءات التوثيق والقيود والإيداع والنشر وكذا استدعاء المكتتبين إلى جمعية تأسيسية<sup>(1)</sup>.

أما فيما يخص الشروط الواجب توفرها فيهم فنميز بين نوعين:

### 1- شروط متعلقة بالكفاءة والاحترافية:

أوجب المشرع على مسيري شركات رأس المال المخاطر أن يستوفوا لمقاييس الكفاءة والاحترافية، التي تم تحديدها بموجب القرار الوزاري للوزير المكلف بالمالية الصادر في 27 ديسمبر 2008، وتتمثل في:

- على رئيس مجلس الإدارة والمدير العام والإطارات المسؤولين أن يكونوا حائزين شهادة جامعية ولديهم خبرة مهنية لا تقل عن 8 سنوات في أحد المجالات الآتية:

البنوك والمالية واقتصاد المؤسسات والتحليل المالي وتسيير المخاطر<sup>(2)</sup>.

- على أعضاء مجلس الإدارة أن يكونوا حائزين على شهادة جامعية ولديهم خبرة مهنية لا تقل عن 5 سنوات في المجال الاقتصادي أو المالي أو التجاري أو القانوني<sup>(3)</sup>. وقد خص المشرع الفريق الإداري بهذه الشروط دون المساهمين الآخرين لأهمية الإدارة الرشيدة ولزوم توفر الخبرة اللازمة لإدارة أي مشروع ناجح خاصة إذا كان يتميز بارتفاع نسبة المخاطرة<sup>(4)</sup>.

(1) بوحناش فدوى، شركة الرأسمال الاستثماري، مذكرة لنيل شهادة الماجستير، فرع قانون الأعمال، السنة الجامعية 2010-2011، ص41.

(2) المادة 03 من القرار الوزاري السابق الذكر.

(3) المادة 4 من نفس القرار الوزاري

(4) في هذا الصدد نجد أن كلا من المشرع المغربي والفرنسي فصلا بين الإدارة والتسيير وملكية رأس المال حيث اشترط المشرع الفرنسي أن تكون الصناديق الجماعية للتوظيف تشمل على شخص معنوي، وشركة لتسيير المحافظ وكذا المشرع المغربي أين وضع شركات لتسيير هيئات توظيف رأس المال المجازف.

**2 شروط متعلقة بالحقوق المدنية وعدم ارتكاب الجرائم المنصوص عليها في القانون 06-11**

فحسب هذه الأخيرة يجب على المؤسسين الأشخاص الطبيعيين وعلى مسيري الشركة أن يكونوا متمتعين بحقوقهم المدنية ولا يجوز لأي شخص أن يكون مؤسس أو عضواً في مجلس إدارتها بصورة مباشرة أو بواسطة شخص آخر أو مديراً أو مسيراً أو وكيلاً بأية صفة كانت للشركة، وأن لا يكون مفوضاً للتوقيع باسم هذه المؤسسات في ثلاث حالات:

**الحالة الأولى: إذا سبق أن حكم عليه لارتكاب:**

1. جريمة.
2. الاختلاس أو الغدر أو السرقة أو النصب أو إصدار صك بدون رصيد أو خيانة الأمانة.
3. سرقات ارتكبتها مودعون عموميون أو ابتزاز أموال أو سندات مالية.
4. تقليسة.
5. مخالفة التشريع والتنظيم المتعلقة بالصراف.
6. تزوير محررات أو تزوير محررات خاصة تجارية أو مصرفية.
7. مخالفة قانون الشركات.
8. إخفاء أغراض تم الحصول عليها إثر هذه المخالفات.
9. أية مخالفة متصلة بالإتجار بالمخدرات أو التهريب.

**الحالة الثانية:**

إذا تعرض لحكم نطقت به جهة قضائية أجنبية واكتسب صفة الشيء المقضي فيه وبشكل في نظر القانون الجزائري إدانة بسبب ارتكاب إحدى الجرائم أو الجنح المذكورة في هذه المادة.

**الحالة الثالثة:**

إذا أعلن إفلاسه أو شمله إفلاس أو حكم عليه بالمسؤولية المدنية كعضو تابع لشخص معنوي سواء في الجزائر، أو في الخارج وذلك ما لم يرد له الاعتبار.

الملاحظ أن المشرع لم يحدد إذا ما كان الحكم الصادر حائز لقوة الشيء المقضي فيه أم لا، عكس ما هو عليه الحال في الحكم الصادر من الجهات القضائية الأجنبية وبذلك ما دام لم يحدده

المشرع، وبمفهوم المخالفة فمهما يكن الحكم حائز لقوة الشيء المقضي فيه أم لا، فلا يجوز للمحكوم عليه أن يكون مؤسساً أو مسيراً في الشركة.

والعبرة من هذه الشروط هو ضمان الائتمان التجاري والنزاهة والشفافية في المعاملات التجارية، وضمان الثقة فيما بين الشركاء.

## II - معلومات خاصة بالحائزين لأكثر من 10% من رأس المال:

يشترط تقديم معلومات خاصة بهم تتمثل فيما يلي (1):

- هوية المؤسس أو المساهم.
- المبلغ ونسبة المساهمة و ما يعادلها من حقوق التصويت.
- نشاط المؤسس أو المساهم إذا ما كان ينتمي إلى مجموعة، يبين الهيكل التنظيمي الخاص به ونسبة المساهمة في الرأسمال وحقوق التصويت.
- هوية المسيرين الرئيسيين والمؤسس أو المساهم إذا ما تعلق الأمر بشخص معنوي.
- قائمة المساهمات بنسبة 10% فأكثر يحوزها المؤسس أو المساهم في شركات أخرى.
- حسابات الشركة للمؤسس أو المساهم وحسابات الشركة الأم في السنوات الثلاثة الأخيرة والكشوف المحاسبية التقديرية.
- هوية المسيرين المعنيين وبيان سيرتهم الذاتية المفصلة.
- بطاقة السوابق القضائية رقم ( 03 ) للمسيرين المعنيين، وبالنسبة للمسيرين الأجانب فإن بطاقة السوابق القضائية رقم ( 03 ) تعوض بوثيقة تسلمها إياهم سلطات بلدهم الأصلي تثبت أنهم غير واقعين تحت طائلة المنع من تسيير المؤسسة حسب الأنظمة المعمول بها في بلادهم.
- تقديم تعهد إلى وزير المالية بصحة المعلومات المقدمة (2).
- هوية محافظ الحسابات المحتملين .

(1) الملحق الأول من القرار الوزاري المؤرخ في 14 مارس 2009، يحدد المعلومات الواجب توفيرها لإسناد ملف طلب رخصة ممارسة نشاط الرأسمال الاستثماري، جريدة رسمية عدد 28 مؤرخة في 10 ماي 2009.

(2) وقد حدد ضمن القرار الوزاري نموذجاً عن التعهد الواجب تقديمه إلى الوزير المكلف بالمالية وقد أصاب المشرع بذلك إذ سهل على طالب الرخصة كتابة التعهد.

- تصريح شرفي يثبت عدم تعرض مؤسسي ومسيرى شركة الرأسمال الاستثماري لأي حكم من الأحكام المنصوص عليها في المادة 11 من القانون 06-11.
  - ولعل فرض هذه الشروط الإضافية لحاملي الأسهم أكثر من 10% يعود إلى امتلاكهم لمركز القوة في التصويت ومدى تأثيرهم على مسار الشركة وقراراتها الإستراتيجية في التمويل.
- ثانيا - شروط خاصة بالمشروع:**

- زيادة على المعلومات الواجب تقديمها حول مساهمي ومسيرى شركة الرأسمال الاستثماري، فالمشروع أيضا له مواصفات دقيقة حوله، حيث تملأ استمارة من طرف مؤسسي المشروع وتوضع كمرفق لطلب الترخيص، ولعل أهم العناصر الواجب ذكرها حول المشروع هي<sup>(1)</sup>:
- الاسم والتسمية أو عنوان الشركة وعنوان مقر الشركة.
  - الشكل القانوني و مشروع القانون الأساسي.
  - مبلغ الرأسمال الواجب تأسيسه وتقسيم الأسهم وحقوق التصويت.
  - وصف النشاط المقرر وعناصر الإستراتيجية المعتمدة:
- أ. طبيعة وحجم النشاط المقرر.
- ← مختلف طرق المساهمة الخاصة وشبه الأموال الخاصة التي يحوزها رأسمال استثماري آخر، أشكال أخرى للتوضيح.
- ← عمليات أخرى لها صلة بنشاط المؤسسة.
- ب. الزبائن المستهدفون من طرف الشركة.
- ج. طبيعة الموارد المستعملة، الحصة من الأموال الخاصة، من الأموال شبه الخاصة ومن الموارد المقدمة من طرف المساهمين.
- د. تطور اليد العاملة التي يمكن تشغيلها خلال الثلاث سنوات القادمة، وكتلة الأجور الموافقة الموزعة حسب فئة المستخدمين.
- هـ. التنظيم والوسائل المتاحة لاسيما في مجال:

(1) الملحق الثاني من القرار الوزاري السابق الذكر.

- المحاسبة وتجهيزات الإعلام الآلي، المراقبة (الداخلية - الأخطار - السوق).
- الميزانية وحسابات النتائج التقديرية أثناء السنوات الثلاثة القادمة.

الملاحظ من خلال هذه الشروط أنها لم تحدد على وجه الحصر والدقة بل ترك المشرع للوزير المكلف بالمالية السلطة التقديرية في طلب أية وثيقة أو معلومة أخرى يراها ضرورية في إجراء عملية التحقيق والتحري لتساعده في اتخاذ قرار منح الرخصة من عدمه.

### الفقرة الثانية: الضمانات الممنوحة لطالبي الرخصة:

بالموازاة مع ضرورة وضع شروط لمنع رخصة مزاولة نشاط رأس المال المخاطر نجد في المقابل شروط مقيدة للسلطة التقديرية لوزير المالية، والتي تعد كضمانات لطالبي الرخصة في عدم التعسف في استعمال السلطة العامة وتتمثل هذه الضمانات في:

#### أولاً: التقيد بفترة محددة لمنح الرخصة:

عند تقديم طلب الرخصة بجميع مرفقاته إلى الوزير المكلف بالمالية في أربع نسخ يسلم هذا الأخير وصلاً للمعنيين يثبت استلام الطلب<sup>(1)</sup>.

وفي حالة استيفاء الطلب لجميع الشروط تسلم رخصة لممارسة في أجل أقصاه 60 يوماً ابتداء من تاريخ إيداع الطلب، وفي حالة الرفض يجب أن يكون مبرراً ويبلغ في أجل أقصاه 30 يوماً من تاريخ انتهاء أجل تسليم الرخصة، وأن تكون مبررات الرفض جدية وحقيقية.

#### ثانياً: استشارة لجنة تنظيم عمليات البورصة وبنك الجزائر:

على الوزير المكلف بالمالية إرسال نسخة من طلب الحصول على الرخصة إلى كل من لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، وبنك الجزائر لإبداء رأيهما في أجل 45 يوماً من إرسال الطلب.

#### ثالثاً: حق الطعن في قرار الرفض للوزير المكلف بالمالية:

يمكن أن يكون الرفض صريحاً، وقد يكون ضمناً بعدم رد الإدارة عن الطلب في الوقت المحدد، وبذلك يحتفظ طالب الرخصة بحق الطعن في قرار الرفض، وبما أن هذا الأخير من

(1) المادة 10 من المرسوم التنفيذي 08-56 السابق الذكر.

اختصاص الوزير المكلف بالمالية الذي يمثل السلطة المركزية فإن الطعن في قراره يكون أمام مجلس الدولة المختص في الفصل في النزاعات التي تكون السلطة المركزية طرفاً فيها، مع وجوب التظلم الإداري المسبق إلى الوزير المكلف بالمالية قبل التوجه إلى الجهة القضائية المختصة وإلا رفض الطعن من الناحية الشكلية.

لكن السؤال المطروح ما مدى إلزامية القرار القضائي الناطق بإلغاء القرار الإداري لوزير

المالية؟

اختلف الفقه في هذه المسألة بين مؤيد ومعارض، حيث برروا المعارضين رأيهم بعدم إلزامية القرار القضائي للإدارة، استناداً إلى مبدأ الفصل بين السلطات الذي يفصل بين الجهة القضائية والتنفيذية، أما المؤيدين فيرون أن عدم الاعتراف للجهة القضائية بسلطة إصدار قراراً على الإدارة يؤدي إلى انعدام القيمة القانونية للقرار الذي تصدره.

وإذ أنه لا يوجد أي قرار إداري صادر من طرف مجلس الدولة الجزائري في مجال إنشاء شركات رأس المال الاستثماري يمكن أن نستشهد به في هذه المسألة ما يضطرنا إلى القياس على قرارات صادرة في أنشطة أخرى، والتي أخذت في البداية بالاتجاه القائل بإمكانية توجيه الجهة القضائية الإدارية أوامر للإدارة، لغاية 2002 أين تراجع مجلس الدولة عن هذا الاجتهاد، وأقر عدم إمكانية توجيه أوامر للإدارة<sup>(1)</sup>، ويبقى للإدارة خيار تنفيذ القرار القضائي من عدمه. في حالة عدم تنفيذه يبقى هذا الضمان المقدم لطالب الرخصة ضمان شكلي أكثر منه ضمان حقيقي.

و بعد دراسة الأحكام القانونية الواردة في القانون 06-11 الخاصة بممارسة نشاط رأس المال المخاطر والنصوص التنظيمية له، نجد أن المشرع لم يتطرق إلى مسألة ممارسة هذا النشاط دون الحصول على رخصة مسبقة، وبذلك نرجع في هذه المسألة إلى القواعد العامة لمعرفة جزاء هذا التصرف.

(1) بوحناش فدوى، مرجع سابق، ص 56.

إذ تنص المادة 40 من القانون 08/04 المتعلق بشروط ممارسة الأنشطة التجارية "يعاقب على ممارسة مهنة مقننة دون رخصة بغرامة مالية...".

كما يمكن أن يشطب التاجر من السجل التجاري بسبب عدم حيازته على الرخصة ويمنع من ممارسة العمل التجاري المنظم، وبالتالي يفقد صفة التاجر، حيث أجاز كل من القانون 08/04 والمرسوم 41/97 ضمن نص المادة 22 للشطب من طرف القاضي وفي هذا الإطار يمكن القول أن سحب الرخصة الإدارية إن كان من اختصاص الإدارة المانحة فإن منع صفة التاجر لا يصدر إلا عن طريق القضاء<sup>(1)</sup>.

### الفرع الثاني:

#### الرقابة اللاحقة

تتم هذه الرقابة بعد إتمام إجراءات إنشاء الشركة واكتسابها الشخصية المعنوية والشروع في ممارسة نشاطها.

حيث يمارس هذا النوع من الرقابة من طرف لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها التي تتأكد من مطابقة نشاط الشركة للأحكام التشريعية والتنظيمية المعمول بها وكذا من قبل الوزير المكلف بالمالية باستقباله التقارير المنتظمة للجنة ومحافظ الحسابات حول نشاط الشركة.

حيث تمارس لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها على هذه الشركات المهام والسلطات التي يخولها إياها المرسوم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993، لاسيما أحكام المواد من 58 إلى 60 من نفس المرسوم<sup>(2)</sup>.

#### الفقرة الأولى: دور مندوب الحسابات:

يتم مراقبة شركات المساهمة من خلال مندوبي الحسابات أو ما يسمى بمحافظ الحسابات حيث تتكفل الجمعية العامة العادية للمساهمين بتعيين مندوبا أو أكثر لمدة 3 سنوات تختارهم من بين المهنيين المسجلين على جدول المصنف الوطني.

(1) نفس المرجع، ص 57.

(2) المادة 24 من القانون 06-11 السابق الذكر.

وإذا تم تعيين الجمعية العامة مندوبي الحسابات أو في حالة وجود مانع أو رفض واحد أو أكثر من مندوبي الحسابات المعنيين، يتم اللجوء إلى تعيينهم أو استبدالهم بموجب أمر من رئيس المحكمة التابعة لمقر الشركة بناء على طلب مجلس الإدارة أو مجلس المديرين، ويمكن أن يقدم هذا الطلب كل معني، وفي الشركات التي تلجأ علينا للدخار بواسطة سلطة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها<sup>(1)</sup>.

وحسب المادة 715 مكرر 6 من القانون التجاري، فإنه لا يجوز تعيين مندوب الحسابات في شركة المساهمة:

- الأقرباء والأصهار لغاية الدرجة الرابعة بما في ذلك القائمين بالإدارة وأعضاء مجلس المديرين ومجلس مراقبة الشركة.

- القائمون بالإدارة وأعضاء مجلس المديرين أو مجلس المراقبة وأزواج القائمين بالإدارة وأعضاء مجلس المديرين أو مجلس المراقبة للشركات التي تملك عشر (10/1) رأسمال هذه الشركات.

- أزواج الأشخاص الذين يتحصلون بحكم نشاط غير نشاط مندوب الحسابات أجرة أو مرتباً إما من القائمين بالإدارة أو أعضاء مجلس المديرين أو مجلس المراقبة.

- الأشخاص الذين منحتم الشركة أجرة بحكم وظائف غير وظائف مندوب الحسابات في أجل خمس سنوات ابتداء من تاريخ إنهاء وظائفهم.

وفي حالة ما إذا رفض مساهم أو عدة مساهمين يمثلون على الأقل عشر (10/1) رأسمال الشركة التي تلجأ علينا للدخار، مندوب الحسابات الذي عينته الجمعية العامة يتم تعيين مندوباً آخر من قبل العدالة بطلب من هذا المساهم أو المساهمين على أن يكون طلبهم مبرراً، ويبقى المندوب الجديد في وظيفته حتى قدوم مندوب الحسابات التي تعينه الجمعية العامة.

(1) أ. عمار عمورة، الوجيز في شرح القانون التجاري، دار المعرفة، الجزائر، 2000، ص 309.

**مهام مندوب الحسابات وواجباته:**

باستثناء أي تدخل في التسيير يتكفل مندوب الحسابات في التحقيق في الدفاتر والأوراق المالية للشركة ومراقبة انتظام حسابات الشركة وصحتها، كما يدقق في صحة المعلومات المقدمة في تقرير مجلس الإدارة أو مجلس المديرين حسب الحالة كما يعمل على التأكد من احترام مبدأ المساواة بين المساهمين، بالإضافة إلى إمكانية استدعائه الجمعية العامة للانعقاد في حالة الاستعجال.

ويعمل على إطلاع مجلس الإدارة أو مجلس المديرين أو مجلس المراقبة حسب الحالة على ما يلي:

تقارير عن عمليات المراقبة والتحقيق التي قام بها، وكل الوثائق الأخرى المتعلقة بالحسابات التي يراها ضرورية لإدخال تغييرات عليها، وكذا مختلف المخالفات والأخطاء التي تم ملاحظتها، وأخيراً مختلف النتائج التي تسفر عنها الملاحظات، والتصحيحات الخاصة بنتائج السنة المالية مقارنة بنتائج السنة المالية السابقة.

ويمكن لمندوب الحسابات طلب مختلف التوضيحات والاستفسارات من مجلس الإدارة أو المديرين أثناء قيامه بمهمة الرقابة.

وفي حالة ارتكابه لخطأ أو مانع ما، فإنه يجوز لمجلس الإدارة أو المديرين أو من مساهم أو أكثر يمثلون عشر (10/1) رأسمال الشركة أو الجمعية العامة طلب إنهاء مهامه من طرف الجهة القضائية المختصة مع تحملهم مسؤولية ذلك.

**الفقرة الثانية: دور لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها:**

تتأكد اللجنة من أن كل الشركات المقبولة تداول قيمها المنقولة في بورصة القيم المنقولة تتقيد بالأحكام التشريعية والتنظيمية السارية عليها، لاسيما في مجال القيم المنقولة وعقد الجمعيات

العامة، وتشكيلة أجهزة الإدارة والرقابة وعمليات النشر القانونية وتأمير هذه الشركات عند الاقتضاء بنشر استدراكات فيما إذا لوحظت حالات سهو في الوثائق المنشورة أو المقدمة<sup>(1)</sup>.

وتنشر الملاحظات المسجلة من قبل اللجنة أو أي إعلام آخر يهم الجمهور في النشرة الرسمية للتسعيرة أو في أية وسيلة من وسائل الإعلام.

هذا وتجري اللجنة تحقيقات لدى الشركات التي تلجئ إلى التوفير العلني (وتعد كذلك تلك

الشركات المسجلة سندات في التسعيرة الرسمية ببورصة القيم المنقولة ابتداء من تاريخ هذا التسجيل)، حول مساهماتهما في العمليات الخاصة بالقيم المنقولة أو في المنتجات المالية المسعرة (الأسهم والسندات)، شرط أن يلتزم أعضاء اللجنة وأعاونها بالسر المهني، فيما يخص الوقائع والأعمال والمعلومات التي اطلعوا عليها بحكم وظيفتهم تحت طائلة العقوبات المنصوص عليها في قانون العقوبات، وهو الشيء نفسه فيما يخص الأعاون الخارجيون الذين يمكن للجنة الاستعانة بهم لإجراء هذه التحقيقات.

ويجب على كل شركة تصدر قيما منقولة باللجوء العلني للاذخار أن تنشر قبل ذلك مذكرة لإعلام الجمهور، تتضمن تنظيم الشركة ووضعيتها المالية وتطور نشاطها، تخضع هذه المذكرة إلى التأشيرة المسبقة المقدمة من طرف اللجنة حيث يمكن لهذه الأخيرة طلب أي إيضاح أو تبرير يخص المعلومات الواردة في مشروع الواجب إدراجها فيها.

ويمكن للجنة رفض منح هذه التأشيرة ما لم تستجب الشركة لطلبات التعديل وللجنة مهلة

شهرين قبل أن تمنح تأشيرتها أو ترفضها أو تطلب معلومات إضافية أو تعديلات<sup>(2)</sup>.

كما تلتزم هذه الشركات بمراعاة قواعد أخلاقيات المهنة التي تفرض نفسها على المتعاملين

في السوق. وفي حالة خرقها لهذه القوانين تطبق عليها أحكاما تأديبية وأخرى جزائية.

(1) المادة 35 من المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993، الجريدة الرسمية رقم 34، المتعلق ببورصة القيم المنقولة.

(2) المواد 41، 42 من نفس المرسوم التشريعي المعدلة والمتممة بالمواد 16، 17 من القانون 03-04، المؤرخ في 17 فيفري

2003 ببورصة القيم المنقولة، جريدة رسمية رقم 11 الصادرة بتاريخ: 19 فيفري 2003.

أولاً: الأحكام التأديبية:

تنشأ على مستوى اللجنة غرفة تأديبية وتحكيمية مختصة في المجال التحكيمي لدراسة أي نزاع تقني ناتج عن تفسير القوانين واللوائح السارية على سير البورصة تتدخل هذه الغرفة للفصل بين شركات رأس المال المخاطر وباقي الوسطاء في البورصة أو بين هذه الشركات وشركة إدارة بورصة القيم.

كما تختص هذه الغرفة في المجال التأديبي لدراسة أي إخلال بالواجبات المهنية وأخلاقيات المهنة من جانب هذه الشركات في عمليات البورصة، وكل مخالفة للأحكام التشريعية والتنظيمية المطبقة عليهم.

ولعل من أهم العقوبات التي تصدرها الغرفة في مجال أخلاقيات المهنة والتأديب هي:

- الإنذار
- التوبيخ.
- حظر النشاط كله أو جزئه مؤقتاً أو نهائياً.
- سحب الاعتماد
- أو فرض غرامات يحدد مبلغها بعشرة ملايين دينار أو بمبلغ يساوي المغنم (الريح) المحتمل تحقيقه بفعل الخطأ المرتكب.

على أن لا تصدر أي من هذه العقوبات في حق الشركة ما لم يستمع قبل ذلك إلى الممثل المؤهل لها أو ما لم يدع قانون للاستماع إليه.

هذا وتفصل الغرفة بحكم لا معقب عليه كما هو الشأن في مجال القضايا المستعجلة مع إمكانية الطعن في قراراتها أمام مجلس الدولة خلال شهر واحد من تاريخ تبليغ القرار موضوع الاحتجاج، يحقق ويبث في الطعن خلال أجل ستة أشهر من تاريخ تسجيله<sup>(1)</sup>.

(1) المادة 18 من القانون 03-04 السالف الذكر.

**ثانياً: الأحكام الجزائية:**

بالإضافة إلى تسليط عقوبات تأديبية على الشركة، تفرض عليها أيضاً عقوبات جزائية تتراوح بين غرامات مالية وتتعدى حتى إلى سلب الحريات بتسليط عقوبة الحبس على المؤسسين أو المساهمين في الشركة نتيجة عدم احترامهم للتشريعات والتنظيمات المعمول بها. فيتعرض كل من يجري مفاوضات تتناول قيماً منقولة مقبولة في البورصة خارجها لعقوبات سوء الائتمان المنصوص عليه في قانون العقوبات وبغرامة تساوي ضعف قيمة السندات المعنية بالمخالفة.

ويمكن طلب إلغاء المعاملات التي تمت على هذا النحو أمام المحاكم. كما يعاقب كل شخص يعترض سبيل ممارسة صلاحيات اللجنة وأعاونها المؤهلين بالحبس من 30 يوماً إلى ثلاث سنوات، وبغرامة قدرها 30.000 دج أو بإحدى العقوبتين فقط. وقد تمتد فترة الحبس إلى 6 أشهر، ويمكن أن تصل حتى 5 سنوات وبنفس الغرامة السابقة، ويمكن رفع مبلغها حتى يصل إلى أربعة أضعاف مبلغ الربح المحتمل تحقيقه دون أن تقل هذه الغرامة عن مبلغ الربح نفسه. وإحدى هاتين العقوبتين فقط.

■ كل شخص تتوفر له بمناسبة ممارسته مهنته أو وظيفته معلومات امتيازية عن منظور مصدر سندات أو وضعيته، أو منظور تطور قيمة منقولة ما، فينجز بذلك عملية أو عدة عمليات في السوق أو يعتمد السماح بإنجازها، إما مباشرة أو عن طريق شخص مسخر لذلك، قبل أن يطلع الجمهور عن تلك المعلومات.

■ كل شخص يكون قد تعمد نشر معلومات خاطئة أو مغالطة وسط الجمهور بطرق ووسائل شتى عن منظور أو وضعيته مصدر تكون سندات محل تداول في البورصة، أو عن طريق منظور تطور سند مقبول للتداول في البورصة من شأنه التأثير على الأسعار.

■ كل شخص يكون قد مارس أو حاول أن يمارس مباشرة أو عن طريق شخص آخر مناورة ما بهدف عرقلة السير المنتظم لسوق القيم المنقولة من خلال تضليل الغير.

فكل هذه العمليات تعد باطلة.

### الفقرة الثالثة: دور الوزير المكلف بالمالية:

تستمر عملية المراقبة التي يتولاها الوزير المكلف بالمالية على شركات رأس المال المخاطر ما بعد الإنشاء من خلال مختلف التقارير التي يستلمها من طرف الشركة حيث تلتزم بتقديم تقريرا عن النشاط السداسي مرفقا بوضعية حافظ السندات وكذا مختلف الوثائق المحاسبية والمالية لنهاية السنة المالية المعنية، بالإضافة إلى تقارير محافظي الحسابات وأية وثيقة أخرى ضرورية لممارسة الرقابة<sup>(1)</sup>.

إلا أنه وفي حالة ما لوحظ الوزير المكلف بالمالية أية مخالفة فيما يخص شروط ممارسة المهنة، يقرر سحب الرخصة، حيث يرجع اختصاص سحب الرخص للجهة المانحة وفقا لمبدأ توازي الأشكال في القرارات الإدارية.

وتتميز عقوبة سحب الرخصة بأنها ذات طابع جزائي يقرره الوزير المكلف بالمالية بناء على تقرير خاص من محافظ الحسابات بسبب الإخلال الخطير بالتشريع، أو تقرير من اللجنة إذا ما أصبحت الشركة لا تستوفي الشروط المحددة في القانون.

وقد يكون طلب سحب الرخصة بناء على طلب الشركة ذاتها، وفي حالة سحب الرخصة يستوجب على الشركة أن تتوقف فورا على نشاطها، ويتم حلها طبقا لما نص عليه القانون التجاري المعدل والمتمم في مادته 715 مكرر 18، حيث تتخذ الجمعية العامة غير العادية قرار حل الشركة الذي يتم قبل حلول الأجل<sup>(2)</sup>.

من خلال دراسة الرقابة على شركات رأس المال المخاطر، نجد أن المشرع الجزائري ورغم التوجيهات التي ينتهجها نحو اقتصاد السوق والانفتاح على التجارة الخارجية وحرية الاستثمار وتشجيعه نجده قد وضع قيودا وضوابط لإنشاء هذه الشركات وممارسة نشاطها، فرغم اعتبارها قيودا لها من جهة، لا يمكن الاستغناء على عملية ضبط نشاطها من جهة أخرى لعدة اعتبارات،

(1) المادة 26 من القانون 06-11 السابق الذكر.

(2) المواد 15، 16 من نفس القانون.

لما ينطوي هذا النشاط على مخاطر عالية، مما قد يهدد أهداف الدولة في إنشاء هذه الشركات في حل مشكل التمويل خاصة في ظل الأزمات الاقتصادية التي يشهدها العالم، إذ أن الأصل في إنشاء شركات المساهمة هو الحرية إلا أنه ونظرا لطبيعة هذا النوع من الشركات يقتضي وضع ضوابط تضمن التوازن بين تحقيق المصلحة العامة وحرية الأشخاص في ممارسة النشاط.

## خلاصة الفصل الأول:

من خلال هذا الفصل الذي تم فيه عرض الإطار المفاهيمي لشركات رأس المال المخاطر وكذا إطارها التاريخي والقانوني ، مع إبراز أهمية اللجوء إليها نتيجة مختلف المشاكل التي تواجه ظهور المنشآت الجديدة في الجزائر، والأهمية العملية الضرورية لخلق حلول ملائمة لمواجهة هذه الصعوبات، وخاصة بتبني الجزائر توجهات حديثة نحو اقتصاد السوق، وما يتطلبه من إصلاحات جذرية.

ولعل خلق مثل هذه الشركات يعد كخطوة إيجابية سارت عليها الجزائر على غرار مختلف دول العالم، حيث تجلت بصورة واضحة أهمية شركات رأس المال المخاطر كبديل تمويلي وبامتياز لصالح المشاريع الناشئة وكنتيجة حتمية على التنمية المحلية والوطنية لاقتصاد البلاد مع إبراز مختلف الفوارق الموجودة بين شركات رأس المال المخاطر و شركات المساهمة.

زيادة على معرفة الرقابة الممارسة على هذه الشركات وضرورتها رغم اعتقاد البعض أن الرقابة السابقة والتي تستدعي ضرورة الحصول على رخصة مسبقة لممارسة النشاط تشكل عائقا أمامها، لكن لا يمكن القول بذلك لأنها ضرورة من ضرورات ضبط النشاط الاقتصادي لتحقيق المصلحة الاقتصادية والاجتماعية المرجوة وكذا خضوعها لرقابة لاحقة لضمان مواصلة احترامها لشروط ممارسة النشاط .

وبأخذ نظرة شاملة على هذه الشركات، يأتي الفصل الثاني ليفصل في تقنياتها واستراتيجياتها في تمويل المشروعات الناشئة.

الفصل الثاني:

نشاط شركات رأس المال

المخاطر و تدعيمها

للمشاريع الناشئة

**الفصل الثاني:****نشاط شركات رأس المال المخاطر و تدعيمها للمشاريع الناشئة**

يتميز نشاط شركات رأس المال المخاطر كما سبق بيانه أنه يقوم على مبدأ المشاركة في رأسمال المؤسسة طالبة التمويل بغرض تحقيق قيمة مضافة ، تخضع هذه الشراكة للحرية التعاقدية مع مراعاة النصوص القانونية وفي هذا الإطار تتبع شركات رأس المال المخاطر استراتيجيات لدعم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ، وتعتبر الإستراتيجية التمويلية الأهم نظرا لضرورة وأهمية الجانب التمويلي لهذه المنشآت ، بالإضافة إلى إتباعها استراتيجية غير تمويلية تتجسد في تقديم الدعم في مسائل الادارة والتسيير و نتطرق في هذا الفصل إلى طبيعة نشاط هذه الشركات من خلال تبيان الخطوات العملية التي تتخذها لابرار عقد المساهمين الى غاية الخروج من المساهمة ، مع التطرق الى الآليات الواجب اتخاذها لتفعيل أداء شركات رأس المال المخاطر وما هو واقعها في الجزائر و الأفاق المستقبلية لها. وعليه سيتم تقسيم هذا الفصل إلى مبحثين:

**المبحث الأول: طبيعة نشاط شركات رأس المال المخاطر.****المبحث الثاني:آليات تفعيل شركات رأس المال المخاطر وتقييم أدائها في الجزائر.**

المبحث الأول:طبيعة نشاط شركات رأس المال المخاطر

أصبحت شركات رأس المال المخاطر ضرورة حتمية لدعم النمو الاقتصادي ومحفزاً خاص للإصلاح، فالمشروعات الصغيرة ذات احتمالات النمو المرتفعة بحاجة لتمويل معتبر، حيث تتضمن مخاطر مرتفعة بالمقارنة بالمخاطر الخاصة بأي نوع آخر من الأعمال والمشروعات لذلك فإن هذا النوع من المصادر التمويلية المتخصصة في توفير رأس المال اللازم لهذه المشروعات ذات المخاطر العالية والمتمثل في شركات رأس المال المخاطر، أصبح ذو أهمية قصوى سواء لدى الأكاديميين و الباحثين أو لدى الممارسين<sup>(1)</sup> ولمعرفة أكثر طبيعة نشاط هذه الشركات سنتطرق إلى المراحل التي تتبعها في اتخاذ القرار النهائي لتمويل المؤسسة طالبة التمويل من خلال المطلبين التاليين:

المطلب الأول: مرحلة ما قبل المساهمة في المشروع.المطلب الثاني: مرحلة اتفاق المساهمين.المطلب الأول:مرحلة ما قبل المساهمة في المشروع:

في هذه المرحلة تقوم شركة رأس المال المخاطر بدراسة ملفات المشاريع التي تبحث عن الدعم المالي و الفني أين تستبعد الملفات غير المناسبة، وتحتفظ بالملفات الجيدة. حيث تعتبر هذه المرحلة السابقة بمثابة أهم المراحل في عمر المشروع وذات آثار بعيدة عليه، فهي في الواقع مرحلة وضع الإستراتيجيات و الأهداف الكلية و طاقة الأداء الفني والوقت و التكلفة بصورة واضحة، حيث تهدف دراسة جدوى المشروع الاستثماري إلى تحديد صلاحيته من عدة جوانب قانونية و تسويقية و فنية و مالية و اجتماعية سواء من

(1) أحمد بوراس، مرجع سابق، ص 125

وجهة نظر المستثمر الخاص أو العام أو الأجهزة المشرفة على المشروعات الاستثمارية بالدولة أو مصادر التمويل<sup>(1)</sup>، نبين ذلك من خلال الفرعين التاليين:

**الفرع الأول: الدراسة التمهيدية للمشروع.**

**الفرع الثاني: الدراسة التفصيلية للمشروع.**

**الفرع الأول:**

**الدراسة التمهيدية للمشروع**

تمكن هذه الخطوة المخاطر برأس المال من أخذ نظرة أولية حول المشروع المرشح للتمويل، وتشمل بالدرجة الأولى دراسة خطة العمل التي على أساسها يتخذ قرار الاستثمار بإتباع معايير أساسية لذلك.

**الفقرة الأولى: خطة العمل (Plan d'affaires)**

أو كما يسميها البعض " خطة تطور " حيث تبين من خلالها المنشأة المعنية بالتفاصيل كافة مكوناتها (الصناعية و التجارية و المالية) و سياسات المشروع و أهدافه.

**أولاً: مفهوم خطة العمل:**

تعتبر خطة العمل بمثابة المستند المرجعي الذي يمكن من تقييم فرصة الاستثمار المقترحة، حيث يقرر المستثمر اعتماداً عليه مواصلة أو التوقف عن دراسة ملف الترشيح، وتكتسي خطة العمل أهمية كبيرة في صناعة رأس المال المخاطر، حتى أن هناك من يسمي هذا المستند بـ " فاتح الأبواب " و يعرف Yon خطة العمل بأنها :

" الأهداف المسطرة، الوسائل المسخرة و النتائج المتوقعة للمنشأة الجديدة.

أما Battini فيعرها بأنها " الصياغة النوعية و الكمية لمشروع المنشأة"<sup>(2)</sup>.

(1) أ.د محمد سعيد عبد الهادي، الإدارة المالية، الاستثمار والتمويل، التحليل المالي، الأسواق المالية الدولية، دار حامد

للنشر والتوزيع، عمان الأردن، الطبعة الأولى، 2008، ص 186.

(2) محمد سبتي، مرجع سابق، ص 122.

**ثانياً: محتوى خطة العمل:**

تتضمن خطة العمل على وصف الخصائص الرئيسية للمنتج وبيان البدائل المتوفرة في السوق مع دراسة السوق الحالية والمتوقعة لمنتجات المشروع وكذلك طبيعة المنافسة فيها، مع ذكر البدائل التكنولوجية المتوفرة لإنتاج السلع أو تقديم الخدمات، وذلك بإتباع سياسة واضحة بهدف الوصول إلى غاية محددة وكذلك تحديد المردودية المالية المراد تحقيقها.

فخطة التطوير تتضمن على الأقل 50 صفحة تضم جزأين:

الأول نوعي: يعرض الخيارات، الأهداف والاستراتيجيات الخاصة بالمؤسسة.

والثاني كمي: يتضمن معلومات عديدة كالحسابات التقديرية للاستغلال، الميزانيات

التقديرية، جداول التمويل والخزينة...<sup>(1)</sup>

وبصفة عامة ينبغي أن تشمل خطة التطور على خمسة عناصر أساسية<sup>(2)</sup>:

1. ما هو الهدف النهائي للمشروع؟ هل خلق الثراء أم خلق منتج أو خدمة أم

التصنيع، أم البيع أم شغل حصص سوقية كافية للتمويل الذاتي في المستقبل...الخ.

2. ما هي السياسة العامة للمشروع؟ هل هي التخصص في منتج معين أم التخصص

في إقليم معين، أم تنويع المنتجات، أم تنويع الأسواق وهو ما يستلزم وضع السياسة الملائمة

لذلك سواء في البحث والتطوير أو في العمالة أو في مواجهة المساهمين.

3. ما هي الأهداف الرقمية للمشروع؟ هل الوصول بحجم رقم الأعمال إلى مرحلة

تحقيق إيرادات، أم الوصول به لمرحلة أعلى من تحقيق إيرادية الاستثمارات.

4. ما هي إستراتيجية نجاح المشروع؟ (الخيارات الصناعية أو التجارية) وطرقها (النمو

الداخلي والنمو الخارجي) ووسائلها المختارة (الوسائل المالية والبشرية).

5. ما هي المردودية المالية المتوقعة للاستثمارات؟

<sup>(1)</sup> Constantin Zopounidis, op cit, p 70.

<sup>(2)</sup> عبد الباسط وفاء، مرجع سابق، ص 98.

ويتكفل بوضع خطة العمل المشروع لوحده، أو يلجأ لوسطاء متخصصين حتى يتم الأمر بسرعة أكبر، وبشكل يتماشى مع متطلبات شركات رأس المال المخاطر لكن تحت إشراف المشروع المعني وذلك بالاطلاع على تفاصيل خطة العمل وتحريها بصفة نهائية. وبصفة عامة وبشكل من التفصيل تحتوي خطة العمل على ما يلي:

1) **المُلخَص:** (2 إلى 3 صفحات)، يوضح المعلومات الأساسية والإجمالية التي ستتضمنها خطة العمل.

2) **عرض المشروع:** (4 إلى 5 صفحات)، بالنسبة لتطوير مشروع موجود أصلاً أو قيد الإنشاء.

3) **وصف للمحيط الاقتصادي:** (3 إلى 4 صفحات)، عن طريق تحليل السوق (العرض - الطلب - حجم السوق ونموه...)، المنافسة الموجودة في السوق، المستهلكين<sup>(1)</sup>.

4) **خصائص المنتج أو الخدمة:** (5 إلى 6 صفحات) عرض شامل للمنتج أو الخدمة درجة الابتكار، ميزته التنافسية، حماية براءة اختراعه.

5) **الأهداف:** (4 إلى 5 صفحات) من خلال إبراز الأهداف السوقية (الحصة التي يستهدف الوصول إليها في السوق)، الأهداف المالية (رقم الأعمال، مستوى المردودية).

6) **موارد المشروع:** (3 إلى 4 صفحات) بذكر الموارد البشرية والمالية والتنظيمية.

7) **الخطة العملياتية:** (4 إلى 5 صفحات) وتشمل خطة البحث والتطوير، خطة التصنيع، خطة التسويق، والإستراتيجية.

8) **العناصر المالية:** (5 إلى 6 صفحات) التي تعرض مردودية العمليات وكذلك تمويل الأبحاث.

9) **إستراتيجية الخروج:** (3 إلى 4 صفحات) عرض لكيفية وتوقيت خروج المستثمر برأس المال، وكذا أخطار وفرص الخروج.

<sup>(1)</sup> Vanina Paoli- Gagin Véronique De Lalande, op cit, pp : 81-82.

ويمكن إدراج ملاحق تتضمن السير الذاتية للمؤسسين، الجداول المالية وكذلك القائمة المرجعية<sup>(1)</sup>. كما تحتوي على وثائق خاصة بالمنتج، الحالة المالية المفصلة الخاصة بالخطة لمدة 3 إلى 5 سنوات، عدد المسيرين ...

### الفقرة الثانية: اتخاذ القرار المبدئي بالاستثمار:

بعد دراسة خطة العمل من طرف شركة رأس المال المخاطر، وأخذنا فكرة مبدئية عن المشروع تخضعها للمعايير التي تتحكم في اتخاذ القرار، حيث تختلف هذه المعايير من شركة لأخرى، إلا أن النقطة المشتركة بينهما أن اختيارها لأي مشروع يكون على أساس مدى مردوديته مقابل استعدادها للتحكم في الأخطار الممكنة. ويمكن توضيح ذلك من خلال الجدول التالي:

### الجدول رقم 02: معايير اتخاذ قرار تمويل المشاريع الناشئة:

قرار الاستثمار	
معايير خاصة بتقييم المردودية	معايير للتحكم في الأخطار الممكنة
<p><u>I-جاذبية السوق:</u></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• الحجم</li> <li>• متطلبات السوق</li> <li>• نمو السوق</li> <li>• الحصة السوقية</li> </ul> <p><u>II- تمايز المنتجات:</u></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• منتج وحيد.</li> <li>• القدرة التقنية.</li> <li>• هوامش الربح.</li> <li>• براءة اختراع المنتج.</li> </ul>	<p><u>I-القدرة التسييرية:</u></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• قدرة الفريق المسير</li> <li>• القدرة على التسويق</li> <li>• القدرة على تحمل التكاليف</li> <li>• المراجع (الانجازات الماضية).</li> </ul> <p><u>II-الميزات التنافسية:</u></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• حواجز عند الدخول</li> <li>• وقت الوصول إلى السوق</li> <li>• عقود الحصرية</li> <li>• مراقبة التوزيع والموردين</li> </ul>

<sup>(1)</sup> Idem, p82

## ● مقاومة الدورات الاقتصادية

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على عدة مراجع.

وتعتبر الثلاث معايير التالية الأهم في حالة الإنشاء، ويتعلق الأمر بالقدرة التسييرية

للفريق المسير للمؤسسة، حيث يعتبر أحد أهم مقومات المشروع وكذا الثنائي منتج/سوق حيث تهتم شركة رأس المال المخاطر بجودة ونوعية المنتج وقدرته على المنافسة في السوق الذي يتم دراسته بشكل دقيق لأنه أحد عوامل ضمان ربحية المشروع.

وأخيرا الجوانب المالية للمشروع من حيث تقييم المبلغ المستثمر في حدود قدرة شركة رأس المال المخاطر، وكذا التركيز على مردودية المشروع والعائد الذي يمكن الحصول عليه. بعد اتخاذ قرار الاستثمار تعلم شركة رأس المال المخاطر المنشأة بالقبول المبدئي بالتمويل، والانتقال إلى المرحلة الموالية أين يتم التأكد على الموافقة النهائية أو الانسحاب لعدم اقتناعه بجودة المشروع.

الفرع الثاني:الدراسة التفصيلية للمشروع:

بعد انتهاء شركة رأس المال المخاطر من دراسة خطة العمل، تقوم بإمضاء وثيقتين قبل الشروع في الدراسة المعمقة للمشروع التي على أساسها يتخذ القرار النهائي بإبرام عقد الشراكة مع المؤسسة من عدمه، حيث تعتبر هذين الوثيقتين كضمان للمنشأة المعنية بالتمويل وبعدها تشرع الشركة في إجراء تقييم شامل للمشروع من جميع الجوانب

الفقرة الأولى: اتفاق السرية و خطاب النوايا:

تلتزم المنشأة طالبة التمويل بتقديم معلومات دقيقة حول المشروع المراد تجسيده ضمن خطة العمل لمحاولة إقناع شركة رأس المال المخاطر بمرافقتها في إنشاء مشروعها واتخاذ قرار تمويلها ، وهذا ما قد يؤدي إلى الإضرار بها في حالة ما إذا وصلت هذه المعلومات إلى شخص آخر من المنافسين فتتعهد شركة رأس المال المخاطر بالحفاظ على المعلومات التي تم الاطلاع عليها عن طريق التوقيع على اتفاق السرية ، وهو وثيقة تتضمن التزاما يقع على عاتق شركة رأس المال المخاطر بالامتناع عن تسريب أية معلومة خاصة بالمشروع.

وفي حالة ما إذا تم الاتفاق النهائي حول إبرام عقد الشراكة يحل عقد المساهمين محل اتفاق السرية ، أما إذا لم تتوج المفاوضات التي أجريت بين الطرفين بإبرام عقد المساهمين فان التزام الشركة حول سرية المعلومات التي تم الاطلاع عليها يبقى قائما لمدة غير محددة. أما عن الوثيقة الثانية التي تلتزم شركة رأس المال المخاطر بالتوقيع عليها فهي خطاب النية، و ليس من السهل وضع تعريف محدد لها وبالتالي تحديد وضعه القانوني وذلك لأن الواقع العملي يدل أن لخطابات النوايا أشكال مختلفة ، وتتناول موضوعات متنوعة ومع ذلك حاول البعض تقديم تعريف له بالقول أنه " وثيقة مكتوبة قبل العقد النهائي تعكس الاتفاقات أو الفهم المبدئي لطرف أو أكثر من أطراف التعاقد التجاري بغية الدخول في عقد مستقبلي " (1)، من خلال هذه الوثيقة يعرب من خلالها صاحب المشروع على رغبته في التعاقد مع شركة رأس المال المخاطر ودعوتها للتفاوض حول إبرام العقد النهائي ، وبالتوقيع على هذه الوثيقة تعبر هذه الأخيرة عن الاهتمام الحقيقي و الجدي بطلب التمويل وعن نيتها في قبول التعاقد مع المؤسسة طالبة التمويل بعد دراسة خطة العمل التي قدمتها. وقد اختلف الفقه كثيرا حول القيمة القانونية لخطابات النوايا ومدى الزاميتها ، إلا أن هذا الإشكال لا يثور فإيا يتعلق بخطاب النية التي توقعه شركة رأس المال المخاطر ، لأنه يتضمن عبارة صريحة في مضمون الخطاب بعدم إلزامية الشركة بذلك بل هو مجرد اتفاق مبدئي بقبول التمويل بعد إجراء المفاوضات أين تم وضع النقاط الأساسية للشراكة ، و الالتزام بتنفيذ بنود المفاوضات من الطرفين يكون بإمضاء العقد النهائي بينهما. فإمضاء هذه الوثيقة يجعل انسحاب أحد الطرفين أكثر صعوبة إلا أنه ليس مستبعد في حالة عدم توفر الشروط الواجب توفرها في المشروع طالب التمويل، لأن هذا الانسحاب يكون ممكنا بما أن الطرفين لازالا في فترة المفاوضات.

وبإمضاء هذين الوثيقتين تشرع شركة الرأس المال المخاطر في الدراسة المعمقة للمشروع حيث تتضمن دراسة النواحي التالية:

(1) فدوى بوحناش ، مرجع سابق ، ص 93.

**الفقرة الثانية: تقييم المشروع:**

وبإمضاء وثيقتي اتفاق السرية و خطاب النية تشرع شركة رأس المال المخاطر في الدراسة المعمقة للمشروع حيث تتضمن دراسة النواحي التالية:

**أولاً: الدراسة القانونية:**

وتهدف إلى بحث الصلاحية القانونية للمنشأة في ضوء القوانين واللوائح المنظمة للاستثمار في الدولة، تتم من طرف رجال القانون في شركة رأس المال المخاطر، حيث يتم مراقبة مختلف الإجراءات القانونية المشروطة لانشاء المؤسسة من شهر وقيد في السجل التجاري والتأكد من الملكية الصناعية فيما يخص العلامات التجارية وبراءات الاختراع، و مراقبة العقود التي أبرمتها المؤسسة طالبة التمويل و كذا عقود التأمين ، مع التأكد من احترام قانون العمل والضمان الاجتماعي و قانون البيئة خاصة مع تشدد المشرع في مسألة الحفاظ على البيئة وفرض عقوبات على كل من يخالف التشريع الخاص بالبيئة.

**ثانياً: الدراسة التسويقية:**

وتتضمن تحديد مواصفات المنتجات والخدمات وتقدير حجم الطلب المتوقع على هذه المنتجات أو الخدمات، وحصصة الشركة في السوق وكذلك تقدير حجم الإنتاج<sup>(1)</sup>. ومؤهلاته للنجاح مقارنة بمنتجات المنافسين، كما يتم التأكد من أن المنتج لم يقلد منتج آخر من جهة ولم يتم تقليده من جهة أخرى.

**ثالثاً: الدراسة الفنية والمالية:**

وتهدف إلى تحديد إمكانية القيام بالمشروع من الناحية الفنية، ويتضمن ذلك موقع المصنع، ومساحة الأرض المطلوبة، ونوع المباني والتخطيط الداخلي للمصنع... الخ<sup>(2)</sup> بالإضافة إلى دراسة حالة معدات الإعلام الآلي بالنظر إلى أهميتها في تسيير المنشأة زيادة على مراجعة تنظيم المنشأة فيما يخص الموارد البشرية القائمة عليها، والتأكد من أن إطاراتها لهم القدرة الكافية لإنجاح هذا المشروع، كما يعمل المخاطر برأس المال على ترجمة نتائج

(1) أ. د . محمد سعيد عبد الهادي، مرجع سابق، ص188.

(2) نفس المرجع، ص188.

الدراسات التسويقية والفنية في صورة تقديرات مالية تتعلق بالتكاليف الاستثمارية للمشروع، تعد في شكل قوائم تحدد احتياجات المشروع من الأموال وكيفية مقابلتها.

#### رابعاً: دراسة الناحية المحاسبية:

تستعين شركات رأس المال المخاطر بمكتب مراجعة الحسابات من أجل فحص الحسابات وتقديرات المردودية للمنشأة، ومقارنتها مع ما تم تسجيله في خطة العمل. مع الإشارة إلى أنه في حالة القيام بهذه الدراسة المعمقة على مؤسسة عند الإنشاء فإن أهم الجوانب التي يركز عليها هي دراسة الإستراتيجية ووضع السوق، والدراسة الفنية والتسويقية للمشروع لأن باقي الدراسات تصبح ليس لها أهمية كبيرة، وتبرز أهمية هذه الأخيرة في المنشآت المتعثرة والتي تستفيد من دعم شركات رأس المال المخاطر.

#### خامساً: التقييم المالي للمشروع و رقابة الكفاءات:

يعتبر التقييم المالي أهم إجراء تقييمي يقوم به المخاطر برأس المال حيث يتعين عليه معرفة مردودية المشروع واستعداداته المستقبلية للنمو وتحقيق قيم مضافة، وكذا معرفة قيمة المنشأة، وبالتالي أحسن سعر يدفع لحياسة نسبة معينة في رأسمالها<sup>(1)</sup>، وتعتمد في ذلك شركة رأس المال المخاطر على مختصين في مجال الاقتصاد والمالية. بالإضافة إلى دراسة القدرات والكفاءات البشرية التي ستشرف على المشروع وعادة ما توكل هذه المهمة إلى مكتب دراسات متخصص في ذلك.

#### المطلب الثاني:

##### مرحلة اتفاق المساهمين:

بعد الانتهاء من المفاوضات بين شركة رأس المال المخاطر والمنشأة والتأكد من نجاعة المشروع المقدم من طرف هذه الأخيرة، تأتي مرحلة تأكيد هذه الشراكة بين الطرفين بشكل رسمي من خلال عقد المساهمين الذي يحدد بشكل دقيق حدود العلاقة التي ستنشأ بين شركة رأس المال المخاطر والمؤسسة من خلال وضع مختلف البنود المنظمة لهذه

(1) محمد سبتي، مرجه سابق، ص 131.

الشراكة ، كما تعتمد شركة رأس المال المخاطر على موارد مالية تعتمد عليها لتجميع الأموال اللازمة كرأسمال للشركة، و تعتمد على عدة أدوات مالية للتدخل في تمويل المؤسسة، بالإضافة إلى تقديم مساعدات غير مالية ، وتنتهي هذه الشراكة بانسحاب الشركة من رأسمال المؤسسة طالبة التمويل ، وعليه سيتم تقسيم هذا المطلب إلى ثلاث فروع:

### الفرع الأول: مرحلة عقد المساهمين.

### الفرع الثاني: الموارد المالية ووسائل التدخل.

### الفرع الثالث: مرحلة الانفصال.

### الفرع الأول:

### مرحلة عقد المساهمين.

لا يجوز لشركة الرأسمال الاستثماري أن تساهم في شركة إلا على أساس عقد المساهمين الذي يوضح على وجه الخصوص مدة المساهمة في الاستثمار وشروط الانسحاب<sup>(1)</sup>، هو وثيقة خصوصية ( سرية ) و خارجة عن النظام الأساسي للشركة يهدف إلى تنظيم العلاقة بين الجائزين على رأس المال في الشركة و المخاطرين برأس المال<sup>(2)</sup>. و حسب chérif فإن هذا العقد يشكل قلب كل ملف من ملفات رأس المال المخاطر. حيث يهدف عقد المساهمين أساسا من جهة إلى مراقبة جغرافية (هيكل) رأس المال، ومن جهة أخرى إلى تنظيم سلطات المستثمرين ذوي الأقلية كما يضم بنود خاصة تستجيب لانشغالات أخرى<sup>(3)</sup>، وتقسم إلى ثلاث أقسام رئيسة كل قسم يحتوى على بنود فرعية ، نوجزها فيما يلي:

(1) المادة 19 من القانون 06-11 السابق الذكر

(2) Mondher Cherif, opcit, p 110 .

(3) François Denis Portinal, le capital investissement, guide juridique et fiscal, Edition Galexia, paris, juin 2001, p187.

### الفقرة الأولى: بنود تنظيم عقد المساهمة:

هناك عدة بنود تنظم عقد المساهمة، منها ما تخص رأس المال المستثمر و أخرى

وضعية المستثمرين، بالإضافة الى بنود خاصة نذكرها فيما يلي :

#### أولاً: بنود خاصة بمراقبة جغرافية رأس المال<sup>(1)</sup>:

كل من المستثمر والمبادر له مصلحة في سلطة ممارسته الرقابة على جغرافية رأسمال الشركة الممولة، ففيما يتعلق بالمستثمر فيريد أن تكون إدارة المؤسسة تحت رقابته، وعدم رغبته في دخول شركاء جدد ما دام لا يزال شريكا فيها مع رغبته في الحفاظ على حصة معينة تضمن له خروج بشروط جديدة.

أما بالنسبة للمبادر فله مصلحة أيضا في أنه عند توقف مساهمة المستثمر أن يكون المستأنف أشخاصا كانوا أم شركات معينين بذاتهم .

إن مختلف البنود المتعلقة بالرقابة على رأس المال بين المستثمر و المورد يمكن تصنيفها إلى فئتين: بنود تتعلق بالتنازل على الأسهم و أخرى تهدف إلى إخطار المستثمرين بخطر تبيع مساهمتهم.

#### الفئة الأولى: البنود الخاصة بمراقبة التنازل عن الأسهم: و تشمل ما يلي:

##### بند عدم التصرف (la clause d'inaliénabilité)

يقل استعمال هذا البند لأنه قليل المرونة، يمنع بموجبه المدين من التنازل عن كل أو جزء من أسهمه.

##### بندي الأولوية و الأفضلية les clauses de préemption et de préférence

سواء بالنسبة لبند الأولوية أو الأفضلية فكلاهما يشتركان في نقطة واحدة و هي إعطاء المستفيد منهما حق شراء أسهم الطرف الآخر ( المدين ) في حال قرر بيعها ، إذا فهما بندان أقل تعقيدا من بند عدم التصرف و يختلفان عن بعضهما خاصة المتعلقة بسعر شراء الأسهم من طرف المستفيدين، فتتلخص الأولوية في انتقال ملكية الأسهم بنفس السعر ونفس الشروط ، أما الأفضلية تنظم إمكانية إيجاد شروط مختلفة .

<sup>(1)</sup> Idem, p 187.

بند الموافقة: clause d'agrément

يهدف هذا البند إلي منع أحد المساهمين من التنازل عن أسهمه لشخص لا يحضى بموافقة باقي المساهمين.

بند الخروج المتصل: (clause de sortie conjointe)

بموجبه لا يمكن للطرف المدين (ذو أغلبية عادة) من التنازل عن أسهمه دون إعطاء الطرف الدائن (ذو أقلية عادة) نفس الفرصة في ظل نفس الشروط ، هاجس المستثمر الذي لا يتمتع في العادة بالأغلبية هو عدم خروج صاحب الأغلبية (المبادر) من دونه<sup>(1)</sup>.

الفئة الثانية: بنود تهدف لإخطار المستثمر بخاطر تبيع مساهمته:

يقصد بتبيع مساهمة المستثمر هنا تخفيض أو تقليص مساهمته ويكون ذلك عن

طريق:

• بنود مضادة للتميع: (clause anti dilution)

يسمح هذا البند للمستثمر بالمشاركة مع مساهمين جدد في حالة ما إذا تقرر زيادة عدد الأسهم الضرورية من أجل المحافظة على نسبته في رأس المال الذي يحوزه في العملية<sup>(2)</sup>.

• بنود الانسحاب: (clause de retrait)

تسمح هذه البنود للمستثمر برأس المال المخاطر من الانسحاب من رأسمال المنشأة في حالة ماذا تقرر رفع رأسمالها أو اندماجها، مع التزام ذوي الأغلبية بشراء أسهمه بسعر يساوي على الأقل سعر إصدار جديد.

ثانيا: بنود خاصة بتنظيم سلطات المستثمرين ذوي الأقلية:

يشمل عدد المساهمين على بنود تمكن المستثمر برأس المال المخاطر من متابعة مساهمته كونه صاحب أقلية في رأسمال المنشأة وتتمثل في:

(1) محمد سبتي، مرجع سابق، ص139.

(2) Mondher Cherif, Création De Valeur et Capital Investissement Pearson Edition, France, 2005, p164.

- بند الإعلام: clause d'information

من أجل وضع حد لعدم تناسق المعلومات يمكن للمستثمرين برأس المال المخاطر الاستعانة بهذا البند لإلزام المسيرين بتوريدهم بصفة منتظمة بالمعلومات فيما يخص القرارات الحاسمة خاصة الحالة المالية للمنشأة (تقرير عن النشاط، الميزانية...<sup>(1)</sup>).

- بند الاستشارة المسبقة والترخيص المسبق: clause de consultation préalable, ) (agrément préalable

يلتزم المسير باستشارة المستثمر برأس المال المخاطر والترخيص له في اتخاذه لبعض القرارات المهمة ، والتي قد يؤخذ على مصير المنشأة، كالتنازل عن الأصول ولجوءه إلى طلب اقتراضات معتبرة، وتغييره للفريق المسير للمنشأة... الخ.

- بنود التدخل المحدود: (clause d'ingérence limitée)

إن إدارة المنشأة غير مرتبطة بقرارات من المستثمر برأس المال المخاطر حيث أن المستثمر يمكنه التدخل في الإدارة في حدود معينة، تمس القرارات الإستراتيجية للمنشأة فقط أين لا يكفي المسير بالرأي الاستشاري بل يلتزم بقرار المستثمر، أي أن هذه البنود ترسم الحدود التي يمكن للمستثمر من التدخل في السلطة الإدارية.

- بنود تنظيم حضور المستثمرين في المنشأة:

يمكن للمستثمر من ممارسة الرقابة على تسيير المنشأة من خلال الحضور في اجتماع مجلس الإدارة، مجلس المراقبة.

ثالثا: بنود خاصة:

- بند عدم المنافسة: (clause de la non concurrence)

يمنع المستثمر في رأس المال والمساهم الرئيسي طيلة فترة مساهمته من الشروع في عملية جديدة منافسة<sup>(2)</sup>.

<sup>(1)</sup> Idem ,p164.

<sup>(2)</sup> François Denis Portinal, op cit, p 203

## - بند الخروج الموثق: (clause de sortie pactée)

المقصود من هذا البند أن المشتريين لأسهم أطراف عقد المساهمة يصبحون هم أيضا أطراف في العقد، لذلك يجب الاشتراط على أي طرف من أطراف العقد بعدم السماح بالتنازل عن أسهمه لطرف أجنبي لم يبدي استعداده للانضمام إلى العقد<sup>(1)</sup>.

**الفقرة الثانية: المتابعة غير التمويلية للمشروع:**

إضافة إلى الإستراتيجية التمويلية التي تنتهجها شركات رأس المال المخاطر تتبع أيضا استراتيجيات غير تمويلية ، تدعم بها المشاريع الناشئة نظرا لما ينقصها من المعرفة والخبرة اللازمة للتوسع.

ويلعب المخاطر برأس المال دورا هاما في تذليل هذه الصعوبات فهو شريك نشط يراقب، يتابع ويوجه المشروعات التي يشارك فيها، ويمكن أن تكون متابعة عادية ترمي إلى إضافة قيمة للمشروع، ويمكن أن تكون غير عادية ترمي إلى الرقابة والإشراف على الشركة بتوجيه القائمين على إدارتها وإحلال غيرهم محلهم، إلا أن هذا النوع الثاني نادرا نظرا لتكلفته المالية كما يتطلب الوقت الكافي لذلك ، زيادة على نقص الموارد البشرية اللازمة لذلك. وعموما لوحظ تعدد طبيعة الخدمات المقدمة للمشروعات التي تتابعها مؤسسات رأس المال المخاطر ويتعلق الأمر بثلاث مجالات رئيسية: مالية- إستراتيجية وعلاقات<sup>(2)</sup> **أولا: المتابعة المالية :** وتتخذ أحد الشكلين .

**إ- متابعة المعلومات المالية:**

تقدم شركات رأس المال المخاطر خدمات عديدة للمشروعات الناشئة في مجال المعلومات المالية ، فهي تطلب من إدارة هذه المشروعات تزويدها بهذه المعلومات مما سيدفع بهذه الأخيرة من إنشاء رقابة إدارية ومالية ملائمة إن لم تكن موجودة، كما قد تساهم شركات رأس المال المخاطر في إعداد الموازنات المتوقعة، بالإضافة إلى مساعدتها في استقاء البيانات و الشروط الملائمة و المطلوبة للدخول إلى البورصة.

(2) عبد الباسط وفاء ، مرجع سابق ، ص 103.

**II- البحث عن أفضل طرق التمويل المتاحة :**

يساعد المخاطر برأس المال المشروع من خلال توضيح له طرق التعامل و والتقديمات المطلوبة في مواجهة البنوك ، مما يتيح له مكنة أكبر للنفاذ إلى أسواق التمويل التقليدية وهو الوضع الذي يختلف تماما في حالة المراحل الأكثر اضطرابا، وهي المراحل المبكرة في حياة المنشأة.

لذا تعمل شركات رأس المال المخاطر على إجراء ترتيب جيد للمشروع من وجهة نظر المظهر المالي لإظهار المشروع مرة أخرى أمام البنوك في أحسن صورة ممكنة.

**ثانيا: المتابعة الإستراتيجية:**

إن الخيارات الإستراتيجية للمشروعات الناشئة تتدخل في تحديدها شركات رأس المال المخاطر لدفع المشروعات لمزيد من التطور والانطلاق كرسم سياسات النمو الداخلي (تطوير منتج جديد أو مرحلة إنتاجية)، والخارجي (كتطوير الأسواق، ومدى ملاءمة المنتج لسوق معين، والمساعدة في القضاء على مشاكل تسويق المنتجات على اعتبار أن هذه الشركات متخصصة في فهم هذه المشاكل جيدا).

فعلى مستوى إدارة المنشأة توجد لجنة استشارية تتكون من رئيس المؤسسة وبعض الإطارات العليا، وممثل عن المستثمر (وأحيانا مستشارين خارجيين)، تسمح هذه اللجنة للمستثمر من الحصول على معلومات منتظمة على سير المؤسسة وضمان احترام الأهداف المحددة التي من أجلها ساهم فيها<sup>(1)</sup>.

توجد طريقتين يمكن للمخاطر برأس المال أن يستعملها في تسيير المؤسسات الممولة وهما<sup>(2)</sup>:

**متابعة خاملة: (HAND OF):**

قليل من التدخل مع نجاح المشروع وعدم وجود مشاكل، وتسمى أيضا بالمتابعة العادية والتي تهدف إلى إضافة قيمة للمشروع وهو السائد منها.

<sup>(1)</sup> Mondher Cherif, op cit, p110.

<sup>(2)</sup> أ. رقية حساني، مرجع سابق، ص93.

**متابعة نشطة: (HAND ON):**

كثير من التدخل في حالة وجود مشاكل وصعوبات وهي حالة المتابعة الغير عادية والتي ترمي إلى الرقابة والإشراف على الشركة وتوجيه القائمين على إدارتها وتغييرهم إذا كانت النتائج أقل مما هو منتظر.

**ثالثا: متابعة علاقات المشروع:**

من الطبيعي أن تنشأ علاقة بين المشروع ومختلف المتعاملين الاقتصاديين من موردين ومقاولين وعملاء، ولهذه الروابط والصلات أهمية كبيرة في مستقبل المشروع واستمراره. وفي هذا المجال تعمل شركات رأس المال المخاطر على تقديم مختلف النصائح المفيدة للمشروع ومن أمثلتها:

نصح المشروع ومساعدته على ترتيب وتنظيم مواعيد مع العديد من الشركاء المحتملين في الخارج من أجل توسيع القدرة التمويلية ودخولها في إطار دولي رحب فسيح، وما يجب أن يوضع على مائدة المفاوضات في المرحلة التمهيديّة للاتفاق وما هي أفضل شروط نموذجية للعقد... الخ.

**الفرع الثاني:****الموارد المالية ووسائل التدخل**

تعتمد شركات رأس المال المخاطر في جميع أموالها من عدة مصادر يمكن أن تكون أموال عمومية، أو يمكن أن تكون مؤسسات و شركات ترغب في استثمار أموالها في شكل رأسمال مخاطر لتوظيفها لاحقا في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بواسطة اقتناء حصص الشركاء أو عن طريق القيم المنقولة .

**الفقرة الأولى: الموارد المالية:**

تنص المادة 9 من القانون 06-11 على أنه: "يحوز رأسمال شركة الرأسمال الاستثماري مستثمرون عموميون أو خواص، سواء كانوا أشخاصا معنويين أو طبيعيين". وحسب المادة 21 من نفس القانون فتتكون موارد شركة الرأسمال الاستثماري من:

رأس المال الشركة والاحتياطات وغيرها من الأموال الخاصة، وأموال شبه خاصة تشمل الموارد الممنوحة من قبل الغير لاستثمارها في عمليات الرأسمال الاستثماري، وكذا الأموال العامة الممنوحة من قبل الدولة بالإضافة إلى الهبات.

و هي نفس الموارد التي نص عليها المشرع التونسي حيث نص على أن موارد شركات الاستثمار ذات رأسمال التنمية تتكون من (1):

▪ رأس المال والاحتياط وغيرها من الأموال الذاتية.

▪ موارد في شكل صناديق ذات رأسمال تنمية تتمثل في: موارد شبيهة بالأموال الذاتية

تكون شروطها مرتبطة بنتائج المشاريع الممولة على تلك الموارد، وموارد خاصة توضع على ذمتها للتصرف فيها لفائدة الغير.

واعتمادات من ميزانية الدولة يقع التصرف فيها بمقتضى اتفاقية تبرم مع الدولة.

#### أولاً: السلطات العمومية:

تلعب الدولة دوراً هاماً في عملية التمويل من خلال توظيف أموالها في شركات رأس المال المخاطر لسد الفراغ الذي قد يتركه الخواص، خاصة في المراحل التمويلية المبكرة التي تجتذب الكثير من المستثمرين، وقد تلجأ الدولة إلى إنشاء صناديق إطلاق وطنية أو جهوية أو بالشراكة مع الخواص بإنشاء صناديق مختلطة.

#### ثانياً: المستثمرون المؤسسيون:

ويتعلق الأمر هنا أساساً بصناديق التقاعد، شركات التأمين والبنوك، فبالإضافة إلى نشاطها الأساسي تقوم هذه المؤسسات بالعمليات الاستثمارية في رأس المال المخاطر، وقد كانت مصدراً هاماً من مصادر الحصول على الموارد المالية، فلو أخذنا على سبيل المثال فرنسا فإن مساهمة كل من البنوك، شركات التأمين، صناديق التقاعد لسنة 2006 كانت على التوالي: 23%، 17%، 14.5% (2).

(1) الفصل 23 من القانون عدد 87 لسنة 1995، مؤرخ في 30 أكتوبر 1995، المتعلق بتنقيح وإتمام القانون عدد 92 لسنة 1988، الرائد الرسمي للجمهورية التونسية، عدد 89، صادر بتاريخ 07 نوفمبر 1995.

(2) Bernard Guillon, Sandra Montchond, op cit, p133.

كما نشير أيضا إلى صناديق التقاعد الأمريكية التي تلعب أيضا دورا بارزا كمصدر رئيسي للأموال والتي يؤدي انتقالها من بلد لآخر إلى انهيار قطاعات كاملة بالبلد الذي تركته<sup>(1)</sup>.

وفي هذا الصدد نجد أن تجربة الجزائر الحديثة في هذا المجال بادرت بها البنوك العمومية إلى جانب شركات رأس المال الاستثماري الأخرى<sup>(2)</sup>.

### ثالثا: الشركات والمجمعات الكبيرة:

تتدخل الشركات والمجمعات الكبيرة في تزويد شركات رأس المال المخاطر بالأموال الموجهة للاستثمارات في المشاريع الناشئة، زيادة على ذلك يمكن أن تتدخل بالاستثمار مباشرة في هذه المشاريع، أو تقوم بإنشاء فرع خاص متخصص في هذا النوع من الاستثمار كما يمكن أن ترافق إطارات المجمع في إنشاء منشآتهم الخاصة والتكفل بتمويلها بدافع تحقيق قيم مضافة مرتفعة أو بغرض تطوير تكنولوجيا جديدة.

### رابعا: الأفراد الخواص:

نظرا لارتفاع المخاطر في هذا النوع من الاستثمار نجد أن نسبة الأفراد الخواص المشاركين في هذه العملية ضئيل جدا، ومنعدم تماما في الجزائر نتيجة لغياب سوق شفاف لاستثمارات رأس المال المخاطر (لأن المشاريع الناشئة الممولة غير مدرجة في البورصة). ففي بداية حياة المنشأة يعتمد في غالب الأحيان المؤسسين على أموال المقربين المقدمة من طرف العائلة، الزملاء والأصدقاء، هذه الأموال يمكن أن تكون محفزا كبيرا للمنشأة عند انطلاقها.

<sup>(1)</sup> Kamel Eddine Bouatouata, op cit, p28.

<sup>(2)</sup> وقد أوضح المفوض العام لجمعية البنوك والمؤسسات المالية أن قرار تمويل صناديق الاستثمار الولايتية يعد تكملة لدعم الدولة المباشر لخلق مؤسسات وتنشيتها من الناحية المالية، وتنويع أدوات التمويل المتاحة مشيرا إلى أن هذه الآلية تعتبر مهنة جديدة بالنسبة للبنوك والمؤسسات المالية في الجزائر.

وذكر المفوض العام لجمعية البنوك والمؤسسات المالية، بأن البنوك و المؤسسات المالية محتاجة إلى تأهيل مواردها البشرية وأدوات تدخلها وتسييرها للتكيف مع هذه السوق الجديدة.

وبصفة عامة يلجأ الخواص الراغبين في تحقيق عائد مرتفع، والمتميزين بروح المبادرة والمخاطرة إلى استثمار أموالهم في هذه المنشآت عن طريق وساطة شركات رأس المال المخاطر.

### خامسا: صناديق الصناديق:

إلى جانب المستثمرين اللذين يقدمون الأموال بطريقة مباشرة للمخاطرين برأس المال هناك أيضا صناديق الصناديق الذين يجمعون الأموال من المستثمرين لتوظيفها لدى مؤسسات رأس المال المخاطر، إذا هم بمثابة وسيط ثاني بين مقدمي الأموال والمشاريع الناشئة، حيث يمكن تعريفها بأنها: "صناديق تنشأ للاستثمار في صناديق الحصص الخاصة، عادة المستثمرون الأفراد، ونسبيا المستثمرون المؤسسيون يشاركون في صناديق الصناديق لتدنية جهود تسيير محافظهم"<sup>(1)</sup>.

بالإضافة إلى هذه الموارد المالية لشركات رأس المال المخاطر التي تحصل عليها من قبل هؤلاء المستثمرين، يمكنها أيضا الحصول على هبات تساعد على الرفع من رأسمالها وتوظيفها في المشاريع الناشئة

### الفقرة الثانية: الأدوات المالية:

تنص المادة 5 من القانون 06-11 على ما يلي :

"تتدخل شركة الرأسمال الاستثماري بواسطة اكتتاب أو اقتناء ما يلي:

أسهم عادية

شهادات استثمارية.

سندات قابلة للتحويل إلى أسهم.

حصص الشركاء .

ويوجه عام جميع فئات القيم المنقولة الأخرى المماثلة لأموال خاصة طبق للتنظيم

والتشريع المعمول بهما حيث تتولى شركة الرأسمال الاستثماري تسيير القيم المنقولة"

(1) محمد سبتي، مرجع سابق، ص73.

من خلال هذه المادة نجد أن المشرع الجزائري قد ذكر أربع أنواع على سبيل المثال ثم عم ذلك على جميع فئات القيم المنقولة، ومنه يمكن استخلاص هذه الأدوات المالية فيما يلي:

• الأسهم العادية:

قبل التطرق لها لا بد من تعريفها و ذكر أقسامها:

- (1) السهم: هو سند قابل للتداول تصدره شركة مساهمة كتمثيل لجزء من رأسمالها وتنقسم إلي نوعين (2):

أسهم نقدية: تضم الأسهم التي تم وفائها نقداً أو عن طريق المقاصة أو عن طريق دمج احتياطات أو علاوات مساهمة في رأس المال.

أما جميع الأسهم الأخرى فتعد من الأسهم العينية.

تشكل الأسهم العادية: الملكية الأصلية في المؤسسة حيث أنها لا تحمل الشركة أعباء لا تستطيع تحملها فهي غير ملزمة قانوناً بإجراء توزيعات لحملتها، كما أنها لا تحمل أي تاريخ استحقاق (3) أي أن حاملها يمتلك حصة في رأسمال المنشأة المصدرة وتعطيه حقوق منها: الحق في التنازل عن أسهمه أو بيعها وكذلك الحق في التوزيعات عند إقرارها، الحق في التصويت بشكل مباشر أو غير مباشر عن طريق تفويض عضو مجلس إدارة حسب حصته، الحق في أولوية الاكتتاب الجديد عند رغبة المنشأة في التوسع وزيادة رأس المال (4) حق الإعلام (الإطلاع على الوثائق).

(1) المادة 715 مكرر 40 من الأمر 75-59 المؤرخ في 1975، المتضمن القانون التجاري.

(2) المادة 715 مكرر 41 من نفس القانون.

(3) جمال بعطيش، التمويل، المخاطر المالية للاستثمارات في المؤسسة، دراسة حالة المؤسسة الوطنية للعصر والمصبرات، فرع نقاوس، مذكرة مقدمة كجزء من متطلبات نيل شهادة ماجستير في العلوم التجارية، فرع إدارة أعمال جامعة الحاج لخضر، باتنة 2008-2009، ص 28.

(4) محمود محمد الداغر، الأسواق المالية، مؤسسات أوراق، بورصات، دار الشروق للنشر و التوزيع، عمان الأردن الطبعة العربية الأولى، الإصدار الأول 2005، ص 90-91.

### • الشهادات الاستثمارية

هي أدوات مالية هجينة بين الأسهم والسندات، تصدر بمناسبة زيادة رأس المال وتجزئة الأسهم الموجودة و تنتج عن فصل بين الحقوق المالية، وحق التصويت الذي تمثله شهادة الحق في التصويت (تمثل هذه الشهادة حقوقاً أخرى غير الحقوق المالية المرتبطة بالأسهم)، يحصل حامل شهادات الاستثمار على عائد ثابت أو متغير، وهي قابلة للتداول ويجب أن تصدر شهادات الحق في التصويت بعدد يساوي شهادات الاستثمار، وهي غير قابلة للتداول (تحتفظ بها المنشأة)، إلا أن هذا النوع من الأوراق المالية لم تعد مستعملة إلا بصفة نادرة لعدم رغبة المخاطر برأس المال من التخلي عن حق التصويت.

### • سندات قابلة للتحويل إلى أسهم:

هي عبارة عن أوراق مالية تعطي لحاملها خيار الاحتفاظ بها إلى غاية تاريخ استحقاقها أو تحويلها إلى أسهم في تاريخ معين (أو إلى شهادات استثمار أحياناً)، أو خلال فترة معينة وفقاً لمعدل تحويل معين (عدد الأسهم المقابل لكل سند) ضمن ظروف معينة كل هذه الشروط يتم الاتفاق عليها في عقد الإصدار، ويتم التحويل في المنشأة الغير مسعرة بالاتفاق مع المسير<sup>(1)</sup>.

ولعل أهم أسباب اللجوء إلى هذا التمويل هي مواجهة صعوبات و تعقيدات من قبل المنشأة تضطرها إلى التخفيض في رأسمالها حيث تستدعي أصحاب هذه السندات لتحويلها إلى أسهم، وفي حالة عملية التنازل عن الأسهم كلياً، يرغب المستثمر في اغتنام فرصة الخروج من رأس المال لضمان سيولة العملية والاستفادة من عائدات العملية. وقد يرغب حامل هذه السندات إلى تحويلها بغرض الحصول على عائدات عالية تفوق العائد الثابت للسندات أو الاستفادة من رسملة أعلى من سعر الدخول بسبب ارتفاع قيمة المنشأة .

(1) محمد سبتي، مرجع سابق ، ص 146.

● حصص الشركاء:

الحصة هي نصيب معين من مال أو عمل<sup>(1)</sup>، فقد تكون هذه الحصة نقدية أو عينية أو عمل، فتمثل الأولى مبلغ من النقود، أما الثانية فهي تمثل عقار أو منقولا أما حصة العمل فهي الجهد المقدم من طرف الشريك.

إلا أنه فيما يخص شركة الرأسمال المخاطر فقد نص المشرع بصفة حصرية على أن الحصص الواجب تقديمها في رأسمالها تقتصر على الحصة النقدية ، دون سواها<sup>(2)</sup> نظرا لطبيعة نشاطها الذي يستدعي ضرورة توفير السيولة اللازمة للمشاريع الناشئة الطالبة لهذا التمويل .

وبصفة عامة جميع فئات القيم المنقولة الأخرى المماثلة لأموال خاصة نذكر على سبيل المثال بعض الأنواع الأخرى من السندات و الأسهم.

● سندات المساهمة:

تعتبر سندات المساهمة سندات دين تتكون أجزتها من جزء ثابت يتضمنه العقد وجزء متغير يحسب استنادا إلى عناصر تتعلق بنشاط الشركة أو نتائجها وتقوم على القيمة الاسمية للسند، يكون الجزء المتغير موضوع تنظيم خاص توضح حدوده بدقة، تكون هذه السندات قابلة للتداول ولا تكون قابلة للتسديد إلا في حالة تصفية الشركة أو بمبادرة منها بعد انتهاء أجل لا يمكن أن يقل عن خمس سنوات حسب الشروط المنصوص عليها في عقد الإصدار<sup>(3)</sup>.

● الأسهم الممتازة:

تشكل الأسهم الممتازة سند للملكية في أصول المؤسسة، غير أنها تختلف عن الأسهم العادية في جوانب متعددة منها حق الأولوية في الحصول على الأرباح المقرر توزيعها ولها أيضا حق الأولوية في قيمة التصفية حين تفلس المؤسسة، وربما بسبب ذلك حرمت حاملها

(1) أ. عمار عمورة ، مرجع سابق ، ص 156.

(2) المادة 3 من المرسوم 08-56 السابق الذكر.

(3) المادة 715 مكرر 74 من القانون التجاري.

من حق التصويت أو حتى حضور الجمعيات العامة للمساهمين<sup>(1)</sup>، إلا في الحالات التي تعاني فيها المنشأة من مشاكل عويصة، بالإضافة إلى إمكانية تجميع أرباح السنوات التي لم تشهد توزيعها، والحصول عليها في السنوات اللاحقة زيادة على حقها في الحصول على معلومات في غاية الدقة، حق اعتراض بعض العمليات المالية.

### • الأسهم ذات حق التصويت المضاعف:

هذه الميزة في حق التصويت المضاعف لا تتعلق بنوع خاص بذاته من الأسهم ، بل تمنح لحامل السهم الذي احتفظ به لفترة زمنية طويلة نوعا ما (سنتين في العادة) كمكافأة لوفاء المساهمين.

### • الأسهم ذات التوزيعات الأولوية دون حق التصويت:

ميزة هذه الأسهم أنها تعطي الأولوية كاملة في تحصيل الأرباح القابلة للتوزيع دون حق التصويت، وهي نادرا ما تستعمل من قبل شركات رأس المال الخاطر لسببين:  
**الأول:** أن المخاطرين برأس المال، غالبا ما يكون لهم دور هام في تسيير المنشأة وعدم الاكتفاء بالرقابة فقط.

**الثاني:** أن هدف المخاطرين برأس المال، الحصول على قيمة مضافة ومعتبرة عند الخروج من المنشأة وليس هدفهم الحصول على التوزيعات الدورية للأرباح قد تضر بقدرات المنشأة على النمو.

و لا يجوز لشركة الرأسمال المخاطر أن تخصص أكثر من 15% من رأسمالها أو احتياطها كمساهمة بأموال خاصة في مؤسسة واحدة، كما لا يمكنها أن تحوز أسهما تمثل أكثر من 40% من رأسمال مؤسسة واحدة ، كما لا يجوز لها أن تقوم باقتراضات تفوق حدود عشرة في المائة ( 10%) من أموالها الخاصة الصافية، ولا يمكن أن تستعمل المبالغ المقترضة لتمويل الحصول على المساهمات<sup>(2)</sup>.

(1) جمال بعطيش، مرجع سابق ، ص 29

(2) المواد 17- 18- 20 من القانون 06-11 السالف الذكر.

**الفرع الثالث:****مرحلة الانفصال:**

إن المبدأ الذي تقوم عليه الشراكة بين المخاطر برأس المال والمنشأة هو الشراكة المؤقتة، أي أن الخروج من المنشأة أمر أساسي ويتم التحضير له منذ المفاوضات الأولى بين الطرفين قبل الدخول في رأس المال.

حيث تنص المادة 23 من القانون 06-11 على أن:

شركة الرأسمال الاستثماري يمكنها الانسحاب من المساهمة عند حلول الأجل المتفق عليه عن طريق:

- بيع الحصص مع إعطاء الأولوية إلى المساهمين في الشركة أو إلى غيرهم من المساهمين.

- أي شكل آخر للانسحاب.

فهناك عدة أوجه للخروج كالتسجيل في البورصة، التنازل الصناعي وأيضا التنازل لممولين آخرين، وفي هذا الصدد نجد هناك اختلاف وأيضا تقارب بين المخاطر برأس المال والمؤسسين حول الطريقة المثلى للخروج، فمن جهة المخاطر برأس المال يبحث عن المردودية وكذا بناء الشهرة ومن جهة أخرى المؤسسين يريدون الحفاظ على استقلاليتهم بالإبقاء على الرقابة على مؤسستهم<sup>(1)</sup>.

**الفقرة الأولى: بيع المساهمات في البورصة:**

تعتبر هذه الطريقة في الانسحاب من المساهمة بمثابة الطريق الملكي، هذه الحالة تكون عندما يتم قيد المؤسسة بعد نجاحها في البورصة، وهنا يمكن للمستثمر المخاطر أن يقوم ببيع أسهمه في البورصة، تمكنه من الحصول على سيولة نتيجة لحصول الأسهم أو الحصص على فائض قيمة معتبر عن طريق القيمة السوقية للأسهم، ما يسمح للمخاطر برأس المال من الاستثمار في منشآت أخرى، ومن جهة أخرى تتمكن المنشأة من ضمان

<sup>(1)</sup> Bernard Guillon, Sandra Montchaud, op cit, p117.

مواصلة نموها وحصولها على تمويلات جديدة، وأيضا مزايا أخرى كإنشاء علاقات جديدة مع مختلف المتعاملين الاقتصاديين.

إن دخول المؤسسة الصغيرة والمتوسطة إلى البورصة يعد منعرجا مهما في حياتها و يتطلب ذلك تحضيرات طويلة و تغييرات كثيرة (كإعادة تنظيم داخلي وضع سياسة اتصال خارجي.....)، و لعل وجود المخاطر برأس المال كشريك يساعد على إرسال إشارات للسوق بالأداء الجيد للمنشأة نظرا للمصداقية التي يتمتع بها في السوق المالي.

إلا أن دخولها إلى البورصة قد يؤدي بها إلى مواجهة بعض القيود كتكلفة العملية مع وجوب اختيار التوقيت المناسب لذلك، أيضا إلزامية قيامها بالإفصاح المالي.

مع الإشارة أنها تحتاج إلى أسواق مالية خاصة بها وهي بالطبع ليست تلك التي تدرج فيها المنشآت الكبيرة أسهمها، وهذا لعدم قدرتها على استقاء شروطها وقيودها.

ونذكر على سبيل المثال أشهر هذه الأسواق وهو سوق ناسداك ( NASDAQ ) الأمريكي في سنة 1971، وأيضا ( EASDAQ ) الأوربي الذي أنشأ سنة 1999، وأصبح يسمى ناسداك الأوربي بعد حيازة ناسداك 58% منه سنة 2001.

على غرار كذلك السوق الجديد ( le nouveau marché ) الفرنسي الذي تم إنشاؤه بموجب قرار وزاري لوزير المالية في 28 ديسمبر 1995 والذي تم فتحه في 14 فيفري 1996<sup>(1)</sup>، هذا السوق الذي يغطي الفراغ بين رأس المال الاستثماري و سوق المال التقليدي.

هذا النوع من الأسواق ساعد كثيرا الدول المتقدمة في النهوض بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، على عكس الدول النامية ومنها الجزائر التي تفتقر إلى هذه الآلية للخروج من المساهمة والتي تلعب دورا هاما في تسهيل العملية التمويلية.

### الفقرة الثانية: طرق أخرى لانسحاب:

بالإضافة إلى الخروج عن طريق البورصة، هناك عدة طرق أخرى لانسحاب شركة رأس المال المخاطر من رأسمال المؤسسة تتمثل في:

<sup>(1)</sup> François dénis Portinal, opcit, p, 327

**أولاً: انقضاء المساهمة:**

ونقصد هنا الفشل الكلي للشركة أو المؤسسة الممولة وعلى اعتبار المخاطر شريك فهو أيضا يتعرض لنفس المصير<sup>(1)</sup>.

و فيما يخص المنشآت الحديثة النشأة التي لم تفلح في الانطلاق تشير بعض الإحصائيات أن 50% منها تندثر في الخمس سنوات الأولى من إنشائها وتصل هذه النسبة إلى 70% فيما يخص المنشآت ذات التكنولوجيا العالية.

إلا أن شركات رأس المال المخاطر تتخذ حذرًا عند انتقائها للمشاريع التي تمولها وكذا تعمل على توفير الاستشارة والتوجيه للمنشآت التي تمولها (وهذا ما سنراه في استراتيجياتها غير التمويلية) مما يقلل من معدلات الفشل.

**ثانياً: التنازل للمبادرين أو المساهمين:**

إن بنود الأفضلية والأولوية التي يتضمنها عقد المساهمة، تمنح لهم الحق في شراء مساهمة برأس المال إذا كانت لهم القدرة على شرائها بسعر السوق، بغرض تعزيز حصتهم في رأس مال المنشأة والاستحواذ على الأغلبية.

**ثالثاً: شراء الحصص من طرف المنشأة نفسها مع تخفيض رأس المال:**

في غياب الخسائر تخفيض رأس المال يسمح لشركات المساهمة التسديد النقدي مع إلغاء الأسهم أو تخصيصها للأجراء (مع مزايا) في حين أن اهتلاك رأس المال يسمح أيضا بتسديد كل أجزاء رأس المال للمساهمين عن طريق السحوبات من الاحتياطات<sup>(2)</sup>

بمعنى أن المنشأة تقوم بشراء حصة شركة رأس المال المخاطر اعتماداً على رأس مالها دون اللجوء إلى مصادر خارجية سواء بالتخفيض من رأسمالها وسداد قيمة حصة المخاطر برأس المال نقداً أو عن طريق القيام بالاقتطاع من الاحتياطات وهنا نستطيع القول

(1)، (2). أ. رقية حساني، المرجع السابق، ص 94.

أن المنشأة لها توجه نحو التصفية لأن في الأصل أنها بحاجة للموارد المالية لتواصل ممارسة نشاطها وتوسيعه.

#### رابعاً: الخروج المالي:

يتم عن طريق بيع المخاطر برأس المال حصته لمساهمين ماليين آخرين (مؤسسات رأسمال استثماري مثلاً)، هذا النمط للخروج يندرج ضمن منطوق التمويل المرحلي على عدة أدوار وأيضاً ضمن منطوق دورة تطور حياة مؤسسات رأس المال المخاطر وتخصصها، حيث يمكن لمؤسسة رأسمال مخاطر بعد أن أوصلت المنشأة إلى مرحلة معينة من النمو، أن تفسح المجال لمؤسسة أخرى متخصصة في تمويل المرحلة الجديدة من النمو (رأسمال النمو)، أو مؤسسة رأسمال مخاطر جهوية لأخرى وطنية ذات قدرات مالية أكبر، لأن المنشأة في هذه الحالة يمكن أن ترغب في ممارسة نشاطها على نطاق أوسع، ما يتطلب إمكانيات وموارد مالية تفوق قدرات مؤسسة رأسمال مخاطر جهوية<sup>(1)</sup>.

حيث يمكن أن يتم البيع بين شركات تعرف بعضها خارج السوق، وقد يتم عن طريق هياكل وسيطة.

#### خامساً: الخروج الصناعي:

ويقصد به حالة التنازل لمؤسسة أخرى أو لشركة قابضة في نفس القطاع أو مجمع صناعي، لكن هذا النوع من الخروج يتصف بصعوبة التنظيم لسببين:

الأول: أن المخاطر برأس المال في وضعية الأقلية في المنشأة في حين أن المستأنف الصناعي يرغب في الحصول على حصة الأغلبية ليتمكن من إدارة المنشأة.

والثاني: تخوف المؤسس من المنافسة من طرف المستأنف الصناعي.

إلا أن هذا الأخير قد يتمكن من تحقيق رغبتة في حصوله على وضعية الأغلبية في الحالات التي تواجه فيها المنشأة لصعوبات إستراتيجية أو تمويلية تضطرها إلى قبول الوضع للخروج من المشكلة بأقل الأضرار.

(1) محمد سبتي، مرجع سابق، ص 158.

**المبحث الثاني:****آليات تفعيل شركات رأس المال المخاطر وتقييم أدائها في الجزائر:**

أمام تزايد الحاجات التمويلية للمشروعات الناشئة، وامتتاع الأوساط المالية التقليدية عن سد هذه الحاجات ، تظهر شركات رأس المال المخاطر كخيار هام وضروري لنجاة هذه المشاريع، وعلى هذا الأساس كان من الضروري وضع آليات ناجعة في تفعيلها وتطويرها مع تقييم أداء هذه الشركات في الجزائر بالتطرق إلى مختلف النقائص و العوائق التي تواجهها و الأفاق المستقبلية لها .

وعليه سيتم تقسيم هذا المبحث إلى مطلبين:

**المطلب الأول: آليات تفعيل شركات رأس المال المخاطر.**

**المطلب الثاني: تقييم أداء شركات رأس المال المخاطر في الجزائر.**

**المطلب الأول:****آليات تفعيل شركات رأس المال المخاطر:**

و نركز في هذه النقطة على آليتين: الأولى داخلية تتعلق بشركات رأس المال المخاطر والثانية خارجية تتصل بدور السلطات العامة والمؤسسات المالية والبحثية والصناعية، فعلى شركة رأس المال المخاطر أن تتبع سياسة استثمارية ناجعة، بالإضافة إلى دور الدولة في توفير مناخ ملائم لنجاحها ، ويقسم هذا المطلب إلى فرعين:

**الفرع الأول: الآليات الداخلية.**

**الفرع الثاني: الآليات الخارجية.**

**الفرع الأول:****الآليات الداخلية**

للتحكم في العقبات التي يمكن أن تواجه شركات رأس المال المخاطر على هذه الأخيرة أن تتبع آليات داخلية تساعدها على تفادي الصعوبات التي قد تحد من توسيع نشاطها و بالتالي عدم تحقيق الأهداف المرجوة من إنشائها.

**الفقرة الأولى: تنوع مكونات المحفظة وتكوين مواردها البشرية:**

إن أصحاب رأس المال المخاطر هم مستثمرو المخاطر العالية، وبقبولهم المخاطرة باستثماراتهم يتطلعون إلى جني مرتفع حسب مرحلة الاستثمار التي استثمروا فيها ويتخذ صاحب رأس المال قرار الاستثمار في المنشأة بعد فحص واسع وشامل وتوخي اليقظة الواجبة ( due diligence )، فيتحرى مدى استيفاء المنشأة لمعايير استثماراته، ولأن مستثمري أصحاب رأس المال المخاطر معرضون لخطر فشل الشركة<sup>(1)</sup>، وللتخفيف من حدة هذه الأخطار يستوجب على هذه الأخيرة التنوع في مكونات محفظتها المالية، وذلك بإقامة توازن بين الأصول السائلة (الاستثمار في المشروعات المستقرة التي تضمن حد أدنى من السيولة والدخول الجارية)، والأصول غير السائلة ذات المخاطر المرتفعة (الاستثمار في المشروعات الناشئة، فبالرغم من أنها تحقق إيرادات جارية إلا أن إمكاناتها الإيرادية المستقبلية المحتملة مرتفعة).

فإدارة هذه الشركات تحتاج إلى كفاءات عالية ذات خبرة لا بأس بها في مجال المال والأعمال والإدارة، وبالنظر إلى الاستراتيجيات التي تتبناها شركات رأس المال المخاطر، وهي كما رأينا مالية، وغير مالية، فهي تحتاج إلى توافر العنصر البشري المتخصص في هذه المهنة ، إلا أنها تفتقر إلى هذا العنصر الحيوي في إدارتها فبالرغم من توافر العنصر

(1) اللجنة الاقتصادية والاجتماعية لغربي أرسيا (الاسلوا)، الموارد المالية، رأس المال المخاطر و ريادة الأعمال في تكنولوجيا المعلومات و الاتصالات، الأمم المتحدة، نيويورك 2007.

المالي والتجاري في إدارة المؤسسات (رجال البنوك أو مؤسسات التمويل) أين يكون لهم دور هام في التحليلات المالية والمحاسبية إلا أن هذا غير كاف لإدارة هذه الشركات.

### الفقرة الثانية: الإستراتيجية الإستثمارية:

وفي هذا الشأن توجد نظريتان:

**أولاً: نظرية التنوع في الصناعات:** وقد أخذت بها الدول الأوروبية:

لا يقوم رأس المال المخاطر بالاستثمار في الأشخاص الجيدين والأفكار الجيدة فحسب بل أيضا في الصناعات التي تتسم بالتنافسية، ويواجه المستثمرون مخاطر انتقاء الصناعة الخطأ أو تكنولوجيا لم تبرهن بعد على نجاحها<sup>(1)</sup>.

وتعد قاعدة تنوع الصناعات مسألة متنازع عليها على عكس قاعدة تنوع المحفظة إلا أن مؤيدي التنوع برروا ذلك على ثلاث أسس:

#### • الأول: تفادي ظاهرة الدورية:

إن إتباع سياسة التركيز على قطاع معين مثلا كقطاع التكنولوجيا فائقة التطور سيؤدي إلى اتجاه نسبة الإيرادات إلى الندرة مع قرب انتهاء دورة التكنولوجيا التي تميز المرحلة الحالية وتركز عليها شركات رأس المال المخاطر في استثماراتها، لذلك فإن سياسة التنوع تصبح الأكثر مواءمة للسنوات القادمة.

• الثاني: أن التنوع في الصناعات قد يؤدي بهذه الشركات إلى تحقيق إيرادات أكبر لأنها قد تكون هناك صناعات لم تستثمر فيها من قبل، ذات آفاق نمو أعلى من غيرها.

• أما الأساس الثالث: فإن التنوع يساعد هذه الشركات على اكتساب الخبرة في عدة مجالات زيادة على تطوير مهنة رأس المال المخاطر.

#### ثانيا: نظرية التخصص في الصناعات: (أخذت بها الولايات المتحدة الأمريكية)

وتتميز إستراتيجية التخصص في اكتساب شركات رأس المال المخاطر أحسن خبرة صناعية ممكنة، وقد تواترت هذه الشركات في الولايات المتحدة الأمريكية على إتباع سياسة

(1) نفس المرجع، ص 21.

التركيز حول قطاع التكنولوجيا الفائقة على غرار مؤسسات ( Silicon Valley ) أكسبها أصولا ومعارف تحت شكل الخبرة التكنولوجية لا يمكن تجاهلها.

ورغم هذه المزايا إلا أن هذه النظرية لا تخلو من العيوب خاصة تعرض الصناعة التي تم التخصص فيها لظاهرة الدورية والهبوط، فكل الصناعات تعرف هذه الظاهرة.

← والسؤال المطروح هو أي النظريتين أكثر ملاءمة لشركات رأس المال المخاطر؟

خاصة بالنسبة للدول الجديدة العهد في هذا المجال ومنها الجزائر؟

إن هذه المهنة في البلدان النامية لازالت في مراحلها الأولى وأن رسالة هذه الشركات

تكمن في دعم نوعين من المشاريع الناشئة منها والمتعثرة وكلاهما غير مستهدفة من وسائل

التمويل التقليدية، ولذا فإن التخصص في هذه المشاريع قطاعيا وصناعيا يحقق لشركات

رأس المال المخاطر خبرة في التعامل معها وتآلف عوائقها.

وحسب رأي الدكتور عبد الباسط وفا، فإن هذا لا ينفي مع ذلك أهمية التنوع حيثما

تغلب مبرراته لذلك فهو ينصح بإتباع الإستراتيجية التالية:

- ضرورة الأخذ بالمفهوم الكامل لتنوع المحفظة.
- ضرورة الأخذ بالتنوع من حيث التنظيم الخارجي للمؤسسات، بمعنى أن شركات رأس المال المخاطر توزع الاختصاص فيما بينها.
- ضرورة أن تتوزع شركات رأس المال المخاطر محفظة أوراقها بالنسبة للقطاع الذي تستثمر فيه بحيث لا تعلق كامل أمالها على مشروع واحد دون الإفراط في هذا التنوع.

### الفرع الثاني:

#### الآليات الخارجية:

يكون المستثمر أكثر استعدادا للاستثمار إذا وجدت بيئة تنظيمية وتشريعية، ودعم

حكومي ملائم في شكل سياسات داعمة بالابتكار ولقوانين الضرائب المرتبطة بها ولخطط

معالجة مختلف المخاطر التي تواجهها<sup>(1)</sup>.

(1) نفس المرجع السابق، ص26.

وفي هذا الصدد يوجد دوران أساسيان لتدعيم مهنة رأس المال المخاطر أحدهما مباشر  
والآخر غير مباشر<sup>(1)</sup>

### الفقرة الأولى: السياسة التشريعية:

على الدولة أن تعمل على توفير مناخ استثماري ملائم اقتصاديا وسياسيا وتشريعيًا  
لتطور مهنة رأس المال المخاطر للتخفيف من مخاطر المحيط الاقتصادي الذي يمكن أن  
تواجهها زيادة على أخطار النشاط في حد ذاته لذلك فإن إتباع سياسة تشريعية واضحة  
وبسيطة بعيدة عن مختلف التعقيدات تؤدي إلى تشجيع مثل هذه الشركات.  
ونأخذ في هذا المجال جهود الدول المتقدمة في السعي إلى تحقيق الأمان لنشاط  
شركات رأس المال المخاطر، حيث تشهد الأسواق الأجنبية مجموعة من القواعد الفنية  
والمالية التي تخضع لها هذه الشركات لتأمين الاطمئنان للمستثمرين فيها ن وكذا تحقي  
الأمان النسبي في استثماراتها المختلفة، أهم هذه القواعد:

### أولاً: الفصل بين الإدارة والاستثمار:

تتخذ أغلب الدول في هذا الصدد مبدأ الفصل بين إدارة شركات رأس المال المخاطر و  
استثماراتها، بأن تعهد مهمة الإدارة إلى شركات متخصصة في إدارة مثل هذا النوع من  
الشركات لضمان الإدارة الحسنة من جهة ، ولتفرغ الشركة لأموال الاستثمار و اتخاذ القرارات  
الرشيده في هذا المجال .

و تشير التجارب الناجحة التي توكل مهمة إدارة شركات رأس المال المخاطر  
لشركات متخصصة إلى تحقيق فوائد كبيرة بالنظر إلى خبرتها وتخصصها الدقيق في  
دراسة وانتقاء المشروع الناشئ المراد تمويله، هذا ما ساعد على الانخفاض الواضح  
في معدلات الإخفاق و الفشل للمشروعات الممولة.

(1) عبد الباسط وفاء، مرجع سابق، ص130.

**ثانياً: وضع حدود قصوى للاستثمار:**

تعمل الدول على وضع حد أقصى لاستثمار شركة رأس مال مخاطر في مشروع واحد لاعتبارات عديدة لتتبع تكوين محفظتها المالية، و كذا التمكن من التحكم في المخاطر التي يمكن أن تصادفها في عملية تمويل هذه المشاريع التي تتسم بارتفاع نسبة المخاطرة.

**ثالثاً: الإشراف النسبي على إدارة شركات رأس المال المخاطر:**

تخضع الشركات المتخصصة في إدارة شركات رأس المال المخاطر إلى رقابة محدودة لضمان السير الحسن لها حيث تضع بعض الدول قواعد معينة لضبط نشاطها. فإتباع هذه السياسة التشريعية سيؤدي إلى تشجيع ظهور مثل هذه الشركات وخاصة في القطاع الخاص الذي قد يلعب دور محوري في هذا النوع من العمليات التمويلية، لكن دون أن يتعدى ذلك إلى التدخل في تسيير آلياتها.

**رابعاً: ضمان التمويل المقدم من شركات رأس المال المخاطر:**

نتيجة ارتفاع نسبة المخاطرة في ممارسة نشاط رأس المال المخاطر، ولتشجيع إنشاء المشاريع الناشئة على الدولة أن تضع آلية ضمان حقيقية وفعالة للدفع بهذه الشركات لتحقيق الأهداف الاقتصادية المرجوة.

فقد لوحظ من التجارب المقارنة أن الدول تتدخل تدخلا إيجابيا لصالح المشروعات الناشئة بصفة عامة، ورأس المال المخاطر بصفة خاصة وذلك من خلال المؤسسات الحكومية التي تتولى تأمين التمويل المقدم إلى المشروعات الناشئة<sup>(1)</sup>.

وفي هذا الصدد نجد عدة أمثلة عن هذا النوع من هيئات الضمان في الدول المتقدمة على غرار الصناديق الأمريكية Small Business Administration التي تضمن ما يوازي 75% من تمويلات شركات رأس المال المخاطر، وصناديق الضمان الفرنسية (تتراوح نسبة الضمان ما بين 40% و 75%).

(1) نفس المرجع، ص 137.

وقد أنشأت هذه الصناديق من أجل تشجيع إنشاء المؤسسات وكذلك الاستثمار والابتكار، وتسير هذه الصناديق أوكلتة الدولة إلى هيئة أنشئت لهذا الغرض ( LA (SOFARIS)، وهي شركة مساهمة برأسمال قدره 338 مليون فرنك<sup>(1)</sup>، تساهم الدولة بحصة 44%، والبنوك 45% ومؤسسات التأمين 11%، تقدم ضمانات لمؤسسات التمويل ومنها شركات رأس المال المخاطر بنسبة تصل في المتوسط إلى 50% من إجمالي التمويل وتصل إلى 65% وأحيانا 75% في حالة المشروعات الناشئة.

و بهذا فإن قيام الدولة بضمان تمويلات شركات رأس المال المخاطر يعتبر دفعا قويا لتشجيعها على أخذ المبادرة .

#### خامسا: تأمين السيولة لمساهمات شركات رأس المال المخاطر:

نظرا لعدم تمكن المشروعات الناشئة من دخول سوق البورصة فإن هذا سيؤدي إلى تجميد الأصول المستثمرة لشركات رأس المال المخاطر ويصعب تسيلها، لا شك أن ذلك يشكل عقبة أمام تشجيع الاستثمار في هذه الشركات، هذا ما دفع الكثير من الماليين إلى المطالبة بإنشاء سوق خاصة لمبادلة حصص المشروعات الناشئة، على غرار سوق NASDAQ الأمريكي و Nouveau Marché الفرنسي أين لعب دورا محوريا في تداول أسهم هذا النوع من المشاريع، حيث أعتبر هذا النوع من الأسواق بمثابة حقل تدريب أولي للمشروعات تمهيدا لدخولها في السوق الرسمية، وقد سهل بشكل كبير عملية خروج شركات رأس المال المخاطر من المشروعات بالبيع فيه.

#### الفقرة الثانية: السياسة الضريبية:

إن السياسة الضريبية الخاصة بهذه المهنة غير تلك المطبقة على باقي المجالات الأخرى، فقد لوحظ أن الدول تحرص على تميزه بمعاملة ضريبية خاصة، نتيجة لارتفاع نسبة المخاطرة من جهة، والدور الحيوي الذي تلعبه في خلق وتمويل المشاريع الناشئة وخدمة الاقتصاد ككل من جهة أخرى.

<sup>(1)</sup> François-Denis Potrinal, op cit, pp 61-62.

وقد خص المشرع فصلا مستقلا للنظام الجبائي المطبق على شركات رأس المال الاستثماري من خلال الفصل السادس من القانون 06-11 بالإضافة إلي تبين كفاءات تطبيق هذا الفصل من خلال المرسوم 08-56 المتعلق بشروط ممارسة نشاط رأس المال الاستثماري.

حيث تنص المادة 14 من هذا المرسوم على ما يلي:

"تستفيد شركات رأس المال الاستثماري المتدخلة في شكل رأسمال المخاطرة من النظام الجبائي المطبق على شركات رأس المال الاستثماري".

وتعفى شركة الرأسمال المخاطر من الضريبة على أرباح الشركات بالنسبة للمداخل المتأتية من<sup>(1)</sup>:

- الأرباح
- نواتج توظيف الأموال.
- نواتج وفائض قيم التنازل عن الأسهم و الحصص.

حيث تستفيد شركة الرأسمال الاستثماري المتدخلة في صيغة رأسمال المخاطرة من

الإعفاء من الضريبة على أرباح الشركات لمدة 5 سنوات إبتداء من انطلاق نشاطها .

الملاحظ هنا أن هذه الشركات تستفيد من هذا الإعفاء بصفة مؤقتة وليست دائمة، عكس ما هو عليه الحال بالنسبة للشركات المغربية حيث تعفى كليا من الضريبة على أرباح الشركات المحققة في إطار غرضها القانوني<sup>(2)</sup>، شرط أن تمتلك هذه الشركات في محفظة سندات ما لا يقل عن 50% من أسهم مؤسسات مغربية غير مسعرة في البورصة، والتي لا يتجاوز رقم أعمالها 50 مليون درهم دون احتساب الضريبة على القيمة المضافة، وأن تمسك محاسبة نوعية<sup>(3)</sup>.

(1) المادة 27 من القانون 06-11 السابقة الذكر.

(2) المادة 6 من الظهير الشريف 197، 05، 1 الصادر في 26 ديسمبر 2005 بتنفيذ قانون المالية رقم 05، 35 للسنة المالية 2006 جريدة رسمية عدد 5382 صادرة بتاريخ 29 ديسمبر 2005.

(3) المادة 7 من نفس الظهير الشريف.

نلاحظ هنا أن نسبة المساهمة في المؤسسات الصغيرة و المتوسطة تكون مناصفة بين الشركة والمؤسسة، في حين اشترط المشرع الجزائري نسبة 49% لا يمكن تجاوزها للدخول في رأسمال المؤسسة الممولة كحد أقصى.

وفيما يخص الضريبة على الدخل تخفض بـ 10% بالنسبة لحاصل التنازلات على أسهم هيئات توظيف الأموال بالمجازفة (OPCR) والتي تتوفر على المعايير المذكورة التي تنشط في الاستثمار بلا انقطاع في مستوي 60% على الأقل من الأسهم في رأس المال (بالنسبة المطبقة هي 15% لأن حصة 60% غير محترمة)<sup>(1)</sup>.

أما المشرع الجزائري فقد اشترط التزام الشركة بالمحافظة على الأموال المستثمرة في المؤسسات لمدة لا تقل عن خمسة (5) سنوات ابتداء من تاريخ الاكتتاب أو الاقتناء حتى تستفيد من الإعفاء المنصوص عليه سابقا ، ويحسب أجل المحافظة بالسنة التقويمية ابتداء من أول يناير من السنة الموالية من تاريخ أي اكتتاب أو اقتناء<sup>(2)</sup>.

و تطبق هذه الأحكام بالنسبة للاستفادة من المعدل المنخفض بـ 5% من الضريبة على أرباح الشركات، وهي نسبة التخفيض التي يمنحها المشرع لشركات رأس المال المخاطر.

الملاحظ هنا أن المشرع لم يدرج الأفراد المكتتبين في شركات رأس المال المخاطر ضمن المستفيدين من قائمة الإعفاءات التي نص عليها، وبذلك فهم يخضعون للضريبة على الدخل و لا يتمتعون بأية امتيازات ضريبية عكس ما هو عليه الحال بالنسبة للقانون الجبائي المتعلق بهذه الشركات في تونس، حيث يتمتع المكتتبون في الأسهم التي تصدرها شركات الاستثمار ومنها شركات رأس المال المخاطر من الإعفاء الكامل من الأداء على المداخل والمراجع التي يتم إعادة استثمارها في الاكتتاب في هذه الأسهم.

وهذا يعد دافع تشجيعي للاكتتاب في مثل هذه الشركات المحتاجة لرؤوس الأموال

لتوظيفها في تمويل استثمارات للمشاريع الناشئة.

<sup>(1)</sup> Mohamed Zakaria, op cit, P19.

<sup>(2)</sup> المادة 12 من المرسوم 08-56 السابق الذكر.

وعلى المشرع الجزائري أن يأخذ هذه النقطة بعين الاعتبار والعمل على تعديل النظام الجبائي الخاص بهذه الشركات بما يخدمها والهدف من أجله.

كما تخضع هذه الشركات لرسم تسجيل ثابت مبلغه خمسمائة دينار ( 500 دج) وعشرون دينار ( 20 دج) عن كل صفحة بالنسبة لكل عقد تأسيسي أو زيادة الرأسمال أو تخفيضه أو التنازل عن قيم منقولة.

في حين نجد أن كل من المشرع التونسي و المغربي قد أعفيا هذه الشركات من جميع الأداءات و الرسوم على الوثائق المتعلقة بالتأسيس و بالتغيرات في رأس المال .  
و السؤال المطروح : هل تخضع شركات رأس المال المخاطر الأجنبية التي تنشأ فروعا لها في الجزائر من نفس النظام الجبائي المطبق على الشركات الجزائرية ؟  
لم يتطرق المشرع لهذه النقطة ، ولم يخص هذه الشركات بنصوص خاصة أو بتخفيضات مميزة ، وبذلك فيطبق عليها نفس النظام .

مع الإشارة إلى أن الشركات الأجنبية بصفة عامة التي لها فرع في الجزائر تستفيد من تخفيض بنسبة الضريبة التي تفرض على الشركات الأجنبية و التي تقتطع من المصدر مخفضة بـ 25% مقارنة بالشركات الجزائرية.

كما تستفيد من بعض الإعفاءات ، ويتعلق الأمر بالنسبة لشركات السياحة تعفى لمدة 10 سنوات، و 3 سنوات بالنسبة لوكالات السياحة و السفر، والمؤسسات الفندقية حسب نسبة رقم أعمالها المحقق بالعملة الصعبة.

كما لم ينص المشرع على الضريبة التي تقتطع من المصدر فيما يخص شركات رأس المال المخاطر، حيث تخضع الشركات بصفة عامة لنظام الاقتطاع من المصدر بنسبة 30 % وبذلك ما لم يوجد نص خاص فهي تخضع لنفس النسبة.

في حين أن المشرع المغربي قد أعفاها بصفة كلية من الضريبة المحجوزة في المنبع بالنسبة لعوائد الأسهم، وحصص المشاركة و الدخول المعتبرة في حكمها التالية:

-.....، الأرباح المقبوضة من لدى هيئات توظيف رأس المال بالمجازفة.

وكذا بالنسبة للفوائد و الحاصلات الأخرى المماثلة المدفوعة إلي هيئات توظيف رأس المال بالمجازفة و هذا حسب المادة 6 من قانون المالية لسنة 2006.

ومن خلال دراسة النظام الجبائي لهذه الشركات نجد أنه لا يرقى إلي تطلعات هذه الشركات و المكتتبين فيها، خاصة و أنها حديثة العهد في الجزائر و تحتاج إلي تشجيع حقيقي لمساعدة ظهورها و تحفيزها على الاستمرار في النشاط الذي يستدعي بدل جهود إضافية من طرف الدولة الجزائرية بما يتماشى مع متطلبات تشجيع الاستثمار وتحقيق التنمية الوطنية.

### المطلب الثاني:

#### تقييم أداء شركات رأس المال المخاطر في الجزائر

تعد شركات رأس المال المخاطر حديثة النشأة في الجزائر، ولا تزال في بداية نشاطها وقد ساهمت في تأخر ظهورها عدة عوامل اقتصادية واجتماعية وسياسية إلا أن الجزائر استدركت الأمر ولو بصفة متأخرة، وتحاول تدارك هذا التأخر بوضع إصلاحات لعلاج مختلف النقائص الموجودة على مستوى هذا النشاط ، ويمكن تقييم أداء هذه الشركات من خلال المطلبين التاليين:

#### الفرع الأول: واقع هذه الشركات في الجزائر.

#### الفرع الثاني: الآفاق المستقبلية لشركات رأس المال المخاطر في الجزائر.

#### الفرع الأول:

#### واقع هذه الشركات في الجزائر

إن الملاحظ من تحليل واقع نشاط شركات رأس المال المخاطر في الجزائر أنها ما زالت في بدايتها وتعاني نقائص كثيرة ، يجب العمل على تحسينها والتغلب عليها من أجل النهوض بهذه الصناعة حتى تتمكن هذه الشركات من لعب الدور المنتظر منها في الاقتصاد الوطني لأنه تم وضع هذه الآلية الجديدة في التمويل لمحاولة معالجة إشكاليات التمويل من جذورها فيما يخص المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

و سيتم عرض واقع صناعة رأس المال المخاطر في الجزائر من خلال توضيح مختلف النقائص والعوائق التي تواجهها وتشمل: نقائص تتعلق بالإطار القانوني و الضريبي نقائص تتعلق بالمناخ الاستثماري العام لهذه الشركات.

### الفقرة الأولى: نقائص تتعلق بالإطار القانوني و الضريبي:

إن نشاط شركات رأس المال المخاطر في الجزائر جد حديث وضعيف في نفس الوقت حيث يعاني عدة نقائص من الجانب القانوني و الضريبي، فالتأخر الملحوظ للمشرع الجزائري في تأطير نشاط رأس المال المخاطر كان العائق الأكبر الذي واجه هذه الصناعة في الجزائر بالنسبة للمستثمرين الأجانب أو الوطنيين الراغبين في تبني مثل هذا النوع من النشاط.

ففي غياب إطار قانوني خاص وواضح يبين معالم تأسيس هذه الشركات كان الحاجز الرئيسي أمامهم، حيث كانت تؤسس في شكل تجاري لا تحضى بثقة المتعاملين الاقتصاديين، أو في شكل مؤسسات مالية تخضع لقيود البنك المركزي (بنك الجزائر)، حال دون الانطلاق الفعلي لهذه التقنية التمويلية زيادة على غياب الحوافز الضريبية التي تشجع المستثمرين على تحمل المخاطر العالية لتبنيهم مثل هذا النشاط. ورغم ذلك فإن الجزائر شهدت نشوء شركتين باشرت صناعة رأس المال المخاطر قبل تقنيته ويتعلق الأمر بـ ( FINALEP ) و ( SOFINANCE ) إلا أن نشاطهما كان محدودا في مجالات لا تتسم بمخاطر عالية.

ولم تحظى شركات رأس المال المخاطر بقانون خاص بها إلا في سنة 2006 من خلال القانون 06-11 المتعلق بشركات رأس المال الاستثماري. ورغم النقاط الإيجابية التي أتى بها هذا القانون إلا أنه لم يكن في مستوى تطلعات رأس المال المخاطر حيث اعتبره منقوصا من عدة نقاط.

ففيما يخص الجانب الإيجابي، أنه بعد طول انتظار تم تأطير صناعة رأس المال المخاطر مع تقديم تحفيزات ضريبية لهذه الشركات.

كما منحها فرص أكبر في توسيع مصادرها في تحصيل رؤوس الأموال التي يمكن أن تستثمرها في المشاريع الناشئة عكس ما كانت عليه قبلا حيث كانت تعتمد أكثر على أموالها الذاتية.

أما أهم ملاحظات وتطلعات مهني رأس المال المخاطر فيما يتعلق بالإطار القانوني والضريبي بصفة عامة فتتمثل في:

**1.** فيما يخص الطبيعة القانونية لشركات رأس المال المخاطر حيث نص عليها صراحة المشرع الجزائري في المادة 7 من القانون 06-11 على أنها تأخذ شكل شركة المساهمة فرغم الجانب الإيجابي لهذا النوع من الشركات، إلا أن هناك نوع آخر، وهي شركة المساهمة المبسطة، فهي تتسم بالمرونة فيما يخص عدد الشركاء، إذ يكفي شريكين فقط لإنشائها بدل سبعة شركاء، كما هو الحال لشركة المساهمة، مع العلم أن هذا النوع غير مذكور في القانون التجاري الجزائري لذا لا بد من ضرورة العمل لخلق انسجام بين القانون المتعلق بشركات رأس المال المخاطر والقانون التجاري لإثرائهما بأشكال قانونية ملائمة لهذه التقنية التمويلية.

**2.** تمكين الأفراد من ممارسة نشاط رأس المال المخاطر في صورة ملائكة الأعمال (كما تسمى في الولايات المتحدة الأمريكية ويقصد بهم رجال الأعمال).

**3.** القانون 06-11 نص على حوافر ضريبية لشركات رأس المال المخاطر دون تقديم تسهيلات ضريبية للأشخاص الطبيعيين الراغبين في الاكتتاب في صناديق الاستثمار وهذه الشركات.

**4.** المشرع حدد سقف لنسبة مساهمة هذه الشركات في رأس مال المنشأة وهي 49% وتمثل نسبة الأقلية، إلا أنه في أحيان كثيرة، نجد أن المخاطر برأس المال يكون في وضعية الأغلبية نظرا لانعدام الخبرة لدى المنشآت الجديدة في التسيير فنجد أن شركات رأس المال المخاطر في أغلب الأحيان تتخذ أهم القرارات الإستراتيجية في تسيير المنشأة وبذلك فرغم أن مساهمته في الأصل هي ذات أقلية، إلا أن صاحب المنشأة يبقى تابع له في أمور الإدارة.

5. إن خضوع شركات رأس المال المخاطر لرقابة لجنة تنظيم عمليات البورصة مراقبتها قد يؤثر سلبا على نشاطها لبطئ وثقل إجراءاتها بالاستناد إلى التجربة غير الموفقة لبورصة الجزائر.

### الفقرة الثانية: نقائص تتعلق بالمناخ الاستثماري العام لهذه الشركات:

إلى جانب التأخر الذي شهدته عملية تقنين هذه التقنية الحديثة في التمويل ما أدى إلى تأخر انطلاق هذه الشركات في الجزائر، توجد عراقيل أخرى تتعلق بالمناخ الاستثماري ككل زاد من صعوبة انتشارها وعدم توفر الظروف الملائمة لها صعب من مهمتها :  
أولا: نقص الموارد المالية وغياب الثقافة الاقتصادية والمالية للمستثمرين الجزائريين:  
تفتقر شركات رأس المال المخاطر لرؤوس الأموال المتاحة لها من أجل استثمارها في هذا الشأن.

فقبل إصدار القانون 06-11، الشركتين اللتان كانتا تتشيطان في السوق كانتا تستعملان أموالها الخاصة من أجل تمويل استثمارتهما، في حين نلاحظ أن هذه الشركات في الخارج تستفيد من مساعدة رؤوس الأموال العمومية والخاصة<sup>(1)</sup>.  
فجاء القانون 06-11 ليسمح لهذه الشركات بتوظيف أموال تقدمها لها الدولة وكذا الخواص، ففيما يخص مساهمة الدولة في تمويل هذه الشركات نجد أن الجزائر باشرت في إنشاء صناديق وطنية على مستوى كل ولاية ممولة من طرف الخزينة العمومية بمقدار مليار دج لكل صندوق، لكن الملاحظ على الأموال المخصصة لهذه الصناديق أنها غير كافية هذا من جهة، ومن جهة أخرى نجد أن توزيع هذه الأموال غير عادل بالنسبة للولايات، فهناك ولايات صغيرة وفقيرة لا يمتلك سكانها للأموال الكبيرة من أجل إنشاء مشاريع تحتاج لتمويل معتبر وبالتالي مساهمة الصندوق في رأسمالها يكون بأموال أقل من تلك التي يساهم فيها في ولايات غنية يقوم الأفراد فيها بالاستثمار في مشاريع تحتاج إلى مساهمات أكبر بهذه الصناديق.

<sup>(1)</sup> Mohamed Amine, op cit, p54.

بالإضافة إلى مساهمة البنكين العموميين BADR و CNEP، في إنشاء شركة الجزائر استثمار.

كما نص على إمكانية الخواص بتوظيف أموالهم لكن أين هي هذه الأموال؟ وفي هذا الصدد نجد أن مشكلة الذهنية والثقافة المالية وبالنتيجة روح المؤسسة في تحمل الخطر، وكذا هذه التقنية التمويلية الجديدة لا تدخل ضمن ثقافة العون الاقتصادي الجزائري<sup>(1)</sup>.

ولعل أهم العوامل التي أدت إلى غياب ثقافة رأس المال المخاطر في الجزائر تتمثل في:

- أن معظم المشاريع تكون فردية وفي إطار عائلي تعتمد على التمويل الذاتي، رافضة أي تدخل لرؤوس أموال خارجية خوفا من فقدان السيطرة على المنشأة فيما يخص الإدارة وكذا تسرب المعلومات السرية الخاصة بها.
- زيادة على غياب ثقافة المقابلة، مع نقص الوعي وعدم الفهم الجيد إن لم نقل الجهل التام لهذه التقنية التمويلية، وحتى من جانب البنوك الموكلة لها مهمة تسيير صناديق الاستثمار الولائية، لا نقل كل البنوك ولكن أغلبها لم تقم بتوعية أكثر للمستثمرين الشباب ولم تسعى للتعريف بهذا الأسلوب الجديد في التمويل.

وحتى على مستوى البنوك نفسها، فإن البنكي له معلومات سطحية حول رأس المال المخاطر، بالإضافة إلى غياب روح المغامرة والمخاطرة لدى المؤسسات المالية الجزائرية لتبني مثل هذا النوع من التمويل.

ضف إلى ذلك فإن قلة الشفافية المحاسبية لدى أصحاب المؤسسات وتقديم أرقام ومعطيات خاطئة فيما يتعلق برقم الأعمال والأرباح السنوية، مع عدم التصريح بعدد العمال وتفشي ظاهرة الغش والتهرب الضريبي وتخوفهم من مشاركة الدولة، لأنهم يتخوفون من عدم

<sup>(1)</sup> Idem, p54.

تحقيق أرباح كبيرة في حالة العمل في إطار شفاف ، ففي هذه الحالة سيضطرون إلى دفع الضرائب التي تحول دون تحقيق الربح المرجو من الاستثمار.

كل هذه العوامل حالت دون انتشار رأس المال المخاطر في الجزائر التي تعتمد على الشفافية والإفصاح المالي بشكل كبير.

### ثانيا: نقص الكفاءة البشرية المتخصصة وفي الزبائن المحتملين:

تشهد الجزائر نقصا كبيرا في الموارد البشرية المتخصصة في صناعة رأس المال المخاطر ، حيث أن هذه الأخيرة تتطلب مهارات خاصة في مختلف الجوانب القانونية الاقتصادية، المحاسبية والمالية والإدارية، وهو الشيء الذي تفتقده الجزائر سواء من حيث النوع أو الكم.

زيادة على غياب مكاتب دراسات متخصصة في إعداد خطط العمل وحسب الاطلاع على بعض الملفات التي تم دراستها فإن المكلف بإعداد هذه الدراسة هو مسؤول مصلحة القرض التقليدي على مستوى البنك، بمعنى أنه يتم دراسة الملف دراسة تقليدية كما هو الحال في دراسة ملف طالب القرض بمعنى بقاء الدراسة التقليدية هو السائد.

يتضح أن رجال البنوك والمحاسبين لهم دور هام في تقديم التحليلات المالية والمحاسبية، لكن بمفردهم لا يشكلون الفريق النموذجي لإدارة مؤسسة رأس المال المخاطر وإلا أفضى ذلك إلى إفساح مجال للخسارة، يرجع إلى وجود فواصل بين عالم التمويل والاستثمارات، وعالم رجال الصناعة والتكنولوجيا<sup>(1)</sup>.

في حين أن شركات رأس المال المخاطر تحتاج إلى مهارات خاصة في هذا المجال مختصة وذات تكوين عال لتدعيم هيكلها، كما تشهد المؤسسات القضائية نقصا إن لم نقل انعداما في رجال القانون الذين يتحكمون في الخصائص القانونية لهذه التقنية.

(1) عبد الباسط وفاء، مرجع سابق، ص119.

بالإضافة إلى نقص الوعي لدى أصحاب المشاريع الناشئة حول دور شركات رأس المال المخاطر في تمويل حاجاتهم التمويلية خاصة في المراحل المبكرة من تأسيس مشاريعهم أدى إلى نقص في الزبائن المحتملين الممكن تمويلهم برأس المال المخاطر، هذا من جهة ومن جهة أخرى هذه الوسيلة في التمويل تهتم بالمنشآت التي لها استعدادات عالية للنمو خاصة التكنولوجية منها ونظرا لاعتبار الجزائر بلد مستهلك وناقل للتكنولوجيا، وليس مخترع لها فإن هذا النوع من المشاريع المستهدفة شبه مفقودة نظرا للتأخر الكبير في المجال التكنولوجي والبحث العلمي ببلدنا.

### ثالثا: عدم وجود جمعية مهنية للمستثمرين برأس المال:

تعتبر جمعيات مهنة رأس المال المخاطر طرفا هاما في تفعيل الدور الرقابي والتنظيمي الذي يساهم في عملية تطوير هذه الصناعة.

ونظرا للدور الهام الذي تلعبه هذه الجمعيات في تمثيل متعاملي رأس المال المخاطر خاصة أمام السلطات التي تقوي موقف هذه الشركات من أجل التفاوض لتحسين ظروف ومناخ ممارسة هذا النشاط.

فإن البلدان المتطورة كما رأينا سابقا عملت على تأسيس مثل هذه الجمعيات لتنظيم نشاط هذه الشركات، على غرار تونس كذلك التي قامت بتأسيس الجمعية التونسية للمستثمرين برأس المال (ATIC)، التي تم إنشاؤها سنة 2004 وتضم 41 عضوا. إلا أن الجزائر لا تزال تفتقد لمثل هذه الجمعية ولم يتم تأسيسها إلى يومنا هذا.

### رابعا: غياب آلية ضمان وآلية خروج مناسبة لشركات رأس المال المخاطر:

لوحظ من التجارب المقارنة أن الدول تتدخل تدخلا إيجابيا لصالح المشروعات الناشئة عامة، ورأس المال المخاطر بصفة خاصة، وذلك من خلال المؤسسات الحكومية التي تتولى تأمين التمويل المقدم إلى المشروعات الناشئة ومن أمثلة هذه المؤسسات صناديق الضمان

الفرنسية<sup>(1)</sup> وأهم هذه الصناديق على الإطلاق، الشركة الفرنسية لضمان تمويل المشروعات (SOFARIS)<sup>(\*)</sup> ، التي أنشأتها الحكومة الفرنسية سنة 1982.

فالتوسيع وتطوير صناعة رأس المال المخاطر في الجزائر، ولتشجيع إنشاء مثل هذه الشركات المختصة في مثل هذا النوع من التمويل، لابد من وضع نظام أو آلية لضمان مساهمتها نظرا لتعرضها لمخاطر عالية، إلا أن شركات رأس المال المخاطر في الجزائر تفتقر لمثل هذه الإمكانيات، وبالتالي تفتقد لتغطية مخاطر عملياتها الأمر الذي شكل عائقا في سبيل تطوير واتساع هذه التقنية التمويلية.

كما تفتقر شركات رأس المال المخاطر الجزائرية إلى خيارات الخروج من مساهمتها في المنشآت الجديدة، حيث يكون انسحابها من المساهمة عند حلول الآجال المتفق عليه عن طريق بيع الحصص مع إعطاء الأولوية للمساهمين في الشركة أو إلى غيرهم من المساهمين، أو في أي شكل آخر للانسحاب<sup>(2)</sup>.

ومن أهم انشغالات المخاطر برأس المال قبل دخوله في رأسمال المنشأة الممولة هو البحث عن آلية ملائمة لخروجه، تضمن له سيولة العملية مع الحصول على قيم مضافة ولعل أهم طريقة وآلية خروج يفضلها المتعامل برأس المال المخاطر هي البورصة، نظرا لما تحققه من آثار إيجابية للطرفين.

لكن هذه الآلية غير ممكنة بالنسبة لهذه الشركات في الجزائر نظرا للوضعية السيئة لبورصة الجزائر، فهي لم تلعب الدور المنوط بها في الاقتصاد الجزائري للمتعاملين العاديين فكيف لها أن تكون السند لهذه الشركات ذات الطبيعة الخاصة في عملياتها.

فعلى غرار كل من أمريكا والدول الأوروبية التي عملت على إنشاء أسواق مالية متخصصة في هذا النشاط، كسوق ناسداك الأمريكي، والأسواق الجديدة في فرنسا الجزائر

(1) نفس المرجع السابق، ص138.

(\*) (SOFARIS) : Société française de garantie des financements des petites et moyennes entreprises.

(2) المادة 23 من القانون 06-11 السالف الذكر.

لا تزال ضعيفة في هذا المجال نظرا لعدة ظروف وخاصة غياب ثقافة الاستثمار والمبادلات عبر السوق المالي.

### الفرع الثاني:

#### الآفاق المستقبلية لهذه الشركات في الجزائر:

بالنظر إلى ما سبق تبرز أهمية السعي إلى تفعيل أكبر لهذا النوع من الشركات لتلعب الدور المنوط بها، فمن الضروري دعم نشاطها لأهميتها القصوى في دفع المشروعات الناشئة واستمرار نموها، وضمان بقائها خاصة في القطاعات المهددة (كقطاع التجديد والابتكار)، ويمر هذا التفعيل عبر جملة من الشروط وطرق الدعم التي يجب أن توفر لإيجاد الجو المناسب والملائم لتطور هذا النوع من الشركات. وبهذا الصدد على الجزائر اليوم أن تخطو خطوة جريئة في مجال اتخاذ جملة من الإصلاحات لتحسين الوضع الاقتصادي ككل، منها ما يتعلق بالمناخ الاستثماري بصفة عامة، وآخر يتعلق بهذه الشركات على وجه الخصوص.

#### الفقرة الأولى: التدعيم غير المباشر للشركات:

فعلى الدولة توفير مناخ استثماري ملائم اقتصاديا وسياسيا وتشريعيا ذلك أنه كلما ارتفعت حدة المخاطر المحيطة كلما أحجم المستثمرون على الاستثمار في المحيط الخطر بسبب مواجهة خطر ذو بعدين، الأول يتعلق بالمؤسسة والنشاط الممول، والثاني يتعلق بالمحيط، بالإضافة إلى دعم أساليب الشراكة مع الشركات الأجنبية المتخصصة في مجال رأس المال المخاطر خاصة التي تقدم التكنولوجيا<sup>(1)</sup>.

أما فيما يخص تشجيع إنشاء شركات رأس المال المخاطر وطنية كانت أو أجنبية فعلى الدولة مد يد العون لهذه الشركات، ومساندتها حتى تتغلب على الصعوبات المختلفة التي تواجهها كانهخفاض الإيرادات والسيولة وارتفاع عنصر المخاطرة وذلك بتشجيعها ودعمها.

(1) رابح خوني، مرجع سابق، ص 206.

ويتجسد التدعيم غير المباشر لهذه الشركات في كل ما يتعلق بسياسة الحوافز الضريبية من جهة، والشروط التنظيمية التي تحكم عمل شركات رأس المال المخاطر من جهة أخرى، وكذا الجانب التشريعي الذي يشجع هذه الشركات، ويخلق بيئة ومناخ تشريعي ملائم لتطورها، لذلك يجب أن تتميز اللوائح والتنظيمات التي تصدرها الدولة بالبساطة والسهولة عند إنشاء هذه الشركات<sup>(1)</sup>.

زيادة على ذلك على الدولة أن تتخذ الإجراءات التالية:

### أولاً: إعداد دورات تكوينية لموظفي شركات رأس المال المخاطر:

نذكر في هذا الصدد إطلاق الشركة ما بين المصارف للتكوين ( S.I.B.F ) ( Société Inter Bancaire de Formation ) في 01 أكتوبر 2005 بالتنسيق مع سفارة الولايات المتحدة الأمريكية في الجزائر، مهمة هذه الشركة تنظيم برنامجا تكوينيا حول رأس المال المخاطر.

وقد كان آخر ملتقى في سنة 2011 على مرحلتين<sup>(2)</sup>:

**الأول:** حول رأس المال الاستثماري (le capital investissement).

**الثاني:** حول خطة العمل (le business plan) الإطار التنظيمي والتحليلي.

وكان ذلك تحت إشراف السيد كمال الدين بوعطوطة، مدير سابق لشركة ( FINALEP )، وقد نظمت هذه الدورة التكوينية لموظفي البنوك العمومية الموكلة لهم مهمة تسيير أموال صناديق الاستثمار الولائية.

### ثانياً: العمل على تشجيع إنشاء مشاريع استثمارية:

لقد اتخذت السلطات العمومية إجراءات وتدابير من شأنها أن تؤدي في حالة نجاحها إلى تجسيد العديد من الأفكار الجديدة، ومختلف ابتكارات البحث العلمي في شكل طلبات من

<sup>(1)</sup> نفس المرجع، ص 207.

<sup>(2)</sup> Société Inter Bancaire de Formation, Direction des Formations Thématiques et Spécifiques, Alger, 2011.

أصحاب هذه الأفكار لتمويل مشاريعهم الاستثمارية لدى شركات رأس المال المخاطر الجزائرية، ولعل أهم الجهود المبذولة من طرف الدولة في هذا الشأن:

### -إنشاء أقطاب وحدائق تكنولوجية:

تسعى الجزائر في هذا المجال إلى إنشاء مجموعات مخابر، مراكز بحث، أقطاب علمية داخل مؤسسات التعليم العالي، وأقطاب وحدائق تقنية بين الجامعات، نظرا لما لها من دور محوري في النهوض بالابتكار والبحث العلمي التي يمكن تجسيدها في مشاريع استثمارية، مما قد يولد عدد لا بأس به من المشاريع الناشئة، في هذا الصدد تحتاج إلى دعم مالي وفني كبيرين خاصة في المراحل المبكرة من حياتها، وهو الدور المنوط بشركات رأس المال المخاطر.

زيادة على الدور الذي يمكن أن يقوم به المعهد الوطني للملكية الصناعية ( INAPI ) حيث يمكنه تشجيع مثل هذه الأبحاث العلمية بمنحها براءات اختراع، والذي أنشأ بموجب المرسوم التنفيذي رقم 68/98 المؤرخ في 21 فيفري 1998، حيث يعمل على حماية الحقوق في الملكية الصناعية، والمشاركة في تطوير الإبداع ودعمه عن طريق تنمية نشاط الابتكار.

### - العمل على تثمين الابتكارات ونتائج البحث العلمي:

ونسجل في هذا الصدد إنشاء الوكالة الوطنية لتطوير البحث العلمي ( ANDRV )) سنة 1995، التي تتكفل بإعداد، تلقين، وتقييم برامج البحث العلمي السنوية، وتضمن تثمين نتائج الأبحاث، إضافة إلى إنشاء الوكالة الوطنية لتثمين نتائج البحث والتطوير التكنولوجي ( ANVREDET ) سنة 1998 تحت وصاية وزارة التعليم العالي والبحث العلمي، يتمثل دورها الأساسي في البحث عن الأفكار التي تستحق التثمين ومرافقتها، وكذا ترقية أنظمة ونماذج التثمين، وذلك لتحقيق عدة أهداف أهمها، تثمين الروابط بين قطاع البحث العلمي والصناعي<sup>(1)</sup>.

(1) محمد سبتي، مرجع سابق، ص 188.

وعلى الدولة إنشاء مركز وطني للإعلام الاقتصادي مهمته توفير المعلومة للمستثمرين في كافة أوجه النشاط الاقتصادي<sup>(1)</sup>.

فيمكن للجزائر استغلال مثل هذه الهيئات في دعم شركات رأس المال المخاطر من خلال تشجيع إنشاء مشاريع جديدة، وبالتالي توفير زبائن لهذه الشركات من أجل التكفل بتمويل مشاريعهم التي تتسم بمخاطر عالية، خاصة ذات التكنولوجيا العالية والحديثة وبالتالي فهي تكون بحاجة لهذا النوع من التمويل الجريء.

### ثالثا: إنشاء جمعية مهنية للمستثمرين لرأس المال المخاطر:

لحد الآن لم تنشأ مثل هذه الجمعية في الجزائر على غرار مختلف البلدان الأخرى التي تم التطرق لها سابقا، فلا بد من المبادرة في إنشاء هذه الجمعية التي يمكنها تمثيل شركات رأس المال المخاطر أمام السلطات العمومية، كما تعمل على تنظيم ومراقبة نشاطها وتفعيله كما يمكن أن يكون لها دور فعال في نشر ثقافة الاستثمار في المجتمع الجزائري.

### رابعا: توفير آلية ضمان:

على الجزائر أن توفر مثل هذا النوع من الهيئات المكلفة بضمان مساهمة شركات رأس المال المخاطر في رأسمال المنشآت الجديدة، على غرار ما هو موجود مثلا في فرنسا كشركة ( SOFARIS ) مهمتها ضمان مساهمة هذه الشركات في عمليات رأس المال المخاطر.

مع العلم أن الجزائر تمتلك صندوقان مؤهلان لتشكيل حلقة الضمان المفقودة في سلسلة رأس المال المخاطر الجزائرية، حيث يمكن استغلالها في تغطية مخاطر عمليات هذه الشركات وضمان الشركات وضمان مساهماتها في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وهما:

(1) رايح خوني، مرجع سابق، ص 206.

• صندوق ضمان الاستثمارات للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة (CGCIPME)

الذي أنشئ بموجب المرسوم الرئاسي رقم 04-134 بتاريخ 19 أبريل 2004 لكن انطلق فعليا سنة 2005 بضمان قروض الاستثمار المقدمة من طرف البنوك والمؤسسات الاقتراضية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

• صندوق ضمان القروض للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة (FGAR)

الذي أنشئ بموجب المرسوم التنفيذي رقم 02-373 المؤرخ في 11 نوفمبر 2002 المتعلق بتطبيق القانون التوجيهي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة حيث يتكفل الصندوق بضمان تسديد جزء من الخسارة التي يتحملها البنك في حالة عدم تسديد القرض، وفي المقابل يأخذ الصندوق علاوة على مبلغ القرض يردها في حالة عدم تقديمه الضمان. وبالفعل لقد استفادت شركة الجزائر استثمار من إمكانية حصولها على ضمان هذا الصندوق في عمليات رأس المال المخاطر<sup>(1)</sup>.

خامسا: استغلال الهيئات المنشأة لتطوير الاستثمار في تفعيل رأس المال المخاطر:

تحتوي الجزائر على هيئات لدعم و تطوير الاستثمار الوطني، يمكن لعب دور محوري في تفعيل وانتشار رأس المال المخاطر ، كالمجلس الوطني للاستثمار والوكالة الوطنية لتطوير الاستثمار.

- المجلس الوطني للاستثمار

الذي أنشأ بموجب المرسوم التنفيذي 01-281 المؤرخ في 24 سبتمبر 2001 المعدل بموجب المرسوم التنفيذي 06-355 المؤرخ في 9 أكتوبر 2006، هذا الأخير الذي حدد مهام وصلاحيات هذا المجلس، من بينها تحديد القطاعات المرتبطة بالاستثمار ولعل أهم هذه القطاعات هي قطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

<sup>(1)</sup> La Convention De La Partenariat Entre La Banque De L'agriculture Et Du Développement Rural Et La Société De Capital Investissement El-Djazair Istithmar (Décembre 2010).

في سياق دخول الدولة لاقتصاد السوق كان لزاما عليها عصرنة المؤسسات للاستمرار هيكليا و تشجيع إنشاء مؤسسات جديدة.

فعلى الدولة أن تقوم بدراسة معمقة لهذا القطاع قصد التحديد الدقيق لنقاط القوة والضعف للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، التي من شأنها توجيه بصورة فعالة حاجيات المساعدة والنشاطات الواجب الشروع فيها، كما يجب إنشاء مرصد للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، يتخصص في الدراسة المعمقة لها وهذا ما يؤدي إلى توفير نظام فعال من خلاله يمكن جمع المعلومات الاقتصادية الدائمة وتحليلها وربطها بالتطورات التي تحدث على المستوى العالمي، وهذا من شأنه أن يفتح رؤية مستقبلية لهذه المؤسسات في هذا العالم المتغير، ويدعم رسم إستراتيجية خاصة بتطوير المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ضمن تنمية وطنية تحدد القطاعات التي تتوفر فيها الجوائز على مزايا تنافسية من شأنها أن تقلص بشكل كبير من مخاوف المستثمرين<sup>(1)</sup>

#### - الوكالة الوطنية لتطوير الاستثمار:

أنشأت بموجب الأمر 03-01 المتعلق بتطوير الاستثمار، لها مهام أساسية حيث تلعب دور المرشد للمستثمر، باستقباله وتوجيهه، ودور المستشار للسلطات المعنية بالاستثمار بتقديم الاقتراحات لها.

حيث تعمل على ضمان خدمة الاستقبال والإعلام لصالح المستثمرين في جميع المجالات الضرورية للاستثمار، مع وضع أنظمة إعلامية تسمح لهم بالحصول على المعطيات الاقتصادية بكل أشكالها، والمراجع التوثيقية ومصادر المعلومات الأنسب الضرورية لتحضير مشاريعهم.

بالإضافة إلى مرافقة المستثمرين و مساعدتهم لدى الإدارات الأخرى، كما تعمل على ترقية الاستثمار بتشجيع و تكثيف العمل الترويجي للمشاريع الاستثمارية.

(1) فوزي عبد الرزاق ، إشكالية تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بالجزائر في ظل التحولات الراهنة ، مجلة العلوم الإنسانية، العدد 26 الصادرة في ديسمبر 2006، قسنطينة، ص ص، 188، 189 .

سادسا: فتح بورصة الجزائر أمام المؤسسات الصغيرة والمتوسطة<sup>(1)</sup>

و ذلك من خلال إنشاء قسم جديد للتداول تم تخصيصه للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة للشروع في تطبيق برنامج واسع لتأهيلها، تستجيب لأهداف دعم المخطط الخماسي 2010-2014 من خلال:

- وجود مستثمرين من المؤسسات ومسيرري الأصول على اثر إنشاء البنوك لشركات الرأس مال الاستثماري.
- تدابير جبائية تشجع على الدخول إلى البورصة، والعديد من المزايا التي يتيحها هذا القسم، بالإضافة إلى منح هذه المؤسسات الكثير من المزايا:
  - التمويل المباشر الذي يكمل التمويل البنكي.
  - دخول مبسط وبأقل التكاليف إلى البورصة.
  - فرص الاستثمار والخروج من الاستثمار فيما يخص شركات الرأس مال الاستثماري.
- وتتميز السوق المخصصة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة بإنشاء وظيفة رئيسية تتمثل في وظيفة المرافق الذي يدعى (المتعهد بالترقية في البورصة) والتي تعتبر الابتكار الرئيسي الذي سوف يطبع هذه السوق، وعملا على تطبيق ذلك فقد جرى إدراج ترتيب في النظام العام لبورصة القيم بهدف تحديد شروط قبول المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بحيث تتمثل مهمة المتعهد بالترقية في البورصة في تقديم المشورة للشركة ومرافقتها ومراقبتها للتأكد من أنها تقوم بالتزاماتها بشأن المعلومات الدورية.
- ويختلف وضعه القانوني عن وضع الوسيط في عمليات البورصة الذي تعتمده اللجنة لممارسة عدد معين من النشاطات فالمتعهد بالترقية يعتبر شريكا ماليا وقانونيا حقيقيا

(2) التقرير السنوي للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها لسنة 2010، ص18، 19 .

للمؤسسة الصغيرة والمتوسطة على المدى الطويل، فهو يتدخل لجانب المؤسسة للتخصير لتسعيورها في البورصة وتقديم المساعدة لها، كما يتصرف في واقع الأمر كمقدم الخدمات الإعلامية في مجال التحليل والاستشارة، وتدقيق الحسابات في المجال القانوني والمالي وهو مختص في العمليات المتعلقة بالأصول طويلة الأمد.

ويعتبر وجوده ضروريا لكل مؤسسة صغيرة ومتوسطة مسعرة في بورصة الجزائر ويلتزم باحترام هذه المؤسسة لالتزاماتها بالشفافية تجاه السوق، ويقوم بمرافقتها في تنفيذ التزاماتها. ويمكن أن يكون هذا المتعهد بنكا أو مؤسسة مالية أو وسيطا في عمليات البورصة أو شركة تحليل واستشارات مالية و قانونية، شرط أن يتم تعريف والاعتراف بهذه الأخيرة ضمن قائمة من طرف لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها.

ويتم تحديد العلاقات التي تحكم المتعهد بالمؤسسة الذي تختاره بموجب اتفاقية تبرم وفقا لنموذج تعدده اللجنة، ويمكن للمؤسسة أن تغير المتعهد بعد إعلام اللجنة بذلك. ويكون المتعهد مسؤولا خصوصا على بقاء سند المؤسسة في البورصة باستمرار وإذا ما حصل انقطاع لمسار المؤسسة، فإنه يتحمل مسؤولية ذلك، ويمكن شطب اسمه من القائمة على مستوى اللجنة.

كل هذه التدابير من شأنها أن تساعد شركات رأس المال المخاطر على تدليل العقبات التي تواجهها، خاصة فيما يخص تداول أصولها في البورصة، وبصفة أهم منحها فرصة للخروج من رأس مال المؤسسة التي تمولها بطريقة تضمن لها المحافظة على سيولتها مع تحقيق قيمة مضافة لاستثماراتها.

كما أن التكفل الجاد بالرأس مال الاستثماري بصفة عامة و الرأس مال المخاطر بصفة خاصة يعتبر ضروريا لكونه أداة لازمة، ولا بد منها بحكم المساعدة المالية والإستراتيجية التي يمنحها بطبيعة المنطق الذي يحكمه ولاسيما بحكم طريقة عمله.

**الفقرة الثانية: التدخل المباشر للدولة في تدعيم هذه الشركات:**

زيادة على التدعيم غير المباشر الذي تقدمه الدولة لهذه الشركات، يمكنها أيضا أن تكون طرفا بارزا ومهما في العملية التمويلية ككل، بالاشتراك في رأس المال المخاطر بطريقة مباشرة، ويتخذ هذا التدخل عدة أشكال.

**أولا: التمويل المباشر للمشروعات:**

الذي يمكن من توفير تمويل من قبل الدولة للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة و يكون ذلك عن طريق إنشاء شركات في هذا المجال مثل ما هو الأمر بالنسبة للبنكين العموميين: بنك الفلاحة والتنمية الريفية، والبنك الوطني للتوفير والاحتياط، الذين أسسا شركة الجزائر استثمار، وهي شركة رأس مال استثماري تتولى تمويل المنشآت الجديدة في مختلف أطوار نموها.

وقد أكد المدير العام للجزائر استثمار على أنها قد سجلت اهتمام حوالي مئة مؤسسة صغيرة ومتوسطة عبر مختلف الولايات خلال شهرين من انطلاقها فقط ، عشر من هذه المشاريع التي طلبت التمويل تعد قيد المعالجة والتجسيد، وأضاف أن المؤسسات العشر المعنية التي تعد 7 منها قيد الانجاز و 3 في طريق التطور موجودة بالعاصمة 4 شركات وتبسة 3 والمدية وبرج بوعريريج وبشار (1 لكل منها).

مشيرا إلى أن هذه المساهمات قابلة للتفاوض لكن لا يمكن أن تكون أدنى من 5 سنوات قصد التمكن من الاستفادة من المزايا الجبائية التي نص عليها القانون 06-11<sup>(1)</sup>.

**ثانيا: الاستثمار في شركات رأس المال المخاطر:**

وهو ما نص عليه المشرع صراحة من خلال المادة 21 من القانون 06-11 حيث ذكر أن الأموال العامة الممنوحة من قبل الدولة يمكن أن تدخل ضمن موارد شركات رأس المال

<sup>(1)</sup> [www.ops.dz/spip.php?page:imprimerfid-article:1751](http://www.ops.dz/spip.php?page:imprimerfid-article:1751).

الاستثماري من أجل تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة المنتجة للسلع والخدمات، أو بإنشاء شراكة مع شركات رأسمال مخاطر أجنبية على غرار شركة آسيكوم: (Asicom) التي تم إنشاؤها سنة 2004 بمساهمة رؤوس أموال عمومية جزائرية وسعودية

### ثالثا: إنشاء الدولة لصناديق مشتركة أو عامة لرأس المال المخاطر:

أي يمكن للدولة أن تنشأ صناديق استثمار مشتركة (برأس مال عام و خاص) أو عامة لتدعم بشكل مباشر عمليات رأس المال المخاطر، وهو ما حصل فعلا في الجزائر مؤخرا حيث قامت الدولة بإنشاء صندوق استثمار على مستوى كل ولاية، يهتم بتمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة عن طريق تقنية رأس المال المخاطر لأهداف عدة منها تحقيق التنمية المحلية على مستوى الولاية.

وفي هذا الصدد وقعت وزارة المالية والشركات ذات رأس المال الاستثماري الناشطة وكذا البنوك العمومية الموكلة لها مهمة تسيير صناديق الاستثمار على مستوى الولايات الموجهة لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة على اتفاقية في 27 فيفري 2011، وتحدد هذه الاتفاقية آليات استعمال هذه الصناديق التي أنشأت في إطار قانون المالية التكميلي لسنة 2009، كما تعالج مختلف جوانب عهدة التسيير، لاسيما إنشاء واستعمال هذه الصناديق، ومجال تدخل الشركات ذات الرأسمال الاستثماري وآليات تدخلها حسبما أوضحه بيان لوزارة المالية.

وستقدم الشركات ذات رأس المال الاستثماري التي أوكلت لها مهمة تسيير هذه الصناديق رأس المال، وكذا خبرتها في إنشاء المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ومرافقتها وتتكفل هذه الشركات التي تحظى بدعم خبرة دولية والتي شكلت لهذا الغرض بالتدخل في مواردها وموارد صناديق الاستثمار التي وضعت تحت تصرفها لتقديم هذه التمويلات. على أن يتم تقسيم هذه الصناديق بين هذه الشركات والبنوك العمومية الأخرى وفقا لقدراتها على التراب الوطني بشكل يضمن تغطية كافة ولايات الوطن ، ويسمح بتحقيق توازن إقليمي في مجال إنشاء المؤسسات ومناصب الشغل.

حيث تتكفل هذه الصناديق بالمساهمة في رأسمال المؤسسات الصغيرة والمتوسطة لاسيما التي تم إنشاؤها من قبل المقاولين الشباب، وذلك بتخصيص مبلغ 48 مليار دج بمعدل 1 مليار دج لكل ولاية من ميزانية الخزينة العمومية.

زيادة على أن إنشاء مثل هذه الصناديق سيعطي دفعا للتنمية المحلية من خلال تكثيف المشاريع التي تمت مباشرتها على المستوى المحلي، بالإضافة إلى رفع عرض التمويل باتجاه الاقتصاد الوطني من خلال تطوير سبل الدعم المالي لهذه المؤسسات بغية الاستجابة للاحتياجات الخاصة لتمويل المشاريع الناشئة.

لكن فيما يخص شراكة الدولة مع الخواص فلم نسجل أي خطوة في هذا المجال لحد إجراء هذه الدراسة.

**خلاصة الفصل الثاني:**

بالنظر إلى نشاط شركات رأس المال المخاطر وتحليل استراتيجياتها بإبراز مختلف الجوانب التي تهتم بها في مساندة المشاريع الناشئة ، سواء الجانب التمويلي بتقديم رؤوس الأموال كجزء من مساهمتها في رأسمال المنشآت أو الجانب غير التمويلي الذي يشمل جانب التسيير والإدارة ومختلف الاستشارات والخبرة التي تقدمها .

كل هذا يمر بجملة من المراحل والإجراءات تتوج باتخاذ قرار التمويل والشروع في تجسيد مشاريع وأفكار هذه المنشآت الشابة ، وعرض أهم الآليات الواجب إتباعها لتفعيل نشاط هذه الشركات مع تقييم أدائها في الجزائر، واقعها و الأفاق المستقبلية لها وانعكاسات هذه التقنية في التمويل على النمو والمؤشرات الاقتصادية العالمية تبرزها مختلف الدراسات المنشورة، وعلى الجزائر أن تعمل على تجسيد العوامل المحددة لنجاحها والعمل على التحكم فيها وتوجيهها في الاتجاه الذي يخدم مصالح التنمية الوطنية بتبني مختلف الإصلاحات الاقتصادية بما يتماشى والاتجاهات الجديدة نحو الانفتاح على اقتصاد السوق.

الخاتمة

الخاتمة:

يتضح من العرض السابق وجود رابطة ثلاثية قوية بين الاقتصاد ، المشروعات الناشئة وشركات رأس المال المخاطر ، فالمشروعات الواعدة لها انعكاسات إيجابية ملموسة على الاقتصاد القومي، لكنها تفتقر عادة لرؤوس الأموال والخبرة الكافية بالنظر إلى أنها تبدأ بغطاء تمويلي يملكه المؤسسون وهو لا يكفي لتغطية احتياجاتها الفعلية، وهنا يبرز دور شركات رأس المال المخاطر، التي تعتبر طوق النجاة الوحيد الذي يهب لنجدة هذه المؤسسات بقبولها تحمل المخاطرة أملا في التعويض المستقبلي لهذا الاستثمار المتوسط الأجل المشكوك في نتائجه، والذي يستمر لعدة سنوات بفائض قيمة ذو معدل مرتفع.

ومن خلال مختلف النقاط والجوانب التي تم التطرق إليها في دراسة هذا الموضوع حاولنا تسليط الضوء على نشأة هذه الشركات بدءا بأول ظهور لها في الولايات المتحدة الأمريكية حيث عرفت نجاحا كبيرا وما حققته خاصة في هضبة السيلكون، حيث تعتبر تجربتها بمثابة النموذج الذي حاولت مختلف الدول نقله وتقليده، لكنها لم ترقى إلى النجاح الذي حققته هذه الهضبة في هذا المجال، وكذا بعض التجارب في الدول المغاربية الحديثة في ممارسة هذا النشاط، ومنها التجربة الجزائرية، و التطرق إلى مفهومها من خلال ضبط تعريف تقنية رأس المال المخاطر في كونه تمويل بالأموال الخاصة وشبه الخاصة مرفق بالدعم التسييري للمنشآت الشابة غير المدرجة بالبورصة في المراحل المبكرة من نموها ، وتمييزه عن المراحل الموالية له في تمويل هذه المنشآت والتي تدخل ضمن رأس المال الاستثماري والذي يشمل رأس المال المخاطر، رأسمال النمو و رأسمال التحويل.

مع معرفة الطبيعة القانونية لهذه الشركات التي تأخذ عادة شكل شركة المساهمة ، أما المشرع الجزائري فقد حصرها بشكل واضح في تبنيه هذا الشكل من الشركات دون غيرها وطبيعة المؤسسين الذين يمكن أن يكونوا أشخاصا طبيعية أو معنوية، عامة أو خاصة زد على ذلك التدقيق في طبيعة نشاط هذه الشركات ومعرفة مختلف الاستراتيجيات التمويلية

وغير التمويلية التي تنتهجها في عمليات تدخلها في المشاريع الناشئة، وآليات تفعيل دورها وتقييم أدائها في الجزائر.

وبعد دراستنا لهذا النمط التمويلي الذي تتبناه هذه الشركات ، توصلنا إلى الإجابة عن التساؤل الرئيسي الذي طرح في بداية هذه الدراسة حول دور هذه الشركات في المساهمة في تدعيم المشاريع الناشئة ومدى فعاليتها في الجزائر.

أما عن فعاليتها بصفة عامة فقد ثبت أنها جد فعالة في تمويل هذه المشاريع خاصة في نظرتها لمستوى المخاطرة وتقييمها لها اللذان يختلفان عن نظرة البنك، حيث تراهن هذه الشركات على مدى استعدادات المشروع للنجاح وتحقيق قيمة مضافة في المستقبل وهي تساهم بشكل كبير في خلق هذه المشاريع وتقدم التمويل الأنسب والأكثر استجابة لخصائص واحتياجات المشاريع الناشئة.

أما عن وضعية الجزائر فكما لاحظنا ونظرا لحدائثة هذه الشركات نجد أنها لا تزال في بدايتها، وأن تدخلاتها جد متواضعة ولا ترقى إلى الآمال التي تتطلع إليها هذه المشاريع ولعل ذلك يرجع إلى تخوف القطاع المالي (أفراد ومؤسسات) من مخاطرها أو عدم الإدراك الكافي للأهمية الجوهرية التي يمثلها واقعة ميلاد مشروع جديد للاقتصاد القومي، وهو ما يستدعي مزيدا من الدفع لها من قبل السلطات العامة، فإذا كانت الدولة قد تخلت عن دورها التقليدي في خلق الوظائف طبقا لما تمليه عليها اعتبارات التوجه في اقتصاد السوق، فإنه لا يزال محتفظا لها بدور خاص تطبقه الدولة الرأسمالية ألا وهو تهيئة المناخ الصالح وإعداد الأرضية الملائمة لنشأة الوظائف من خلال رعاية المشروعات الشابة وهي في مهدها. فالتوجه نحو اقتصاد السوق من ناحية، وظهور فكرة العولمة في كل المجالات الإنتاجية كالزراعة والصناعة والخدمات... الخ، تمثل ضغوطا وطنية على نشاط هذه المشاريع نتيجة مختلف السلع والخدمات الأجنبية التي ستقف في السوق المحلية على قدم المساواة مع المنتجات الوطنية، ينشأ عنه تنافس قد يصل إلى ما يشبه الحرب التجارية وحرب الأسعار وفي ظل هذه الظروف تقع المسؤولية على كافة قطاعات التمويل الوطنية،

لكي تقف خلف صناعاتها الوطنية وتؤازرها، ومن بين الوسائل المتاحة هو اقتناء تقنية رأس المال المخاطر التي أثبتت نجاحها وفعاليتها في التجارب المقارنة.

فرغم ضبط المشرع الجزائري لنشاط هذه الشركات بوضع قانون خاص بها، إلا أنه لا تزال توجد بعض العراقيل نوجزها فيما يلي:

- لعل السبب الأول في تأخر تطور هذه الشركات في الجزائر هو تأخر تأطير نشاطها ما خلق فراغا قانونيا لغاية 2006، وخضوع هذه الشركات للنظام الجبائي العام المطبق على الشركات العامة، ما زاد من عرقلتها.

- كما أن الشركات الموجودة تملك رأس مال اجتماعي لا يرقى إلى متطلبات المشاريع الناشئة طالبة التمويل، ولا يتناسب مع نشاط رأس المال المخاطر الذي يتطلب لرؤوس أموال معتبرة، يرجع بالدرجة الأولى إلى غياب الثقافة الاستثمارية لدى المستثمرين

الجزائريين ما يقلل من الموارد المالية لهذه الشركات وبالتالي ضعف تدخلها في التمويل.

- افتقار هذه الشركات لآلية ضمان على غرار ما هو موجود في الدول الأخرى.

- غياب آلية خروج بضعف السوق المالي ونشاطه.

بالإضافة إلى عوامل أخرى ساهمت في تأخر هذه الشركات في الجزائر لعدم وجود

جمعية مهنية تراقب وتنشط هذه الشركات، زيادة على عامل آخر يخص المؤسسات الصغيرة

والمتوسطة التي يغلب عليها الطابع العائلي، ورفضها لإدخال أي شريك أجنبي تخوفا من

تدخله في أمورها ما يزيد من تخوفها حول فقدانها لزام الأمور.

ويرى البعض أن إخضاع هذه الشركات لنظام الرخصة المسبقة يشكل عائقا أمامها إلا

أنه لا يمكنها القول أن ذلك هو السبب في عرقلة تطورها، فهذا الضبط يرجع إلى الضرورة

التي تقتضيها المصلحة العامة التي تشمل الناحية الاقتصادية والاجتماعية.

ولذلك فمازال الكثير مما يجب عمله من أجل النهوض بهذه الشركات الواعدة حتى

تتمكن من لعب الدور المنوط بها في إيجاد حل حقيقي وفعال للمشاكل التي تواجهها

المشاريع الناشئة في الجزائر، لذلك يمكن اقتراح التوصيات التالية التي قد تساهم في تشجيع هذه الشركات وتدعم نشاطها:

- على المشرع أن يعمل على تحسين الإطار التشريعي الخاص بهذه الشركات بما يقتضيه الأمر لمعالجة النقائص التي تشوب نظامها بصفة عامة و إصلاح المناخ الاستثماري العام.
- تشجيع الخواص بإنشاء مثل هذه الشركات لتكون سند للدولة في النهوض بهذه التقنية في التمويل عن طريق التوعية وإنشاء شركات مشتركة كشكل من أشكال الدعم لهذا النشاط.
- دعم أساليب الشراكة مع شركات رأسمال مخاطر أجنبية خاصة المالكة لتكنولوجيا عالية وتشجيع إنشائها في الجزائر.
- تعديل الإطار الضريبي لهذه الشركات والحرص على تميزها بمعاملة ضريبية خاصة.
- تمكين الأشخاص الطبيعيين من ممارسة نشاط رأس المال المخاطر، بالإضافة إلى تشجيعهم ضريبيا للاكتتاب في رأسمال هذه الشركات.
- العمل على تهمين الابتكارات والبحث العلمي وتجسيدها في شكل مشروعات واقعية.
- تعديل القانون التجاري بما يتلاءم مع متطلبات شركات رأس المال المخاطر وإدخال شركة المساهمة البسيطة التي تتميز بالمرونة وتلائم هذا النشاط أكثر من شركة المساهمة التي تتطلب سبعة شركاء على الأقل في حين تكفي شركة المساهمة البسيطة بشريكين على الأقل.
- تكوين الموارد البشرية المتخصصة في مختلف الميادين الاقتصادية ، المالية والقانونية، وتوكيل شركات تسيير خاصة تتكفل بالجانب الإداري والتسييري لشركات رأس المال المخاطر، على غرار القوانين المقارنة كفرنسا والمغرب.
- إنشاء جمعية مهنية للمخاطر برأس المال تساهم في تفعيل وتمثيل شركات رأس المال المخاطر

- تفعيل السوق المالي، فاتخاذ لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها قرار فتح فرع خاص بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة يعد خطوة إيجابية ويسهل عمليات خروج شركات رأس المال المخاطر بطريقة أسهل.

- فيما يخص الصناديق الولائية التي تم إنشاؤها وتمارس نشاط رأس المال المخاطر وتوكيل البنوك العمومية عملية تسييرها، فعلى هذه البنوك تنظيم دورات تكوينية لموظفي البنوك للتعريف بطريقة التدخل بهذا الشكل لتمويل المشاريع الناشئة.

اتخاذ هذه الإجراءات وغيرها، قد يمكن رأس المال المخاطر في الجزائر من تجاوز مختلف العقبات التي تواجهها ، والتي يمكن معالجتها رغم التأخر في إدراك حقيقة ضرورة تبني مثل هذه الشركات للمساهمة في وضع حد للمشاكل التمويلية وغير التمويلية التي تواجه المشاريع الناشئة حيث أثبتت أنها نموذج لتحقيق التنمية المستدامة والتطور في عدد من دول العالم، ولتهيئة المناخ الملائم لنشاط هذه الشركات على الجزائر أن تحذو حذو هذه الدول.

السلا حقا

# الملاحق 01:

اتفاقية بين وزارة المالية و البنك الوطني الجزائري  
المتعلقة بتسيير صناديق الاستثمار الولاية

Convention

Ministère des Finances

Et

La Banque Nationale d'Algérie

Relative à la gestion de fonds d'investissement  
des wilayas

*Handwritten initials or signature*

### Article 1 : Objet de la convention

En référence à l'article 100 de la loi de finances complémentaire pour 2009 relatif à la création de fonds d'investissement de wilaya chargés de participer au capital des petites et moyennes entreprises créées par les jeunes entrepreneurs, la présente convention a pour objet de définir les conditions et modalités de gestion de ces fonds.

Cette gestion s'opère par « un mandat de gestion de fonds » donné par le Ministère des Finances au Mandataire.

### Article 2 : Constitution des fonds d'investissement

Les fonds d'investissement sont constitués par la ressource publique. La dotation prévue à cet effet, d'un montant de 48 milliards de DA, est logée dans le compte d'affectation spéciale n° 302.061 intitulé « Dépenses en capital ».

### Article 3 : Gestion des fonds

La BNA assure la gestion des fonds d'investissement de wilaya qui lui sont confiés en vertu de la présente convention jusqu'à ce que sa filiale de capital investissement soit opérationnelle.

### Article 4 : Champ d'intervention

L'intervention du Mandataire concerne les fonds d'investissement relevant des wilayas suivantes : Boumerdès, Bouira, Mila, Naâma, Mascara, Mostaganem, Adrar, El-Taref, Béchar et Tindouf.

Chaque fonds d'investissement de wilaya est doté d'un montant de 1 milliard de DA.

### Article 5 : Gestion comptable des fonds

Le Mandataire doit tenir une comptabilité distincte pour chaque fonds.

### Article 6 : Nature des opérations

Les interventions du Mandataire prennent la forme de souscription au nom du Trésor Public d'actions ou de parts sociales.

### Article 7 : Sélection des projets éligibles

Après prospection, le mandataire propose une liste des secteurs et les activités pouvant faire l'objet de l'intervention du fonds et la soumet à l'accord du Mandant.

La sélection des sociétés et des projets à financer relèvent de la compétence du Mandataire qui définit les règles et procédures relatives aux choix des projets.

Les critères de sélection des projets d'investissement incluent, notamment :

- La nature du projet (faisabilité technique, marché,...) ;
- La qualité du business plan (rentabilité économique et financière à moyen terme) ;
- Les compétences techniques et managériales des promoteurs ;
- La création d'emplois ;
- L'intérêt du projet pour le développement économique et social de la wilaya ;
- La préservation de l'environnement.

### Article 8 : Mise à disposition des fonds

Une fois le plan de financement du projet finalisé, le Mandataire adresse, au Mandant, une demande de déblocage des fonds, qui devra mentionner notamment :

- Le montant à débloquenter ;
- La nature du projet ;
- La localisation ;
- Les actionnaires ;
- Le montage financier ;
- La synthèse du business plan.

Le mandant procède au virement du montant du financement au compte bancaire du Mandataire, dans un délai qui ne saurait dépasser 08 jours.

En tout état de cause, les montants alloués aux projets seront décidés dans la limite des ressources disponibles pour la wilaya concernée, sauf autorisation expresse du mandant.

#### Article 9: Modalités d'intervention

Conformément à la réglementation en vigueur, le Mandataire peut intervenir selon les modalités suivantes :

- Le capital risque (phase de création) ;
- Le capital développement ou restructuration ;
- Le capital transmission ;
- Le rachat des participations et/ou parts sociales détenues par un autre capital investisseur.

S'agissant des deux dernières modalités, l'intervention du mandataire doit avoir pour objectifs la pérennité de l'entreprise et la sauvegarde des emplois.

Le montant maximum d'intervention par entreprise ne peut dépasser 49% du capital de l'entreprise et 05% des ressources financières allouées au fonds concerné.

Les participations dépassant le seuil de 05% doivent faire l'objet d'une autorisation du Mandant.

A titre exceptionnel et au besoin, l'intervention du Mandataire peut prendre la forme d'avance en compte courant.

#### Article 10 : Suivi des participations

En vertu de la présente convention, le mandataire assure le contrôle et le suivi des participations, au lieu et place du Mandant. Il assure également sa représentation au sein des organes de gestion et de contrôle des entreprises dans lesquelles elle a pris des participations.

Le Mandataire transmet au Mandant un rapport d'activité trimestriel au titre du mandat qui lui a été confié, comprenant :

- La situation des opérations effectuées et leur répartition par bénéficiaire ;
- La situation des prises de participations opérées.

### Article 11 : Remboursement des fonds

Les montants résultant des opérations de sorties du capital investisseur des entreprises financées, les dividendes et les plus-values de sortie revenant au Trésor doivent faire l'objet d'un versement au compte cité dans l'article 2 de la présente convention.

### Article 12: Rémunération

En contrepartie de sa prestation de gestion, le mandataire perçoit :

- Un montant forfaitaire de 5 000 000 DA par fonds, couvrant les frais de prospection, d'approche et de publicité engagés par le mandataire. Les justificatifs de ces dépenses sont adressés au mandant ;
- A la demande du Mandataire, ce montant sera alloué après la signature de la présente convention.
- Une rémunération de 1% du montant du financement mobilisé ;
- Un montant forfaitaire annuel de 300 000 DA par participation, couvrant les charges relatives au suivi de celle-ci ;
- Une rémunération variable, annuelle, équivalente à 15% du montant des dividendes reçus ;
- Une rémunération égale à 15% du montant de la plus-value de cession de la participation réalisée à la sortie.

### Article 13 : Rupture du mandat

Le Mandant se réserve le droit de résilier la convention dans le cas de manquements avérés du Mandataire dans la mise en œuvre de la présente convention.

### Article 14 : Durée de la convention

La convention de gestion du fonds est conclue pour une durée d'une (01) année.

Elle peut faire l'objet de révision avec l'accord des deux parties.

Handwritten initials or signature.

Préambule :

La présente convention s'inscrit dans le cadre de la mise en œuvre des dispositions de l'article 100 de la loi de finances complémentaire pour 2009, qui prévoit la création de fonds d'investissement de wilaya chargés de participer au capital des petites et moyennes entreprises créées par les jeunes entrepreneurs.

Le Mandataire en tant que capital investisseur en activité se voit confier, par le Ministère des Finances, la mission d'intérêt économique de faciliter l'accès au financement des sociétés créées, par les jeunes promoteurs, par le moyen du capital investissement.

Cette gestion s'opère par le biais d'un mandat dont les conditions et modalités sont prévues par la présente convention.

## الملاحق 02:

اتفاقية الشراكة بين بنك الفلاحة و التنمية الريفية مع  
شركة الجزائر استثمار.

**CONVENTION**  
**DE PARTENARIAT**

Entre

LA BANQUE DE L'AGRICULTURE ET DU DEVELOPPEMENT RURAL

Et

La Société de Capital Investissement

EL-DJAZAIR ISTITHMAR

DECEMBRE 2010

YEDJERABEN MOYABINOTIA

Entre

La Banque de l'Agriculture et du Développement Rural, société par actions au capital de trente trois milliards de Dinars (33.000.000.000 DA), sis au 17, Boulevard Colonel Amirouche, Alger, représentée par Monsieur BENYAMINA Sid Ali, Directeur du Financement de la PME,

d'une part ;

Et

La Société de capital investissement EL-DJAZAIR ISTITHMAR, société par actions au capital d'un milliard de Dinars (1.000.000.000 DA) dont le siège social sis aux Halles Centrales Hamma / Belouizdad, Alger, représentée par Monsieur LACHAB Youcef son Directeur Général,

d'autre part :

il a été convenu ce qui suit :

## PREAMBULE :

La présente convention s'inscrit dans le cadre de la mise en œuvre de la stratégie de développement du secteur de la PME initiée par les pouvoirs publics à travers notamment la loi n° 01-18 du 12.12.2001 portant « promotion de la PME ».

La création de la société « EL-DJAZAIR ISTITHMAR » en 2010 répond notamment au souci de faciliter à la PME l'accès au financement du haut de bilan et vient compléter la panoplie des modes de financement déjà mis en place.

La société « EL-DJAZAIR ISTITHMAR » aura également, dans le cadre de création de fonds d'investissement publics notamment de wilayas (loi de finances complémentaire 2009), la gestion pour compte d'une partie des dossiers de prise de participation souscrits par ces fonds.

### \*Modalités d'intervention :

La société « EL- DJAZAIR ISTITHMAR » intervient dans l'accompagnement des PME par :

- Le capital risque qui couvre tant le capital amorce que le capital création ;
- Le capital développement destiné à l'extension des capacités des entreprises existantes ;
- Le capital transmission qui concerne le rachat d'une entreprise par un acquéreur interne ou externe ;
- Le rachat des participations et/ou parts sociales détenues par un autre capital investisseur

\*Règles de prise de participation :

La société « EL-DJAZAIR ISTITHMAR » dans la perspective de diversifier ses prises de participation s'est tracée les règles de conduite suivantes :

- Ne pas employer plus de quinze pour cent (15%) de son capital et de ses réserves en participation en fonds propres dans une même entreprise ;
- Ne pas détenir plus de quarante neuf pour cent (49%) du capital d'une même entreprise ;

Les prises de participation de la société se caractérisent également par :

- Un ticket allant de 10 à 40 millions de Dinars par affaire ;
- Une durée de participation de 3 à 7 ans à compter de la date d'entrée en exploitation de l'affaire.

Les interventions de la société prendront les formes classiques de souscription en actions ordinaires, d'émission de certificats d'investissement et d'obligations convertibles en actions, de parts sociales et de façon générale, de toutes les autres valeurs mobilières assimilées à des fonds propres.

\*Ressources de la société :

Les participations de la société « EL-DJAZAIR ISTITHMAR » dans les PME sont financées en premier lieu par son capital social qui s'élève à un milliard de Dinars.

\*Couverture des financements :

Les participations de la société « EL-DJAZAIR ISTITHMAR » sont éligibles à la garantie du FGAR et ce conformément à la réglementation régissant ce dernier.

#### ARTICLE 1 :

La présente convention a pour objet de définir le mode d'accompagnement par la Banque de l'Agriculture et du Développement Rural, de la société de capital investissement « EL-DJAZAIR ISTITHMAR » en termes de transmission de dossiers, d'évaluation de projets et d'échange d'information.

#### ARTICLE 2 :

La Banque de l'Agriculture et du Développement Rural instruira son réseau d'exploitation à l'effet:

\_d'informer les entreprises clientes de l'existence et des missions de la société de capital investissement « EL-DJAZAIR ISTITHMAR ».

\_de transmettre à la société, en concertation avec les demandeurs susceptibles d'accompagnement, les dossiers des entreprises dont le diagnostic de la structure financière révèle la nécessité d'une consolidation de leurs fonds propres.

#### ARTICLE 3 :

La Banque de l'Agriculture et du Développement Rural s'engage à assurer, à la demande de la société « EL-DJAZAIR ISTITHMAR », la formation des évaluateurs de cette dernière et à mettre à sa disposition ses instruments d'évaluation et son expertise dans ses domaines de compétence.

#### ARTICLE 4 :

La Banque de l'Agriculture et du Développement Rural s'engage à répondre à toute demande d'information commerciale émanant de la société « EL-DJAZAIR ISTITHMAR » et convient d'œuvrer avec elle, à mettre en place à terme, des canaux d'échange permanents.

#### ARTICLE 5 :

La Banque de l'Agriculture et du Développement Rural dispense les dossiers soumis à son expertise et financés par la société « EL-DJAZAIR ISTITHMAR »

du paiement de la commission d'étude et se réserve le droit d'exiger une rétribution forfaitaire pour ceux émanant des fonds d'investissement publics gérés pour compte.

**ARTICLE 6 :**

La présente convention prend effet à la date de sa signature ; elle est valable un an renouvelable par tacite reconduction.

Toute modification de l'une de ses dispositions devra faire l'objet d'un avenant.

Alger le 30 DEC 2009

P/ la Banque de l'Agriculture et du Développement Rural

P/ la société El-Djazair Istithmar



LE DIRECTEUR

B.A. BENYAMINA

المدير العام

عبدالمشيتاب



## الملاحق 03:

تقرير حول تسيير صناديق الاستثمار الولاية



## REPERTORIER

### V- ENGAGEMENTS

**Objet :** Gestion des Fonds d'investissement des wilayas.

**Réf :** 1- Article 100 de la loi de finances complémentaire 2009.  
2- Convention Ministère des Finances et Banque Nationale d'Algérie relative à la gestion des fonds d'investissement de wilayas du 21/02/2011 (Annexe I).

## I. DISPOSITIONS GENERALES

1. La présente circulaire a pour objet de fixer les conditions et modalités de gestion des fonds d'investissement des wilayas par la banque et de définir les procédures d'intervention de la banque.
2. La banque (mandataire), se voit confier, en vertu d'un « mandat de gestion de fonds » donné par le Ministère des Finances (Mandant), la gestion des fonds d'investissement des wilayas destinés à la participation au capital des Petites et Moyennes Entreprises (PME), créées par les jeunes entrepreneurs.
3. La banque est chargée de la gestion des fonds d'investissement relevant des wilayas suivantes : Boumerdès, Bouira, Mila, Naârna, Mascara, Mostaganem, Adrar, El-Taref, Béchar et Tindouf.  
Chaque wilaya est dotée d'un fonds d'investissement d'un montant de un (01) milliard de dinars.

Les Directions Régionales d'Exploitation (DRE) et les agences concernées par la présente circulaire figurent à l'annexe II.

## II. CONDITIONS D'ELIGIBILITE AUX FONDS D'INVESTISSEMENT

4. Est éligible à ce dispositif toute P.M.E opérant dans les wilayas citées à l'article trois (3) de la présente circulaire et opérant dans les secteurs et activités retenus par le Mandant.

La liste, par wilaya, des secteurs et activités retenues par le mandant sera diffusée ultérieurement par une note de la Division des Engagements.

5. Il est entendu par P.M.E, les sociétés qui répondent à la définition et aux critères énoncés dans l'article 4 de la loi n° 01-18 du 12 Décembre 2001 portant loi d'orientation sur la promotion de la Petite et Moyenne Entreprise (P.M.E). Ces critères sont repris à l'annexe III.
6. Le promoteur sélectionné doit fournir un dossier comprenant les documents suivants :

- Une demande écrite, datée et signée par le promoteur, incluant la nature des concours sollicités, leurs montants et leurs objectifs ;
- Statuts juridiques ;
- CV des dirigeants + copies des pièces d'identité ;
- Attestations fiscales et parafiscales dûment apurées ou le calendrier de remboursement des dus antérieurs avec l'administration fiscale ;
- Registre de commerce ;
- Les bilans et comptes de résultats certifiés des trois (03) derniers exercices clos pour les PME en activité, ou un bilan d'ouverture pour les affaires nouvelles.

Un Business plan (plan d'affaires), ce document doit prendre notamment en considération :

- La nature du projet (faisabilité technique, marché, etc...) ;
- La rentabilité économique et financière à moyen terme ;
- Les compétences techniques et managériales des promoteurs ;
- La création d'emplois ;
- L'intérêt du projet pour le développement économique et social de la wilaya ;
- La préservation de l'environnement.

### III. MODALITES ET CONDITIONS D'INTERVENTION

7. La banque peut intervenir selon les modalités suivantes :

- **Le capital risque** : à la phase de création de l'entreprise ;
- **Le capital développement ou restructuration** : développement des capacités de l'entreprise après sa création ;
- **Le capital transmission** : rachat d'une entreprise par un acquéreur interne ou externe ;
- **Le rachat des participations et/ou parts sociales détenues par un autre capital investisseur.**

Pour les deux dernières modalités, l'intervention de la banque doit avoir pour objectifs, la pérennité de l'entreprise et la sauvegarde des emplois.

Les interventions de la banque prennent la forme de **prise de participations au nom du Trésor Public** par la souscription d'actions ou de parts sociales.

Le montant d'intervention, par entreprise, ne peut dépasser :

- 49% du capital de l'entreprise et ;
- 5% du fonds concerné soit 50.000.000 DA.

Les participations dépassant le seuil de 5% doivent faire l'objet d'une autorisation du Mandant.

### IV. MODALITES DE TRAITEMENT D'UN DOSSIER DE PARTICIPATION

#### IV.1. L'étude du dossier

Après dépôt du dossier par le promoteur, le chargé d'études conjointement avec le Directeur d'agence, décide de la suite à y réserver.

Au cas où la demande ne correspond pas au mode opératoire de la banque, le rejet sera notifié au promoteur, assorti de justificatifs et ce, dans un délai de (08) jours ouvrables après la date de dépôt du dossier.

Si la demande est acceptée, le chargé d'études adressera au promoteur une copie de l'imprimé relatif à la prise en charge du dossier par la banque (annexe IV).

En cas d'accord mutuel, un protocole d'accord (annexe V) sera signé entre le promoteur et le Directeur d'agence. C'est à ce stade, que l'agence prendra en charge l'étude du dossier sur la base du plan d'affaires.

#### **IV.2. L'examen du plan d'affaires :**

11. Un chargé d'études est désigné par l'agence pour organiser et conduire les réunions de travail avec le promoteur.

Il aura pour tâche d'étudier les informations, d'évaluer l'affaire sur la base du plan d'affaires et de préparer le dossier de prise en considération, soumis ultérieurement à l'approbation du Comité Régional de Crédit (CRC).

Chaque réunion tenue, fera l'objet d'un compte rendu succinct destiné au Directeur d'agence.

#### **IV.3. La prise en considération :**

12. Une étude de faisabilité (annexe VI), dûment revêtue de l'avis du chargé d'études de l'agence, du Directeur d'agence et du Chef de département Crédit de la DRE, est soumise au CRC pour une éventuelle prise en considération. Ce dernier se prononce soit en donnant son accord pour une prise de participation dans le projet soit en rejetant l'affaire. Dans les deux cas, une note sera adressée au promoteur, avec les conclusions du CRC.

La décision du CRC portera, notamment, sur la durée et le niveau de la participation.

L'accord est notifié à l'agence concernée.

#### **IV.4. La demande de déblocage des fonds**

13. En cas d'accord favorable du CRC, le Directeur d'agence adresse à la DPME avec copie à sa DRE de rattachement, une demande de déblocage des fonds, qui doit comprendre les éléments suivants :

- Le montant à débloquent;
- La nature du projet ;

- La localisation ;
- Les actionnaires ;
- Le montage financier ;
- La synthèse du plan d'affaires.

La DPME se chargera de la consolidation et de la transmission au mandant des demandes de déblocage des fonds.

#### **IV.5. La prise de participation :**

14. Une fois les fonds débloqués, le Directeur d'agence sera mandaté pour accomplir les formalités d'usage pour la signature du pacte d'associés/actionnaires et des statuts.

Les modèles de pactes d'actionnaires selon que la société créée ou à créer est une SARL ou une SPA, sont joints en annexe VII.

#### **IV.6. La création de société conjointe :**

15. Une fois la phase d'étude achevée, la phase « création » sera prise en charge par le promoteur du projet: élaboration/modification des statuts, publication, immatriculation, demande d'avantages auprès de l'ANDI, dossier bancaire,...

Cependant, l'agence peut assister le promoteur à accomplir les tâches suivantes:

- l'élaboration des statuts avec le notaire ;
- la réalisation du dossier ANDI ;
- la recherche d'autres sources de financement.

S'il s'agit d'une création de société, le directeur d'agence mandaté agissant pour le compte et au nom du Trésor Public assistera à l'assemblée constitutive de la société.

Il sera présent par la suite, auprès du notaire officiant, à la séance de signature des statuts.

La souscription d'actions ou de parts sociales et la libération du montant de cette souscription se fera au nom du Trésor Public et en aucun cas au nom de la banque. C'est le nom du Trésor Public qui sera stipulé dans les statuts en tant qu'actionnaire ou en tant qu'associé.

La libération du montant de la souscription entre les mains du notaire officiant, se fera après consultation de ce notaire :

- Soit par un virement sur un compte bloqué ouvert au nom de la société sur les livres de l'agence domiciliataire et remise au notaire d'une attestation bancaire constatant ce virement ;
- Soit, si le notaire refuse le procédé précédent, par la remise entre ses mains, contre décharge, d'un chèque de banque libellé à son ordre.

Il est entendu que quelque soit le procédé de la libération des fonds, ces derniers ne seront mis à la disposition de la société qu'après son immatriculation (cas de création) au registre de commerce ou la modification de ce registre de commerce (les autres cas) et l'accomplissement des formalités de publicité légale.

#### **IV.7. Le suivi de la participation :**

6. A la création de la société conjointe, le DEAC désigne, sur proposition du DRE, un ou plusieurs représentants au sein des organes de gestion et de contrôle (Conseil d'administration, directoire, conseil de surveillance...) qui se chargera du suivi des participations. Ces représentants devront tenir une fiche de suivi qu'ils doivent mettre à jour, régulièrement.
7. Au titre du mandat de gestion, la DPME doit transmettre au Mandant un rapport d'activité trimestriel. A ce titre, les DRE concernées doivent lui transmettre des rapports d'activités trimestriels, comprenant notamment :
  - La situation des opérations effectuées et leur répartition par bénéficiaire ;
  - La situation des prises de participations opérées.

#### **IV.8. La Sortie du capital**

8. Les clauses de sortie doivent être stipulées dans le pacte d'actionnaires. Les montants résultant des opérations de sorties de la banque des entreprises financées, les dividendes et les plus-values de sortie revenant au Trésor doivent faire l'objet d'un versement via la DMF au compte cité dans l'article deux (2) de la convention citée en référence et selon le schéma comptable ci-dessous défini.

## V. REMUNERATIONS

En contrepartie de sa prestation de gestion, la banque perçoit de la part du mandant:

- Un montant forfaitaire de 5.000.000 DA par fonds, couvrant les frais de prospection, d'approche et de publicité engagés par la Banque. Les justificatifs de ces dépenses sont adressés au mandant ;

Ces frais ne sont engagés que par la DMC et ne peuvent en aucun cas dépasser 5.000.000 DA.

- Une rémunération de 1% du montant du financement mobilisé ;
- Un montant forfaitaire annuel de 300.000 DA par participation, couvrant les charges relatives au suivi de celle-ci ;
- Une rémunération variable, annuelle, équivalente à 15% du montant des dividendes reçus ;
- Une rémunération égale à 15% du montant de la plus-value de cession de la participation réalisée à la sortie.

## VI. COMPTABILISATION

Mise à disposition des fonds reçue du Trésor (Accords de déblocage des fonds par le mandant) :

Débit : Compte Trésor Public « 0008.000.000 ».

Crédit : Compte « Fonds d'investissement de wilaya » « 0269.000.001 ».

Libération du montant de la souscription d'actions ou de parts sociales entre les mains du notaire officiant :

1. Par virement :

Débit : Compte « Fonds d'investissement de wilaya », « 0269.000.001 ».

Crédit : Compte courant de la société (bloqué du montant de la souscription) par le directeur du siège.

Le déblocage du compte courant de la société n'interviendra qu'après l'immatriculation de cette dernière (cas de création) au registre de commerce ou la

modification du registre de commerce (cas des autres modalités de participation en capital).

Une attestation bancaire constatant le virement doit être remis au notaire.

2. Par émission de chèque de banque libellé à l'ordre du notaire :

a. Délivrance du chèque de banque :

Débit : Compte « Fonds d'investissement de wilaya ». « 0269.000.001 ».

Crédit : Compte Chèques à payer « 0055.000.000 ».

Remarque : Remise du chèque de banque au notaire à son ordre contre décharge.

III. Dividendes, plus-values et sortie du Capital :

a. Perception des dividendes et plus-values et des montants de sorties revenant au Trésor :

Débit : Compte Courant de la Société (montant des dividendes et des plus-values de sortie).

Crédit : Compte « Fonds d'investissement de wilaya ». « 0269.000.001 ».

b. Virement émis vers le Trésor via la DMF :

Débit : Compte « Fonds d'investissement de wilaya ». « 0269.000.001 ».

Crédit : Compte Trésor « 0008.000.000 »

Remarque : Emission d'un chèque barré en faveur du trésor (mandant) tiré sur notre compte chez ce dernier.

c. Perception des rémunérations de la part du Trésor Public :

Débit : Compte « 0008.000.000 ».

Crédit : Compte « Fonds d'investissement de wilaya » (montant des rémunérations perçues du Trésor Public). « 0269.000.001 ».

Débit : Compte « Fonds d'investissement de wilaya ». « 0269.000.001 ».

Crédit : Compte Produit bancaire « 0007.707.203 ». Chapitre 705009.

المراجع

## قائمة المراجع :

أولاً: باللغة العربية :

### 1. النصوص القانونية و التنظيمية:

#### 1 -القوانين:

##### أ - الوطنية:

القانون 06-11 المؤرخ في 24 يونيو 2006 , والمتعلق بشركات رأس المال الاستثماري, الجريدة الرسمية رقم 42 , الصادرة يوم 25 جوان 2006.  
قانون المالية التكميلي 2009 , جريدة رسمية رقم 44, الصادرة بتاريخ 26 يوليو 2009.  
قانون 03-04 المؤرخ في 17 فيفري 2003 التعلق ببورصة القيم المنقولة, جريدة رسمية رقم 11, الصادرة بتاريخ 19 فيفري 2003.

##### ب - الدولية:

##### ▪ القوانين التونسية:

القانون عدد 92 لسنة 1988 المؤرخ في 2 أوت 1988 المتعلق بشركات الاستثمار, الرائد الرسمي للجمهورية التونسية , عدد 52.  
القانون 92-113 المؤرخ في 23 نوفمبر 1992 , المتعلق بتتقيح القانون عدد 92 لسنة 1988, الرائد الرسمي للجمهورية التونسية , عدد 80 , الصادر في 1 ديسمبر 1992.  
القانون عدد 87 لسنة 1995 المؤرخ في 30 أكتوبر 1995 , المتعلق بتتقيح و إتمام القانون عدد 92 لسنة 1988, الرائد الرسمي للجمهورية التونسية عدد 89, الصادر في 7 نوفمبر 1995.

##### ▪ القوانين المغربية:

القانون 05-41 المتعلق بهيئات توظيف الأموال بالمجازفة الصادر بتاريخ 14 فيفري 2006, جريدة رسمية رقم 0455 الصادرة بتاريخ 16 مارس 2008.  
الظهير الشريف رقم 197,05, 1 الصادر في 26 ديسمبر 2005 رقم 82 53 الصادر بتاريخ 29 ديسمبر 2005.

## 2- الأوامر:

الأمر رقم 59/75 المؤرخ في 26 سبتمبر 1975 المتضمن القانون التجاري.  
الأمر رقم 58/76 المؤرخ في 26 سبتمبر 1975 المتضمن القانون المدني .  
الأمر 03-11 المؤرخ في 26 أوت 2003 , المتعلق بالنقد والقرض , الجريدة الرسمية  
رقم 52 الصادرة بتاريخ 27 أوت 2003.

## 3- المراسيم:

### أ- المراسيم التشريعية:

المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993, المتعلق ببورصة القيم  
المنقولة, الجريدة الرسمية رقم 34.

### ب- المراسيم التنفيذية:

المرسوم التنفيذي رقم 08-56 المؤرخ في 11 فيفري 2008, المتعلق بشروط ممارسة  
نشاط شركة الرأسمال الاستثماري, جريدة رسمية رقم 09, الصادرة بتاريخ 24 فيفري  
2008.

## 4- القرارات:

القرار الوزاري المؤرخ في 27 ديسمبر 2008 المتعلق بمقاييس الكفاءة والاحترافية  
لمسيرى شركة الرأسمال الاستثماري, جريدة رسمية رقم 05 الصادرة بتاريخ 21  
يناير 2009.

القرار الوزاري المؤرخ في 14 مارس 2009, يحدد المعلومات الواجب توفيرها لإسناد  
ملف طلب ممارسة نشاط الرأسمال الاستثماري, جريدة رسمية عدد 28 مؤرخة في 10  
ماي 2009.

## II: الكتب:

- 1 حسن عطا غنيم , دراسات في التمويل, الطبعة الأولى, القاهرة , 1999.
- 2 أحمد بوراس, تمويل المنشآت الاقتصادية-المنشأة الاقتصادية-مصادر التمويل-  
تكلفة التمويل-التمويلات المتخصصة, دار العلوم للنشر و التوزيع 2008.

- 3 أحمد سفر، المصارف و الأسواق المالية التقليدية و الإسلامية في البلدان العربية، المؤسسة الحديثة للكتاب، طرابلس، لبنان، 2006.
- 4 -أكرم ياملكي، القانون التجاري- دراسة مقارنة- دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان، 2008.
- 5 عمار عمورة ، الوجيز في شرح القانون التجاري، دار المعرفة، الجزائر، 2000.
- 6 عباس مصطفى المصري، تنظيم الشركات التجارية، شركات الأشخاص، شركات الأموال، جامعة الأزهر الشريف المنصورة، دار الجامعة الجديدة للنشر، 2002.
- 7 محمد سعيد عبد الهادي، الإدارة المالية، الاستثمار والتمويل، التحليل المالي، الأسواق المالية الدولية، الطبعة الأولى، دار حامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008.
- 8 محمود محمد الداغر، الأسواق المالية، مؤسسات، أوراق، بورصات، دار الشروق للنشر والتوزيع، الطبعة العربية الأولى، الإصدار الأول، عمان، الأردن، 2005.
- 9 الطاهر لطرش، تقنيات البنوك ، دراسة طرق استخدام النقود من طرف البنوك مع الإشارة إلى التجربة الجزائرية، الطبعة السادسة ، ديوان المطبوعات الجامعية بن عكنون، الجزائر، 2007.
- 10 حدة رايس، دورا لبنك المركزي في إعادة تجديد السيولة في البنوك الإسلامية في ظل نظام لا ربوي، معالجة كاملة لمشكلة السيولة في البنوك الإسلامية، ابتراك للطباعة و النشر والتوزيع، الطبعة الأولى، دار الهندسة، القاهرة، 2009.
- 11 خالد أمين عبد الله، حسين سعيد سعفان، العمليات المصرفية الإسلامية، الطرق المحاسبية الحديثة، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر، الأردن، 2008.
- 12 عبد الباسط وفاء، مؤسسات رأس المال المخاطر و دورها في تدعيم المشروعات الناشئة، دار النهضة العربية، جامعة حلوان.

### III: الرسائل الجامعية:

- 1 محمد سبتي، فعالية رأس المال المخاطر في تمويل المشاريع الناشئة، دراسة حالة المالية الجزائرية الأوربية للمساهمة FINALEP، مذكرة مقدمة كجزء من متطلبات شهادة الماجستير، علوم التسيير، جامعة قسنطينة، 2008,2009.
- 2 ضياف عليّة، رأس المال المخاطر كبديل مستحدث لتمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة دراسة حالة الجزائر، مذكرة تخرج مقدمة لنيل شهادة الماجستير، جامعة باجي مختار عنابة، 2009.
- 3 رباح خوني، ترقية أساليب تمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في الجزائر، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، فرع اقتصاد التنمية، جامعة الحاج لخضر باتنة، 2002-2003.
- 4 عبد الله بلعدي، التمويل برأس المال المخاطر، دراسة مقارنة مع التمويل بنظام المشاركة، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير، تخصص اقتصاد إسلامي، جامعة الحاج لخضر باتنة، 2007-2008.
- 5 بريس نورة، المشروعات الصغيرة و المتوسطة و إشكالية تمويلها، دراسة حالة مؤسسة FERTIAL- عنابة - مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير تخصص مالية المؤسسة، جامعة باجي مختار، عنابة، 2005-2006.
- 6 جمال بعطيش، التمويل، المخاطر المالية للاستثمارات في المؤسسة- دراسة حالة المؤسسة الوطنية للعصير و المصبرات- فرع نقاوس، مذكرة مقدمة كجزء من متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم التجارية فرع إدارة الأعمال، جامعة الحاج لخضر، باتنة 2008-2009.
- 7- بوحناش فدوى، شركة الرأس مال الاستثماري، مذكرة لنيل شهادة الماجستير، فرع قانون الأعمال، جامعة بن عكنون، الجزائر 2010-2011.

### IV: الملتقيات و البحوث و المداخلات:

- 1 روبنة عبد السميع، حجازي إسماعيل، تمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة عن طريق شركات رأس المال المخاطر، الملتقى الدولي، متطلبات تأهيل المؤسسات

الصغيرة و المتوسطة في الدول العربية جامعة حسبية بن بوعلي ، الشلف الجزائر

يومي 17-18 أبريل 2006

<http://raloulrecherche.jeeran.com/28rouinabdessamia.biskra.pdf>

2 ثورة برايس، محمد الصالح فروم، سياسة التمويل و التقنيات التي تستعملها البنوك الإسلامية في توظيف الأموال، الملتقى الاقتصادي الدولي حول أزمة النظام المالي و المصرفي و بديل البنوك الإسلامية.

3-حسين رحيم، تمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في الجزائر، تشخيص و مقترحات، الملتقى الدولي حول تمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة و تطوير دورها في الاقتصاديات المغاربية، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، سطيف 25-26 ماي 2003.

4- مداخلة السيد العاشب يوسف، المدير العام لشركة الجزائر استثمار و السيد بن خالفة عبد الرحمان، المفوض العام للمؤسسات المالية و البنوك، حصة نقاش على الجزائرية الثالثة يوم 21 مارس 2011 على الساعة التاسعة ليلا.

5- صحراوي مقلاتي، التمويل برأس المال المخاطر من منظور إسلامي، بحث مقدم إلى مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع و المأمول، دائرة الشؤون الإسلامية و العمل الخيري بدبي 31 ماي- 2 جوان 2009.

6 - اللجنة الاقتصادية و الاجتماعية لغربي آسيا (الاسكوا)، الموارد المالية و رأس المال المخاطر و ريادة الأعمال في تكنولوجيا المعلومات و الاتصالات، الأمم المتحدة نيويورك <http://www.adit.fr/sp/paf/ti123pdf.2007>

#### v: المجلات والدوريات:

1 جريش السعيد، رأس المال المخاطر بديل مستحدث لتمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في الجزائر، دراسة حالة (SOFINANCE), مجلة الباحث، العدد الخامس جامعة قاصدي مرباح ورقلة 2007.

2 رقية حساني، رأس المال المخاطر كبديل تمويلي لقطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مجلة العلوم الإنسانية، عدد16، جامعة محمد خيضر بسكرة، الجزائر مارس 2009.

3 فوزي عبد الرزاق، إشكالية تطوير المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في ظل التحولات الراهنة، مجلة العلوم الإنسانية ، العدد 26، قسنطينة، ديسمبر 2006

ثانيا: باللغة الفرنسية:

### I – Les Ouvrages :

1-Mondher Cherif, le capital-risque, revue Banque, 2ème édition, Paris, 2008.

2-Mondher Cherif, création de valeur et capital investissement Pearson édition, France, 2005.

3-Constanta Zoupounids, la gestion du capital risque, Edition Economica, Paris, 1990.

4-Kamel Eddine Bouatouata, le capital investissement (capital risque) enjeux et perspectives USA-Europe-Tunisie-Maroc-Algérie. Grande Alger, Livre Edition, Alger, 2005.

5-OCDE, organisation coopération de développement Economiques, le capital-risque et les technologies de l'information, Paris, 1985

6-Bernard Guilhon, Sandra Montchaud, le capital- risque, mécanisme de financement de l'innovation, lavoisin, paris, 2008.

7-Vanina Paoli –Gajin, Véronique De Lalande, le capital risque, Acteur, Pratique, Outils, Gualino édition, 2ème édition, Paris, 2003.

8-François Denis Portinal, le capital investissement. Guide juridiques fiscal. Edition Galaxia, Paris, juin 2001.

### II- Les Mémoires :

1 -Mohamed Amin Mehal, le capital investissement, logique, technique et pratique, mémoire de fin d'étude : DSEB. Ecole supérieure de banque Alger, 2006.

2 -Mohamed Zakaria Dekaoui, développement du capital investissement en tant que solution de financement du cycle de l'entreprise cas du Maroc.E.S.C. Mastère spécialisé en management financier international, 2008.

#### **IV- Les revues :**

1-Cnep-News, revue trimestrielle de la Cnep – Banque .s.p.a N°32/ 3ème édition trimestre 2011.

#### **III- Les Articles:**

1-Yazid Taleb, le capital risque démarre presque de zéro, le Quotidien d'Oran, Alger, Mardi 22 mars 2011.

#### **III- Les Sites:**

1-<http://www.afic.asso.fr/website/site/fra-rubriques/le-capital-investissement-glossaire.htm>.

2-[www.nomadcapital.com/about.fr.php](http://www.nomadcapital.com/about.fr.php)

3- <http://www.djazairess.com/aps/107226>

4-[www.echeroukonline.com/ara/economie/22568.htm/ ?prin](http://www.echeroukonline.com/ara/economie/22568.htm/?prin)

5- [www.aps.dz/spip.php?page.imprimer.fid-article=1751](http://www.aps.dz/spip.php?page.imprimer.fid-article=1751).

6-[www.cosob.org/publication/publication-rapport2009.ora.PDF](http://www.cosob.org/publication/publication-rapport2009.ora.PDF).

7 – <http://www.elmojahid.com/01/actualités/864>

# الفهرس

## فهرس الجدول

الصفحة	محتوى الجدول	الرقم
40	أوجه الاختلاف بين شركات رأس المال المخاطر و البنوك الإسلامية	01
85	معايير اتخاذ قرار تمويل المشاريع الناشئة	02

## فهرس المحتويات

- 02..... المقدمة
- 08..... الفصل الأول: ماهية شركات رأس المال المخاطر
- 09..... المبحث الأول: مفهوم شركات رأس المال المخاطر
- 09..... المطلب الأول: نشأة البديل التمويلي للمشاريع الناشئة
- 10..... الفرع الأول: دواعي و أهداف الإنشاء
- 10..... الفقرة الأولى: فشل الطرق التقليدية في تمويل المشاريع الناشئة
- 11..... الفقرة الثانية: تدعيم برنامج الإصلاح الاقتصادي
- 14..... الفرع الثاني: تجربة بعض الدول في مجال رأس المال المخاطر
- 15..... الفقرة الأولى: تجربة بعض الدول المتقدمة
- 19..... الفقرة الثانية: تجربة بعض الدول النامية
- المطلب الثاني: تمييز التمويل من خلال شركات رأس المال المخاطر عن طرق التمويل التقليدية
- 32.....
- 33..... الفرع الأول: تميزه عن قروض البنوك التجارية
- 33..... الفقرة الأولى: التمويل
- 35..... الفقرة الثانية: المنشآت المستهدفة و تسيير المساهمة
- 36..... الفقرة الثالثة: أساس الدراسة السابقة للتمويل وحجم عنصر المخاطرة
- 37..... الفرع الثاني: شركات رأس المال المخاطر و البنوك الإسلامية

- 37.....الفقرة الأولى: نظام المشاركة لدى البنوك الإسلامية.
- 39.....الفقرة الثانية: المقارنة بين مبدأ المشاركة في النظامين.
- 41.....الفقرة الثالثة: الكفاءة الاقتصادية المتوقعة لنظام المشاركة.
- 42.....المطلب الثالث: تعريف شركات رأس المال المخاطر.
- 42.....الفرع الأول: التمييز بين رأس المال المخاطر ورأس المال الاستثماري.
- 43.....الفقرة الأولى: رأس المال الاستثماري.
- 47.....الفقرة الثانية: رأس المال المخاطر.
- 51.....الفرع الثاني: خصائص شركات رأس المال المخاطر.
- 51.....الفقرة الأولى: القيام على مبدأ المشاركة.
- الفقرة الثانية: الاستثمار بالأموال الخاصة وشبه الخاصة في المنشآت الغير مدرجة في  
البورصة.....
- 52.....
- 53.....الفقرة الثالثة: تمويل المراحل الأولى لانطلاق المنشأة و المساهمة في تسييرها.
- 54.....المبحث الثاني: تأسيس شركات رأس المال المخاطر.
- 54.....المطلب الأول: قواعد تأسيس شركات رأس المال المخاطر.
- 54.....الفرع الأول: الشكل القانوني للتأسيس.
- 55.....الفقرة الأولى: مؤسسة مالية.
- 56.....الفقرة الثانية: مؤسسة تجارية.

- الفرع الثاني: التمييز بين شركة رأس المال المخاطر و شركة المساهمة من حيث شروط وإجراءات التأسيس..... 59.....
- الفقرة الأولى: من حيث المحل وسبب الإنشاء..... 59.....
- الفقرة الثانية: تقديم الحصص..... 61.....
- المطلب الثاني: الرقابة على إنشاء شركات رأس المال المخاطر..... 62.....
- الفرع الأول: الرقابة السابقة للتأسيس..... 62.....
- الفقرة الأولى: شروط منح الرخصة..... 63.....
- الفقرة الثانية: الضمانات الممنوحة لطالبي الرخصة..... 68.....
- الفرع الثاني: الرقابة اللاحقة..... 70.....
- الفقرة الأولى: دور مندوب الحسابات..... 70.....
- الفقرة الثانية: دور لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها..... 72.....
- الفقرة الثالثة: دور الوزير المكلف بالمالية..... 76.....
- خلاصة الفصل الأول..... 78.....
- الفصل الثاني: نشاط شركات رأس المال المخاطر وتدعيمها للمشاريع الناشئة..... 80.....
- المبحث الأول: طبيعة نشاط شركات رأس المال المخاطر..... 81.....
- المطلب الأول: مرحلة ما قبل المساهمة في المشروع..... 81.....
- الفرع الأول: الدراسة التمهيدية للمشروع..... 82.....

- 82..... الفقرة الأولى: خطة العمل
- 85..... الفقرة الثانية: اتخاذ القرار المبدئي بالاستثمار
- 86..... الفرع الثاني: الدراسة التفصيلية للمشروع
- 86..... الفقرة الأولى: اتفاق السرية و خطاب النوايا
- 88..... الفقرة الثانية: تقييم المشروع
- 89..... المطلب الثاني: مرحلة اتفاق المساهمين
- 90..... الفرع الأول: مرحلة عقد المساهمين
- 91..... الفقرة الأولى: بنود تنظيم عقد المساهمة
- 94..... الفقرة الثانية: المتابعة غير التمويلية للمشروع
- 96..... الفرع الثاني: الموارد المالية ووسائل التدخل
- 96..... الفقرة الأولى: الموارد المالية
- 99..... الفقرة الثانية: الأدوات المالية
- 104..... الفرع الثالث: مرحلة الانفصال
- 104..... الفقرة الأولى: بيع المساهمات في البورصة
- 105..... الفقرة الثانية: طرق أخرى للانسحاب
- 108..... المبحث الثاني: آليات تفعيل شركات رأس المال المخاطر وتقييم أدائها في الجزائر....
- 108..... المطلب الأول: آليات تفعيل شركات رأس المال المخاطر
- 109..... الفرع الأول: الآليات الداخلية

109.....	<u>الفقرة الأولى:</u> تنوع مكونات المحفظة وتكوين مواردها البشرية.
110.....	<u>الفقرة الثانية:</u> الاستراتيجية الاستثمارية
111.....	<u>الفرع الثاني:</u> الآليات الخارجية
112.....	<u>الفقرة الأولى:</u> السياسة التشريعية
114.....	<u>الفقرة الثانية:</u> السياسة الضريبية
118.....	<u>المطلب الثاني:</u> تقييم أداء شركات رأس المال المخاطر في الجزائر.
118 .....	<u>الفرع الأول:</u> واقع هذه الشركات في الجزائر.
119.....	<u>الفقرة الأولى:</u> نقائص تتعلق بالإطار القانوني و الضريبي
121.....	<u>الفقرة الثانية:</u> نقائص تتعلق بالمناخ الاستثماري العام لهذه الشركات
126.....	<u>الفرع الثاني:</u> الآفاق المستقبلية لهذه الشركات في الجزائر
126.....	<u>الفقرة الأولى:</u> التدعيم غير المباشر للشركات
134.....	<u>الفقرة الثانية:</u> التدخل المباشر للدولة في تدعيم هذه الشركات
137.....	<u>خلاصة الفصل الثاني.</u>
139.....	<u>الخاتمة</u>
146.....	<u>الملاحق</u>
169.....	<u>المراجع</u>
177.....	<u>الفهرس</u>
	<u>الملخص</u>

المخلص

## الملخص:

برز دور شركات رأس المال المخاطر كبديل تمويلي ناجح للمشاريع الناشئة الراضة في الحصول على تمويل ودعم كبيرين لتحقيق مشاريعها الواعدة ، والمتميزة بارتفاع نسبة المخاطرة ما أدى إلى إحام التمويلات التقليدية على تمويلها ، فاستحدثت هذه التقنية التمويلية ذات الطابع الخاص ، لتكون الحل الأمثل لمثل هذه المشاريع المبتكرة ذات التكنولوجيا العالية عادة، حيث تساهم هذه الشركات في رأسمال المشاريع الناشئة لمدة زمنية محددة تقوم على أساس الشراكة بغرض الحصول على قيمة مضافة معتبرة عند الخروج ، لامتلاك هذه المشاريع استعدادات كبيرة للنمو ، إلى جانب الأرباح التي توزع بينهما ، مع تميز هذه العملية بارتفاع نسبة المخاطرة مقارنة بغيرها ، وهذا ما يميزها عن العمليات التمويلية التقليدية.

وقد تم خلال هذه الدراسة عرض مختلف الجوانب التاريخية والقانونية لهذه الشركات ، وتحديد مفهوم تقنياتها التمويلية بصفة دقيقة، والأسباب الحقيقة لإنشاء مثل هذه الشركات، مع التطرق إلى تأسيسها و تحديد الفوارق الموجودة بينها وبين شركة المساهمة بالإضافة إلى خضوعها لرقابة سابقة وأخرى لاحقة.

و تفصيل المراحل التي تتبعها هذه الشركة للوصول إلى قرار منح التمويل للمشروع المعني، وكذا استعراض مختلف الاستراتيجيات التي تنتهجها شركات رأس المال المخاطر ، وآليات تفعيلها لجعلها تلعب الدور المحوري المرجو منها في تذليل العقبات التي تواجه إطلاق المشاريع الاستثمارية وأثر تمويلها لهذه المشاريع في إحداث التنمية الاقتصادية، إلا أن هذه الشركات تعد حديثة العهد في الجزائر ، ولا تزال ضعيفة وعلى الدولة أن تبذل مجهودات أكثر عن طريق وضع سياسة رشيدة لاصلاح المناخ الاستثماري بصفة عامة وامتيازات تخص بها هذه الشركات لطبيعتها الخاصة وتحملها مخاطر أعلى من المتوسط المتعارف عليه لدى وسائل التمويل التقليدية المتمثلة أساسا هنا في الجزائر في البنوك.

ولعل واقع هذه الشركات في الجزائر كما تم تبيانه لا يزال في بداية الطريق لانطلاقها ، حتى أنه لا يزال على الدولة أن تبذل مجهودا اضافيا لاجراج هذه الشركات إلى النور

والتعريف بها لدى جمهور المستثمرين ، مع إبقائها تحت الرقابة لضبط نشاطها الذي يتسم بالحساسية للحفاظ على المصالح العامة، وتحقيق الهدف الرئيسي من إنشائها أمام التحديات التي تواجه الاقتصاد الوطني ، مع مختلف التطورات التي يشهدها على المستوى ال محلي و الدولي في ظل المنافسة الشديدة التي يكون البقاء فيها للأفضل والأقوى.

وقد أثبتت هذه الشركات فعاليتها في الدول المتقدمة ، ساهمت بشكل كبير في خلق وتمويل العديد من المشاريع الناشئة ، والتي تحولت إلى منشآت ضخمة تحتل مراتب ريادية على المستوى العالمي ، وعلى الجزائر أن تحذو حذوها لتحقيق النقاط والأهداف المسطرة لها وخاصة أمام فشل الوسائل التقليدية في ذلك.

# RESUME

## Résumé :

L'apparition de ce genre de sociétés, c'est-à-dire les sociétés de capital-risque, représente une alternative au financement des projets émergents et contrairement aux banques traditionnelles.

Ces dernières supportent le plus grand risque, ce qui permet l'existence des projets qui ne peuvent jamais exister sans ce genre de sociétés, sachant que le législateur a eu raison quand il a introduit ce genre d'entreprise pour financer des projets émergents dans le cadre de la loi

06-11.

Lors de cette étude, nous avons procédé à l'exposition des différentes facettes historique et juridique de ces sociétés ainsi qu'à la conception de leur technique financière, les causes réelles de leur création et la distinction entre elles et les méthodes de financement traditionnelles.

tout en abordant la question de leur établissement et la différenciation entre la société de capital - risque et la société par action avec sa soumission à un contrôle antérieur et un autre postérieur, tout en détaillant les phrases adoptées par cette société pour arriver à la décision d'octroi de financement pour le projet en question tout en exposant les différentes stratégies adoptées par les sociétés capital-risque, et les mécanismes d'activation pour qu'elle puissent jouer le rôle pivot souhaité et cela dans le but de réduire les obstacles qui confrontent le lancement des projets d'investissement et son impact sur le développement économique, toutefois, ces sociétés sont réellement récentes en Algérie et restent faibles, c'est pourquoi le gouvernement doit fournir plus d'effort de réforme du climat d'investissement de manière générale et de préciser des privilèges de ces sociétés.

A cause de leur nature spécifique à supporter des risques au-delà de la moyenne tolérée par les procédés de financement représentés essentiellement par les banques, il est aussi du devoir de l'état de les

présenter aux investisseurs tout en les gardant sous contrôle afin de régler leur activité sensible pour préserver l'intérêt général et la réalisation de l'objectif principal de leur création face aux défis que confronte l'économie nationale et son développement local et international, dans l'ombre d'une concurrence pour en tirer le meilleur parti.

Démonstré Ce genre de sociétés ont leur efficacité dans les pays développés, car elles ont contribué à la création et au financement d'une multitude de projets émergents, qui se sont développés en projets énormes occupant des places leader sur un plan international.

L'Algérie doit faire autant pour la réalisation des buts tracés et surtout après la difficulté de mise en œuvre des moyens traditionnels dans ce domaine.

# SUMMARY

## **Summary:**

The appearance of this kind of companies, Venture capital firms represent an alternative of the project's funding unlike traditional banks.

These firms support the greatest risk, which permits the existence of projects that can never exist without this kind of companies, knowing that the legislator had reason when he introduced this kind of firms to finance emerging projects under the law 06-11 .

In this study, we have proceeded to the exposure of different historical and legal facets of these companies, also to the conception of their financial technical, real causes of their creation, the distinction between them and the traditional methods of financing.

With approach to the question of their establishment and the differentiation between venture capital firms and the SPA, with its submission to anterior and posterior control with giving details about sentences adopted by this company to arrive to the decision of granting the funding for the project discussed; by exposing different strategies adopted by venture capital firms and mechanisms of activation so that they can play the pivotal role, in order to enable them to reduce obstacles that confront the launch of investment projects and their impact on the economic development, however these companies are actually recent in Algeria and remain feeble, this is why the government should furnish more efforts of reform for the investment's climate in a general manner.

Because of their specific nature to support risks beyond the average permitted by processes of funding represented specially by banks, it is also a state's duty to present them to investors with keeping them under control to adjust their sensible activity to preserve the general interest and the realization of the principle objective of their creation with taking into consideration challenges that the economy confront and its local and international development in the shadow of competition to get the best.

Showing the efficiency of this kind of companies in developed countries because they have contributed to the creation and the financing of multitude of emerging projects that have been developed to huge projects that occupy the leadership internationally.

Algeria must do the same to realize the objectives aimed and especially after the difficulty of implementation of traditional means in this field.

Les mots clés :

- Sociétés de capital risque
- capital risque
- financement des projets émergents

Key words :

- Venture capital firms
- venture capital
- finance emerging project

الكلمات المفتاحية :

- شركات رأس المال المخاطر
- رأس المال المخاطر
- تمويل المشاريع الناشئة