

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة البليدة 2

كلية العلوم الاقتصادية علوم التسيير وعلوم التجارة

قسم العلوم الاقتصادية

دور رأس المال المخاطر في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

دراسة حالة المالية الجزائرية الأوروبية للمساهمة

وحالة مؤسسة الجزائر للاستثمار

مذكرة مقدمة لنيل درجة الماجستير في العلوم الاقتصادية

تخصص : نقود مالية وبنوك

إشراف الدكتور:

علاش أحمد

إعداد الطالبة:

قسايسية صليحة

السنة الجامعية: 2015/2014

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة البليدة 2

كلية العلوم الاقتصادية علوم التسيير وعلوم التجارة

قسم العلوم الاقتصادية

دور رأس المال المخاطر في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

دراسة حالة المالية الجزائرية الأوروبية للمساهمة

وحالة مؤسسة الجزائر للاستثمار

مذكرة مقدمة لنيل درجة الماجستير في العلوم الاقتصادية

تخصص : نقود مالية وبنوك

إعداد الطالبة:

قسايسية صليحة

أمام اللجنة المشكلة من:

بن حمودة فاطمة	أستاذ التعليم العالي	جامعة البليدة 2	رئيساً
علاش أحمد	أستاذ التعليم العالي	جامعة البليدة 2	مشرفاً ومقرراً
بن نذير نصر الدين	أستاذ محاضر أ	جامعة البليدة 2	عضواً مناقشاً
للوشي محمد	أستاذ محاضر أ	جامعة البليدة 2	عضواً مناقشاً

السنة الجامعية: 2015/2014

الإهداء

أهدي هذا البحث إلى والدتي العزيزة حفظها الله؛

وإلى روح والدي رحمه الله؛

إلى إخوتي، عائلتي و أقاربي؛

وإلى كلّ الأصدقاء وزملاء الدراسة.

الشكر والتقدير

الحمد والشكر لله عزَّ وجلَّ على توفيقه لإتمام هذا البحث راجية منه
التوفيق والسداد.

كما أتقدم بالشكر والعرفان إلى الأستاذ المشرف "أحمد علاش" على
كل ما أمدني به من نصائح وإرشادات سديدة طيلة إعداد هذا البحث.
كما لا يفوتني تقديم جزيل الشكر لكل من ساعدني في انجاز الدراسة
الميدانية وأخص بالذكر السادة :

السيد عثمان زراولية

السيد ياسين معمرى -الجزائر استثمار -

السيد عبد القادر بولرجم -Finalep-

أخلص التشكرات إلى كل من ساعدني على انجاز هذا العمل
من قريب ومن بعيد وخاصة الوالدة حفظها الله لمساهمتها في توفير
الظروف المناسبة لإنجاح هذا العمل.

كذلك الشكر الجزيل لجميع الزملاء الذين أعانوني

سائلة المولى تعالى أن يجزيهم كل الخير انه ولي ذلك والقادر.

الملخص

يتميز نشاط المشاريع الصغيرة والمتوسطة باحتمال نمو عالٍ ولكن مع مستوى مخطر مرتفع، وهذا ما حال دون حصولها على التمويل اللازم من المؤسسات المصرفية، لذلك كان لابد من دراسة الأسلوب التمويلي الأنسب على حد التعبير، ألا وهو رأس المال المخاطر، وبالتالي اندرجت الدراسة حول إشكالية، هل يمكن لمؤسسة رأس المال المخاطر المساهمة في تطوير وتنمية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر؟، وقد رجع السبب الرئيسي لاختيار هذا الموضوع، هو الرغبة في التأكد من مدى قدرة مؤسسة رأس المال المخاطر على خلق نسيج من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بالجزائر.

تكمن أهمية الدراسة في تحليل نشاط مؤسسة رأس المال المخاطر وتحديد دورها في دعم وترقية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة كبديل تمويلي، يمكنه أن يساهم في تطوير إقتصاد الجزائر. وقد أسقطت الدراسة على الجزائر، متناولاً فصلين نظريين وفصل ثالث تطبيقي، وهذا باستخدام كل من المنهج الوصفي والتحليلي، بالإضافة لمنهج دراسة الحالة.

استعانة الدراسة على مجموعة من المقالات والكتب، والجرائد وغيرها، بالغات المختلفة، من أجل تحديد دوره مؤسسة رأس المال المخاطر في خلق مشاريع إقتصادية حديثة وترقيتها.

أهم ما توصل إليه البحث هو أن مؤسسة رأس المال المخاطر قد حققت بصفة خاصة نتائج إيجابية على مستوى الدولي، إذا توفرت وحدة مشاريع إبداعية مع تحلي مسيرتها بمستوى من الكفاءة والخبرة، لكن نجد حجم المؤسسات الممولة في الجزائر من طرف المؤسسات المخاطرة متواضع لغياب مشاريع كفئة ومبدعة، وهذا رغم جهود السلطات الحكومية.

قائمة المحتويات

رقم الصفحة	الموضوع
	أ. الإهداء
	ب. شكر وتقدير
	ج. الملخص
	د. قائمة المحتويات
	ي. قائمة الجداول
	م. قائمة الأشكال
	س. تعريف المختصرات
19	مقدمة.....
29	الفصل الأول: أساسيات حول رأس المال المخاطر.....
30	المبحث الأول: أساسيات حول رأس المال الاستثماري.....
30	المطلب الأول: ماهية رأس المال الاستثماري.....
30	الفرع الأول: تعريف رأس المال الاستثماري.....
33	الفرع الثاني: خصائص رأس المال الاستثماري.....
36	المطلب الثاني: التمويل برأس المال الاستثماري.....
36	الفرع الأول: أشكال رأس المال الاستثماري.....

42	الفرع الثاني: الفرق بين البنك ومؤسسة رأس المال الاستثماري.....
46	المبحث الثاني: رأس المال المخاطر.....
46	المطلب الأول: ماهية رأس المال المخاطر.....
46	الفرع الأول: أصل التسمية.....
47	الفرع الثاني: مفهوم رأس المال المخاطر.....
51	المطلب الثاني: التطور التاريخي لمؤسسة رأس المال المخاطر.....
52	الفرع الأول: تطور رأس المال المخاطر في الولايات المتحدة الأمريكية.....
56	الفرع الثاني: انتشار رأس المال المخاطر في أوروبا.....
60	المطلب الثالث: مراحل استثمار رأس المال المخاطر.....
60	الفرع الأول: أشكال تدخل رأس المال المخاطر.....
62	الفرع الثاني: أنواع مخاطر عملية التمويل.....
65	المبحث الثالث: الهيئات ذات العلاقة برأس المال المخاطر.....
65	المطلب الأول: أنواع مؤسسات رأس المال المخاطر.....
65	الفرع الأول: على أساس مكون رأس المال.....
66	الفرع الثاني: على أساس دورة حياة المشروع.....
76	المطلب الثاني: محيط رأس المال المخاطر.....
76	الفرع الأول: المستثمرون التأسيسيون.....
80	الفرع الثاني: المقاولات الناشئة.....
82	الفرع الثالث: شبكة رأس المال المخاطر.....

87	 خلاصة الفصل الأول
90	 الفصل الثاني: نشاط رأس المال المخاطر
91	 المبحث الأول: اختيار المشاريع للتمويل
91	 المطلب الأول: إعداد خطة العمل
92	 الفرع الأول: مفهوم خطة العمل
93	 الفرع الثاني: نموذج خطة العمل
98	 الفرع الثالث: وثائق مكملة لخطة العمل
101	 المطلب الثاني: مرحلة الدراسة المعمقة للمشروع
102	 الفرع الأول: مختلف الدراسات لعملية المراجعة والتدقيق
105	 الفرع الثاني: مختلف الوثائق لعملية المراجعة والتدقيق
106	 الفرع الثالث: معايير اتخاذ القرار
112	 المطلب الثالث: مرحلة تقييم المشروع
112	 الفرع الأول: معدل العائد الداخلي
113	 الفرع الثاني: القيمة المرتبطة بالذمة المالية
115	 الفرع الثالث: تقنية المضاعفات
117	 الفرع الرابع: تقنيات المردودية
119	 الفرع الخامس: تقنيات تقييم العائد الاقتصادي
120	 الفرع السادس: تقنيات قائمة على نظرية الخيارات
122	 المبحث الثاني: عملية المشاركة لرأس المال المخاطر
122	 المطلب الأول: مرحلة إغلاق العرض

122	الفرع الأول: اتفاقية المساهمين.....
127	الفرع الثاني: وثائق قانونية أخرى.....
128	الفرع الثالث: أطر قانونية أخرى.....
131	المطلب الثاني: حوكمة المنشآت.....
132	الفرع الأول: أنماط المتابعة.....
132	الفرع الثاني: تقنية متابعة الشراكة.....
137	الفرع الثالث: التقرير Reporting.....
139	الفرع الرابع: النزاعات.....
141	المبحث الثالث: مرحلة إنهاء المساهمة.....
141	المطلب الأول: الأدوات المالية لرأس المال المخاطر.....
141	الفرع الأول: أدوات مالية ذات تدخل فوري في رأس المال.....
143	الفرع الثاني: أدوات مالية تمنح تدخلا لاحقا في رأس المال.....
147	الفرع الثالث: أدوات مالية أخرى.....
148	المطلب الثاني: آليات التنازل عن المساهمة.....
148	الفرع الأول: البيع بالتراضي Le gré à gré.....
151	الفرع الثاني: الإدراج بالبورصة.....
161	خلاصة الفصل الثاني.....
164	الفصل الثالث: رأس المال المخاطر في الجزائر.....
165	المبحث الأول: الهيكل القانوني لرأس المال المخاطر في الجزائر.....

165	المطلب الأول: المعالجة القانونية والجبائية لرأس المال المخاطر.....
165	الفرع الأول: المعالجة القانونية.....
169	الفرع الثاني: المعاملة الجبائية.....
171	المطلب الثاني: مؤسسات رأس المال المخاطر في الجزائر.....
171	الفرع الأول: الشركة المالية للاستثمار ، المساهمة والتوظيف.....
173	الفرع الثاني: صندوق دعم الاستثمار من أجل الشغل.....
175	الفرع الثالث: صندوق الاستثمار المغاربي.....
177	الفرع الرابع: مؤسسة الجزائر استثمار.....
179	الفرع الخامس: الشركة المالية الجزائرية الأوروبية للمساهمة.....
185	الفرع السادس: الصناديق الاستثمارية الولائية.....
	المبحث الثاني: دراسة طلب تمويل لدى الشركة المالية الجزائرية الأوروبية
187	للمساهمة.....
187	المطلب الأول: خطوات دراسة طلب التمويل.....
188	الفرع الأول: المرحلة الأولى للمشاركة.....
190	الفرع الثاني: المرحلة الثانية للمشاركة.....
191	الفرع الثالث: المرحلة الثالثة للمشاركة.....
192	المطلب الثاني: دراسة طلب تمويل.....
192	الفرع الأول: تقديم المشروع.....
195	الفرع الثاني: الجوانب المالية للمشروع.....

204	المبحث الثالث: دراسة حالة طلب مساهمة لدى الجزائر استثمار.....
204	المطلب الأول: خطوات دراسة طلب تمويل لدى الجزائر استثمار.....
205	الفرع الأول: المرحلة الأولى.....
207	الفرع الثاني: المرحلة الثانية.....
208	المطلب الثاني: دراسة طلب تمويل لدى الجزائر استثمار.....
208	الفرع الأول: عرض المشروع.....
221	الفرع الثاني: دراسة التوقعات المستقبلية.....
237	خلاصة الفصل الثالث.....

-قائمة الجداول-

رقم الجدول	العنوان	الصفحة
01	الفرق بين رأس المال الاستثماري والتمويل البنكي	44
02	محددات المخاطر حسب مراحل تطور المشروع	63
03	مكونات خطة العمل	95
04	هيكل المذكرة العمياء	98
05	محتوى التقديم التسييري	99
06	معايير تقييم التسيير بالنسبة للمخاطرين	107
07	معايير تقييم السوق للمخاطرين	109
08	معايير تقييم التقديرات المالية للمخاطرين	111
09	مضاعفات التقييم وتطبيقاتها	116
10	آليات الرقابة	133
11	إجمالي مساهمات Sofinance	172
12	المشاريع الممولة من طرف شركة فينالب	181
13	مخطط الاستثمار	196
14	مخطط التمويل	197

198	حسابات النتائج	15
200	التدفقات النقدية المتوقعة	16
201	الأرباح السنوية المتوقعة	17
203	العائد المتوقع عند التنازل عن الأسهم	18
214	الاستثمارات الحالية للشركة D	19
216	الاستثمارات المستقبلية	20
218	الهيكل التمويلي للمشروع	21
219	أشكال التمويل	22
219	هيكل رأس المال	23
222	رقم الأعمال المتوقع	24
223	حجم المشتريات المستهلكة	25
223	الخدمات الخارجية	26
224	أعباء العاملين	27
224	الرسم على النشاط المهني	28
225	مخصصات الاهتلاكات	29
225	مخصصات المؤونات	30
226	أعباء عملياتية أخرى	31
226	اهتلاك القروض البنكية	32
228	فوائد القروض	33

229	احتياجات رأس المال العامل المعياري	34
230	حسابات النتائج	35
232	معايير المردودية	36
233	حصة الجزائر استثمار في الأرباح السنوية	37
235	خطة التمويل	38

-قائمة الأشكال-

رقم الشكل	العنوان	الصفحة
01	هيكل رأس المال الاستثماري	35
02	أشكال رأس المال الاستثماري	41
03	تكوين مؤسسة رأس المال المخاطر	50
04	إجمالي استثمارات مؤسسات رأس المال الاستثماري في أوروبا خلال الفترة 2007 - 2012	58
05	حجم مؤسسات رأس المال الاستثماري في أوروبا	59
06	أنواع مؤسسات رأس المال الاستثماري حسب دورة حياة المشروع	75
07	أسس التعاقد بين منظمات رأس المال المخاطر والمستثمرون	78
08	أنواع المستثمرون التأسيسيون في أوروبا من 2002 إلى 2006	79
09	أسس التعاقد بين منظمات رأس المال المخاطر والمقاولات	81
10	تنظيم المبادلات في سوق رأس المال المخاطر	83
11	إستراتيجية الهرم لرأس المال المخاطر	101
12	تنظيم السلطة في شركات الأموال	130
13	العلاقة بين الثقة والرقابة	136

149	شبكة رأس المال الاستثماري ومنطق الخروج	14
159	أنواع أساليب الخروج في أوروبا خلال الفترة 2006-2001	15
217	إجمالي استثمارات المشروع	16
220	هيكل رأس المال	17
220	توزيع حجم التمويل	18
221	نسب أنواع التمويل	19

-تعريف المختصرات-

المختصرات	تعريفها
AFIC	Association Française d'investissement en capital
EVCA	European Private Equity and Venture Capital Association
MBO	Management buy-out
MBI	Management buy-in
IPO	Initial Public Offring
OCR	Organisation de Capital Risque
IBM	International Business Machines
MIT	Massachusetts Institute of Technology.
ERISA	The Employers' Retirement Investment Security Act
ANC	l'Actif net comptable.
ANCC	l'Actif net comptable corrigé.
PER	The Price Earnings Ratio or coefficient de capitalization des benefices
EVA	Economique Valeur Ajouté
MVA	Market Value Aded
AO	Les Actions Ordinaires
AP	Les Actions Prévéligés
ADVD	Les Actions à Droits de Vote Double
ADPSDV	Les Actions à Dividende Prioritaire Sans Droit de Vote
OCA	Les Obligations Convertibles en Actions
ORA	Les Obligations Remboursables en Actions
BASA	Les Bons Autonomes de Souscription d'Action ou Les

Bons Indépendants	
Les Actions à Bons de Souscription d'Actions	ABSA
Les Obligations à Bons de Souscription d'Actions	OBSA
Les Obligations à Bons de Souscriptions d'Obligations	OBSO
New Yourk Securities Exchange	NYSE
Marché de Gros des Titres	MGT
La Comité d'organisation et de surveillance des opérations boursières	COSOB
Le Fond de soutien de l'investissement pour l'emploi	FSIE
LA Société financière internationale	SFI
la Société néerlandaise pour le financement du développement	FMO
L'Agence Française de développement	AFD
La Banque Européenne d'Investissement	BEI
L'Agence Nationale des Autoroutes	ANA
L'Algérienne de Gestion des Autoroutes	AGA
Contrôle Technique des Travaux Publique	CTTP
Petites et moyennes entreprises	PME
Agence nationale de développement de l'investissement	ANDI
Besoin en fonds de roulement	BFR

مقدمة

مقدمة

تسعى مختلف الدول إلى توفير التمويل اللازم بالأسلوب الصحيح لمؤسساتها الاقتصادية، فموضوع طرق التمويل إشكال مطروح منذ عدة سنوات، وهذا يعود إلى أهمية تحقيق التوافق بين نوعية التمويل ومميزات المشاريع الاقتصادية. فنجد التمويل التقليدي "الإقراض البنكي" قد أثبت قصوره في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة كنتيجة لعدة بحوث في هذا المجال من بينها أطروحة دكتوراه حول اشكالية تمويل المؤسسات الاقتصادية مع دراسة حالة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، حيث هذه الأخيرة تمثل أساس نمو وتطور اقتصاديات عالمية حالية.

البنوك وكذا الأسواق الثانوية "البورصة" لم تتمكن من دعم وتطوير المشاريع الصغيرة والمتوسطة لغياب الضمانات المطلوبة وارتفاع درجة المخاطر، وصعوبة شروط الإدراج بالبورصة، مما أدى إلى ظهور أسلوب تمويلي جديد يدعى برأس المال المخاطر أو رأس المال الجريء ويسمى كذلك بالتمويل الذكي لقدرته على استيعاب مستويات عالية من المخاطرة.

رأت الدول الأجنبية ضرورة لدعم أعلى الميزانية للمؤسسات الاقتصادية وخلق تكنولوجيات حديثة للإعلام والاتصال... الخ، فكانت الولايات المتحدة الأمريكية أول دولة استخدمت أسلوب رأس المال المخاطر لتمويل ومساندة المشاريع المصغرة، الصغيرة والمتوسطة، والتي تتميز بالابتكار والإبداع خاصة ضمن المجال الإلكتروني، الإعلام الآلي، الإعلام والاتصال، البحث والاتصال... الخ، بالإضافة إلى ذلك تتميز هاته المشاريع بدرجة مخاطرة مرتفعة ناتجة عن عدم الأكادة أي مدى استيعاب السوق للفكرة التي سيتم تطويرها. انتشرت تقنية رأس المال المخاطر عبر العالم وتوسعت خاصة بعد اهتمام العديد من الباحثين الاقتصاديين بها، بالإضافة لما استطاعت

تحقيقه من إنجازات في الولايات المتحدة الأمريكية. الدول النامية خاصة منها العربية هي الأخرى تبنت هذا الأسلوب نتيجة تأكيد سلطاتها الحكومية من أهميته ودوره في تنمية وتطوير المشاريع الاقتصادية خاصة الناشئة منها، وأيضاً دوره في تحفيز الأفراد على طرح وإبراز أفكار جديدة ضمن مختلف المجالات خاصة الصناعية منها.

الجزائر كباقي الدول العربية تبنت آلية رأس المال المُخاطر لتمويل المشاريع الاقتصادية التي تدعم التنمية المستدامة وتسمح بالتوجه نحو التصدير نظراً لاعتماد الاقتصاد الجزائري بالدرجة الأولى على الاستيراد ومن الأمور البديهية المتعارف عليها أنَّ مواردها المالية ناتجة بصفة أساسية وعامة من تصدير المحروقات والتي تتأثر بتقلبات الأسعار خاصة في فترات الأزمات.

الجزائر تملك موارد مالية ضخمة تتمثل في الاحتياطي من العملة الصعبة وهذا إلى غاية 2013م من أموال البنوك العمومية والخاصة، أموال مؤسسات التأمين وصناديق المعاشات التي لا تستغل إطلاقاً، بالإضافة لوجود سوق ثانوي "البورصة"، هاته الموارد المالية تسمح بإنشاء نسيج متكامل من المؤسسات، لكن رغم ذلك لم تتمكن السلطات الجزائرية من تجسيد استثمارات محلية صناعية متكاملة تغنيها عن الاستيراد.

تهدف السياسة التنموية المعتمدة من طرف السلطات الجزائرية إلى تحقيق الانتعاش ضمن قطاعات تعتبرها استراتيجية، تتمثل في القطاع الصناعي وهذا بإعطاء الأولوية لبعض الأنشطة كالميكانيك، صناعة النسيج، الالكترونيات... الخ، قطاع السياحة مثلاً بتبني المخطط التوجيهي للتهيئة السياحية، قطاع الزراعة وكذا تبني برنامج الطاقات المتجددة "الطاقة الشمسية والحرارية و طاقة الرياح".

المؤسسات المالية المصرفية في الجزائر كغيرها من البنوك الأجنبية، تهدف من خلال القروض إلى تحقيق عوائد ثابتة أو متغيرة تتمثل في الفائدة، وكذا التركيز على مدى إمكانية

إسترجاع أصل القرض دون تحمل مخاطرة مرتفعة وفي المقابل حصولها على ضمانات عينية أو شخصية دون الأخذ بعين الاعتبار مدى جدارة المشروع مستقبلاً. لهذا المؤسسات الناشئة لا تتمكن من الحصول على تمويل من طرف البنوك.

ففي إطار إستحداث طرق تمويلية تتناسب مع مميزات المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، سعى بحثنا هذا لدراسة أسلوب مستحث بالنسبة للجزائر يتمثل في رأس المال المخاطر، وكذا التعرف على الدور الذي يلعبه عند تمويل هاته المؤسسات.

اعتماداً على ما سبق يمكن طرح الإشكالية التالية:

هل يمكن لمؤسسة رأس المال المخاطر المساهمة في تطوير وتنمية المؤسسات

الصغيرة والمتوسطة في الجزائر؟

لمعالجة هاته الإشكالية ارتأينا إلى طرح الأسئلة الفرعية التالية:

❖ فيما تكمن أهمية التمويل برأس المال المخاطر؟

❖ ما هو دور الذي تلعبه مؤسسة رأس المال المخاطر؟

❖ ماهي مجالات نشاط رأس المال المخاطر في الجزائر؟

للإجابة عن التساؤلات الفرعية السابقة الذكر تم تبني الفرضيات التالية:

الفرضية الأولى: قدرة التمويل برأس المال المخاطر على تحمل مخاطرة عالية تكسبه إمكانية

أكبر على توفير الدعم المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

الفرضية الثانية: إدارة وتسيير مؤسسة رأس المال المخاطر للمشاريع الاستثمارية يساهم

في ترقيتها وتطويرها.

الفرضية الثالثة: نشاط مؤسسة رأس المال المخاطر في الجزائر ينحصر في رأسمال النمو.

أهمية البحث:

تكمن أهمية البحث في دراسة وتحليل نشاط مؤسسة رأس المال المخاطر وتحديد دورها في دعم وترقية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، نظراً لكون موضوع التمويل برأس المال المخاطر يعتبر بديلاً للتمويل التقليدي، يمكنه أن يساهم في تطوير إقتصاد الجزائر.

أهداف البحث:

يهدف البحث إلى تحديد طبيعة التمويل من طرف مؤسسات رأس المال المخاطر، وأيضاً دوره في خلق مشاريع إقتصادية حديثة وترقيتها، وهذا من خلال الاعتماد على أرقام إحصائية ودراسات تطبيقية لنشاط هاته المؤسسة.

أسباب اختيار موضوع البحث:

تتمثل أسباب اختيار موضوع البحث في العناصر التالية:

- اهتمامات سابقة بالموضوع؛
- تلقي نشاط رأس المال المخاطر اهتماماً كبيراً من طرف العديد من الباحثين الأجانب؛
- التأكد من مدى قدرة مؤسسة رأس المال المخاطر على خلق نسيج من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بالجزائر.

أدوات الدراسة:

اعتمدنا في جمع بيانات هاته الدراسة على مصادر منشورة وغير منشورة باللغة العربية، الانجليزية والفرنسية بصفة خاصة والمتمثلة في:

- الكتب؛
- المقالات والملتقيات العلمية؛

- المقابلات؛
- الجرائد الرسمية؛
- الوثائق الخاصة بالمؤسسة موضوع الدراسة؛
- بعض مواقع الانترنت.

منهج البحث:

للإجابة على الإشكالية وإثبات صحة الفرضيات من عدمها، تطلّب منا الاستعانة بكل من المنهج الوصفي، التحليلي والمقارن. حيث استخدم المنهج الوصفي في الجانب النظري، أين تم تعريف الظاهرة المدروسة، مراحل تطورها، أشكالها وكذا تحديد آلية عملها. أما المنهج التحليلي، فنتبناه للتعليق على مختلف المعطيات الكمية، حتى يتحدد أثر الظاهرة على المشاريع الممولة. وفضلا عما سبق، نجد المنهج المقارن، الذي استخدم عند تبيان الفرق بين مؤسسة رأس المال الاستثماري والبنك. وبالإضافة إلى ذلك اعتمدنا على منهج دراسة الحالة في الجانب التطبيقي لإضفاء بُعد ورؤية واضحة أكثر للجانب النظري.

حدود الدراسة:

تم تحديد إطار الدراسة بالحدود التالية:

الحدود المكانية: تم تطبيق دراستنا هذه في الجزائر، أسقطت على كل من الشركة المالية الجزائرية الأوروبية للمساهمة ومؤسسة الجزائر الاستثمار.

الحدود الزمنية: فترة الدراسة تحددت من 2012 إلى غاية 2014، حيث سمحت برصد وجمع مختلف المعلومات حول نشاط رأس المال المخاطر، وتوظيفها.

الدراسات السابقة:

يكتسب هذا البحث ميزة عن الدراسات السابقة، لاختلاف هدف الدراسة وكذا أسباب اختيار موضوعه، حيث الدراسات التي تناولت موضوع رأس المال المخاطر قليلة في الجزائر ولكن متوفرة على المستوى الخارجي، ونجد منها:

❖ الدراسة الأولى: للباحثة " Sofia Bennamara " مذكرة تخرج بعنوان " Finance

islamique et capital risque "، l'université Laval، faculté des sciences

d'administration، article، Canada، 2006. انطلقت الباحثة من فكرة وجود

علاقة بين مؤسسات رأس المال المخاطر والمؤسسات المالية الإسلامية والتي تتمثل

في المشاركة في المخاطرة أو مشاطرة المخاطرة، وبما أنَّ هناك تشابه بين التمويل

الإسلامي والتمويل برأس المال المخاطر، كان الهدف من البحث، تحديد عملية التمويل

برأس المال المخاطر، فهم تقنيات التمويل الإسلامي والسعي لاستخراج عقود التمويل

الإسلامي القادرة على المساهمة في تطوير تقنية التمويل برأس المال المخاطر ضمن

دول تتبنى التمويل الإسلامي وكذا من أجل خلق مؤسسات حديثة. توصلت إلى أن كِلا

التمويلين يركز حول نفس الفكرة، أي توفير التمويل، المشاركة في الربح والخسارة،

ضرورة توفر معايير لاختيار المشاريع، القيام بدراسة وتحليل دقيقين. أيضا يمكن

أن يعزز التمويل الإسلامي عن طريق تفعيل الأسواق الثانوية، وهذا ما يظهر في دول

إسلامية كدول الخليج وماليزيا، لأنه يوفر خروجاً مضموناً ومريح. وكنتيجة أخيرة، العقود

الإسلامية لا توفر التمويل اللازم للمشاريع الصغيرة والمتوسطة، ولكن ينبغي خلق

مؤسسات رأس المال المخاطر الإسلامي أكثر تكيفاً مع المخاطرة العالية،

وهذا ضمن وجود سوق ثانوية متطورة.

❖ الدراسة الثانية: للباحثين "Gompers paul and lerner Josh" "مقالة بعنوان " the venture capital revolution " منشورة بـ " journal of economics perspectives " العدد 2 لسنة 2001. اهتمت المقالة بتحديد مختلف البحوث الأكاديمية حول رأس المال المخاطر، ارتكزت حول تعريف مؤسسة رأس المال المخاطر كمؤسسة مستقلة ذات ميزة تسييرية وكذا اشتملت مختلف اقتصاديات رأس المال المخاطر في الماضي والحاضر. استخلص البحث الدور المهم الذي يلعبه المخاطر برأس المال ضمن اقتصاديات تتميز بمستوى عالٍ من الإبداع وبالتالي هاته المؤسسة لها دوراً إيجابياً على الإبداع.

❖ الدراسة الثالثة: تحت عنوان "Le capital risque en France principes et bilan" للباحث "Francis Tabourin"، ورقة بحثية رقم 8901، l'université de paris Dauphine". انطلق البحث من فكرة أنّ رأس المال المخاطر ظهر في فرنسا في 1981 نتيجة ارتفاع معدلات الفائدة واستجابة لاحتياجات التمويل للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة. فالهدف من البحث هو دراسة مدى كفاية التمويل برأس المال المخاطر للطلب من حيث الكمية والنوعية، وأيضاً حول مستوى المخاطر التي يتحملها المتدخلون عند اختيار المشاريع. النتائج التي توصل إليها الباحث تتمثل في أنّ النموذج الفرنسي بعيد عن النموذج الأمريكي، التمويل برأس المال المخاطر يقترب من التمويل التقليدي، ويعتبر منتج ثانوي للنشاط البنكي، كما توصل إلى أن مهنة رأس المال المخاطر تتميز بوفرة من الأفكار، الأهداف والإستراتيجيات، منظمة حول مفهوم غامض لاستثمارات في الأموال الخاصة لمؤسسات صغيرة ومتوسطة.

صعوبات الدراسة:

تتمثل أهم الصعوبات التي واجهاتها في انجاز هذا البحث فيما يلي:

- قلة أو تقريباً انعدام المراجع باللغة العربية باعتبارها اللغة الملزمة لإعداد بحوث العلوم الإنسانية؛

- صعوبة في التعامل مع المراجع باللغة الفرنسية والانجليزية فيما يخص الترجمة؛
- أما فيما يخص الجانب التطبيقي فأهم الصعوبات التي واجهت البحث تمثلت في ضرورة توفير تدخلات أو وساطة من أجل إجراء التبرص إلا أنه تم قبولنا ضمن مؤسسة الجزائر استثمار بعد إلحاح ولمدة قصيرة؛
- قلة المعلومات ورفض تقديمها في الغالب من طرف المؤسسات الجزائرية.

هيكل الدراسة:

تناولت هاته الدراسة ثلاثة فصول منها فصلين نظريين وفصل تطبيقي:

الفصل الأول: تحت عنوان "أساسيات حول رأس المال المخاطر" يحتوي على ماهية رأس المال الاستثماري بالمفهوم الأوسع، خصائصه، أشكاله والتطور التاريخي لمؤسسة رأس المال المخاطر، تعريفها، أشكالها، أنواعها وأيضاً شبكة علاقاتها.

الفصل الثاني: بعنوان "نشاط مؤسسة رأس المال المخاطر" خصص لدراسة مراحل اختيار المشاريع الاستثمارية، مميزات مرحلة الشراكة بين المخاطر برأس المال والمقاولات من مختلف الوثائق القانونية المحررة، أنماط متابعة المساهمة، تقنيات المتابعة، لينتهي الفصل بمرحلة انتهاء المساهمة من طرف المخاطرين برأس المال واكتشاف مختلف أساليبها.

الفصل الثالث: يتمثل الفصل التطبيقي بعنوان "رأس المال المخاطر في الجزائر"، يضم الجانب القانوني والجبايي لنشاط مؤسسة رأس المال المخاطر في الجزائر، مختلف أنواع مؤسسات رأس

المال المخاطر الموجودة في الجزائر، وأيضاً تقديم المؤسسة المالية الجزائرية الأوروبية للمساهمة "فينال" من خلال تعريفها، نشأتها، كيفية اختيارها للمشاريع، وكذا عرض تجربة واقعية لعملية مساهمة سابقة، زيادة إلى ذلك عرض لمؤسسة الجزائر استثمار وتقديم دراسة مستقبلية لطلب تمويل كدراسة تطبيقية ثانية، كما تضمن هذا البحث مقدمة وخاتمة.

الفصل الأول

الفصل الأول: أساسيات حول رأس المال المخاطر

تساهم مختلف المصادر المالية في توفير الدعم لدفع عجلة التنمية الاقتصادية والاجتماعية، لذلك تسعى الاقتصاديات الدولية للبحث عن أدوات ووسائل مالية حديثة بديلة نتيجة سلبات وقصور التمويل التقليدي. من جهة أخرى تعتبر المؤسسات الصغيرة والمتوسطة إحدى الدعائم للرقى الاقتصادي والتي تعاني من إشكالية في التمويل تعجز المؤسسات المصرفية عن حلها. نتيجة لأهمية المنشآت الحديثة وخاصة المبدعة منها ظهر في العالم أسلوب تمويلي مخصص لهاته المنشآت ألا وهو رأس المال المخاطر وهو الترجمة لمصطلح capital venture، والذي تجسد كصيغة تطبيقية ومن ثم تم تشريعه وتقنيه كأسلوب رسمي للتمويل عن طريق المشاركة في رؤوس الأموال المبدعة والمبتكرة ذات درجة المخاطرة المرتفعة كالتكنولوجية منها. رأس المال المخاطر هو جزء من رأس المال الاستثماري الذي يشمل التمويل لكل مراحل تطور المنشآت وهذا الأخير هو الترجمة للمصطلح الانجليزي private equity. فقد عُرف رأس المال المخاطر قبل ستين سنة في الولايات المتحدة الأمريكية والتي تعتبر أول دولة استخدمت هذا الأسلوب ومن ثم انتشر تدريجيا في أوروبا والعالم.

يمكننا هذا الفصل من تحديد أهم أساسيات رأس المال المخاطر وكذا الفرق بينه وبين رأس المال الاستثماري ومختلف فترات التدخل لتمويل المنشآت الاقتصادية، من خلال ثلاثة مباحث، الأول يعرض مفهوم رأس المال الاستثماري ومراحل تدخله والثاني يبين ماهية رأس المال الخاطر وخصائصه التمويلية، أما المبحث الثالث يحدد الهيئات ذات العلاقة برأس المال المخاطر.

المبحث الأول: أساسيات حول رأس المال الاستثماري

ترتكز الاقتصاديات العالمية المتطورة في الغالب على قاعدة من المقاولات المصغرة والمؤسسات الصغيرة والمتوسطة عالية التكنولوجيا "pme High-tech" ضمن مجال الإعلام والاتصال بصفة خاصة، هاته المؤسسات تحتاج إلى حجم كبير من رؤوس الأموال بهدف البحث والتطوير أو التسويق والبيع، وهذه الحاجة إلى رؤوس الأموال توفرها مؤسسة متخصصة يمكنها تحمل مستوى مخاطرة مرتفع، تتميز به المشاريع الناشئة بالخصوص، ونظرا لعدم قدرة القطاع البنكي على تحمل هذه المخاطرة، ظهرت مؤسسات رأس المال المخاطر كوسيط مالي، قادرة على توفير الاحتياجات المالية لمؤسسات صغيرة ومصغرة، مبدعة ومبتكرة بصفة خاصة. حيث تُوَسِّع هذا النوع من التمويل ليشمل مختلف أحجام المؤسسات ليصبح تحت مصطلح رأس المال الاستثماري، وهذا ما سنتطرق إليه في هذا المبحث.

المطلب الأول: ماهية رأس المال الاستثماري

مؤسسة رأس المال الاستثماري مصدر تمويلي مرتبط بدرجة المخاطرة التي تتمتع المشاريع الاستثمارية، فمن أجل التعرف بدقة على هذا الأسلوب التمويلي وكذا الفروقات الجوهرية بينه وبين التمويل البنكي، نعرض الفروع التالية.

الفرع الأول: تعريف رأس المال الاستثماري

رأس المال الاستثماري تقنية تمويلية مختلفة عن التمويل التقليدي، فنجد عدة تعاريف مختلفة حوله وأهمها مايلي:

التعريف الأول: أسلوب رأس المال الاستثماري هو حالة المَخْطَر المحقق من طرف مستثمرين

في رأس المال موافقين على أن يصبحوا مساهمين في مؤسسات غير مدرجة، تضم هذه المساهمة

المساندة فيما يخص الكفاءة التقنية وكذا الجانب التسييري، حيث يفرض رقابة محكمة في سبيل تحقيق عائد بعد فترة في شكل فائض قيمة عند بيع حصصها.¹

التعريف الثاني: تعرفه الجمعية الفرنسية للاستثمار في رأس المال "AFIC": "أسلوب رأس المال الاستثماري يلعب دوراً رئيسياً في الاقتصاد، يمثل دعماً أساسياً للشركة غير المدرجة في البورصة طيلة فترة وجودها. يساهم مباشرة في إنشاء شركات، تشجيع الابتكار والتكنولوجيات الجديدة، النمو والعمالة، وتجديد الاقتصاد. نشاط رأس المال الاستثماري يتمثل في أخذ أغلبية الحصص أو أقلية الحصص من رأسمال مؤسسات صغيرة ومتوسطة وغير المدرجة في البورصة بشكل عام. وهذا يمكن من تمويل بداية النشاط، النمو، والتحويل، وأحياناً حتى الانتعاش. يتم هذا النشاط على أربعة أجزاء، رأس المال المخاطر ورأسمال النمو، رأسمال التحويل ورأسمال الاسترجاع".¹

التعريف الثالث: يعرف رأس المال الاستثماري على أنه استثمار طويل الأجل في الأموال الخاصة للشركات غير المدرجة في البورصة، يتحقق من طرف المستثمرين المحترفين، مقابل الحصول على زيادة في رأس المال متبوعة بتوزيعات الأرباح، حيث يتكون من أشكال استثمارية أخرى.¹

¹ Belaid, Omar, FINALEP : Une Expérience de capital investissement en Algérie, directeur générale de la Finalep, Article publier, le site : http://www.ubm.org.tn/upload/pdf/s4/Omar_belaid.pdf, consulter le : 12/06/2012, a 15 :35h, P 1.

¹ L'association française d'investissement en capital (L'AFIC), rapport, le site : http://www.afic.asso.fr/Website/site/fra_rubriques_lecapitalinvestissement.htm, consulter le 10/04/2013, a 13 :22h.

¹ Gaëtan, Irramnn, le capital investissement : source de développement économique ou nouvelle forme de colonialisme, l'exemple de maghreb, cahier de recherche, France, majeure alternative management-HEC, 2007-2008, p11.

التعريف الرابع: رأس المال الاستثماري هو نشاط يتم فيه تجميع الأموال من الأفراد والمؤسسات للاستثمار في الشركات في مراحل نموها المبكرة والتي تتوفر على إمكانات عالية ولكن ذات مخاطر مرتفعة.¹

التعريف الخامس: رأس المال الاستثماري عبارة عن حلقة أساسية لتجمع رؤوس الأموال من الخواص والمستثمرين القاعديين وتوجيه قدراتهم المالية نحو المؤسسات (المؤسسات الصغيرة والمتوسطة).²

التعريف السادس: عرفت الجمعية الأوروبية لرأس المال الاستثماري EVCA، أسلوب رأس المال الاستثماري على أنه شكل من أشكال الاستثمار في أسهم شركات خاصة غير مدرجة بالبورصة، وهو وسيلة للاستثمار من المتوسط إلى طويل الأجل، يتميز بالملكية النشطة. يبني أفضل الأعمال التجارية من خلال تعزيز الخبرة الإدارية، توفير التحسينات العملية ومساعدة الشركات للوصول إلى أسواق جديدة.³

لذلك يكمن إعطاء تعريف شامل حول رأس المال الاستثماري على أنه ذلك الأسلوب التمويلي الذي يساهم في رأسمال مختلف المؤسسات الاقتصادية وخلال مختلف أطوار حياتها، خاصة تلك التي لم تدرج بعد بالبورصة، يدعم هذا التمويل الجانب التسييري والإداري للمؤسسات نتيجة خبرة ودراية الهيئات المتعاملة به.

¹ Sahlman, William A, The Structure and governance of venture capital organizations, USA, journal of financial economics, N° 27, 1990, P473.

² L'AFIC, Le capital investissement en France, France, dossier de presse, (février 2012), le site : <http://www.afic.asso.fr/>, consulter le 22/05/20, P 3.

³ European Private Equity and Venture Capital Association (EVCA), rapport, le site: <http://www.evca.eu/about-private-equity/>, consulter le 12/05/2013, a 13:25h.

الفرع الثاني: خصائص رأس المال الاستثماري

هاته التعاريف تسمح باستخراج مجموعة من الخصائص تتميز بها مؤسسة رأس المال

الاستثماري ألا وهي:

أولاً: أحد أهم المصادر المالية للمؤسسات الاقتصادية بجانب القروض البنكية والبورصة،

فبالرغم من حدوثه إلا أنه اثبت تواجده في السوق المالي لمرونته التمويلية وكذا سلبيات

التمويل التقليدي التي ظهرت خلال الأزمة العالمية 2007.

ثانياً: الاستثمار بالأموال الخاصة وشبه الخاصة أي المساهمة في رأس مال المؤسسة، لذلك

يدعى بالشريك في الأصول أو تمويل أعلى الميزانية مقارنة بالتمويل التقليدي الذي يمثل

تمويلاً للخصوم أو أدنى الميزانية والذي يستدعي دفعات نقدية غير متناسبة مع الإيراد

المحقق عكس رأس المال الاستثماري الذي يتشارك مع المنشأة في الربح والخسارة مما يسمح

له بفرض رقابة على المنشأة والتدخل في القرارات الداخلية لها باعتباره طرفاً ثانياً

في الملكية.

ثالثاً: رأس المال الاستثماري وسيط مالي بين الأقطاب الكبرى للادخار والتي تمثل صناديق

المعاشات وشركات التأمين والبنوك والمنظمات الحكومية والخواص وبين مؤسسات بحاجة

إلى رؤوس الأموال.

رابعاً: يدعم هذا الأسلوب التمويلي الأموال اللازمة للمشاريع خاصة الناشئة منها، بالإضافة

إلى الدعم الإداري من خلال المتابعة التسييرية لها طوال مرحلة التدخل، حيث لمؤسسة رأس

المال الاستثماري الحق في تحديد أعضاء المجلس الإداري والتدخل في قراراته وكذا وضع

إستراتيجية المشروع باعتباره شريكاً أساسياً وذو خبرة يسعى إلى الرقي بالمنشأة.

خامسا: شراكة لمدة محدودة ما بين المقاولات والوسطاء الذين لا يعملون فقط على تجميع وتوجيه

أموال المستثمرين نحو مشاريع جديدة ومبدعة في شكل مساهمات، وإنما السعي لضمان نمو

هاته المشاريع خلال مدة زمنية كافية لنجاحها وعادة تتراوح ما بين 7 و 10 سنوات تسمح

له بتحقيق فائض قيمة وكذا تحديد مسبق لكيفية إنهاء المساهمة.¹

سادسا: يتدخل رأس المال الاستثماري لتمويل كل مراحل تطور المنشآت مهما كانت درجة

المخاطرة ووضعيتها المالية، حيث كل مكون له يسمح بتمويل طورا من أطوار نمو المنشأة،

فنجذ رأس المال المخاطر يتخصص في بداية الانطلاق ورأسمال النمو يظهر خلال مرحلة

النمو والتوسع، أما مرحلة النضج نجد رأسمال التحويل لتمويل نقل الملكية ورأسمال

الاسترجاع لتمويل حالة التعثر.

سابعا: يتحمل مخاطرة مرتفعة ناتجة عن الاستثمار بدون ضمانات وحالة عدم التأكد بإمكانية

استرجاع الأموال المستثمرة ومن جهة أخرى تمويل مشاريع عالية المخاطرة وذات احتمال

نمو مرتفع، لذلك يأمل في تحصيل مردودية عالية في المقابل.

كذلك يوضح لنا الشكل التالي الهيكل التنظيمي لرأس المال الاستثماري، حيث نجد مختلف

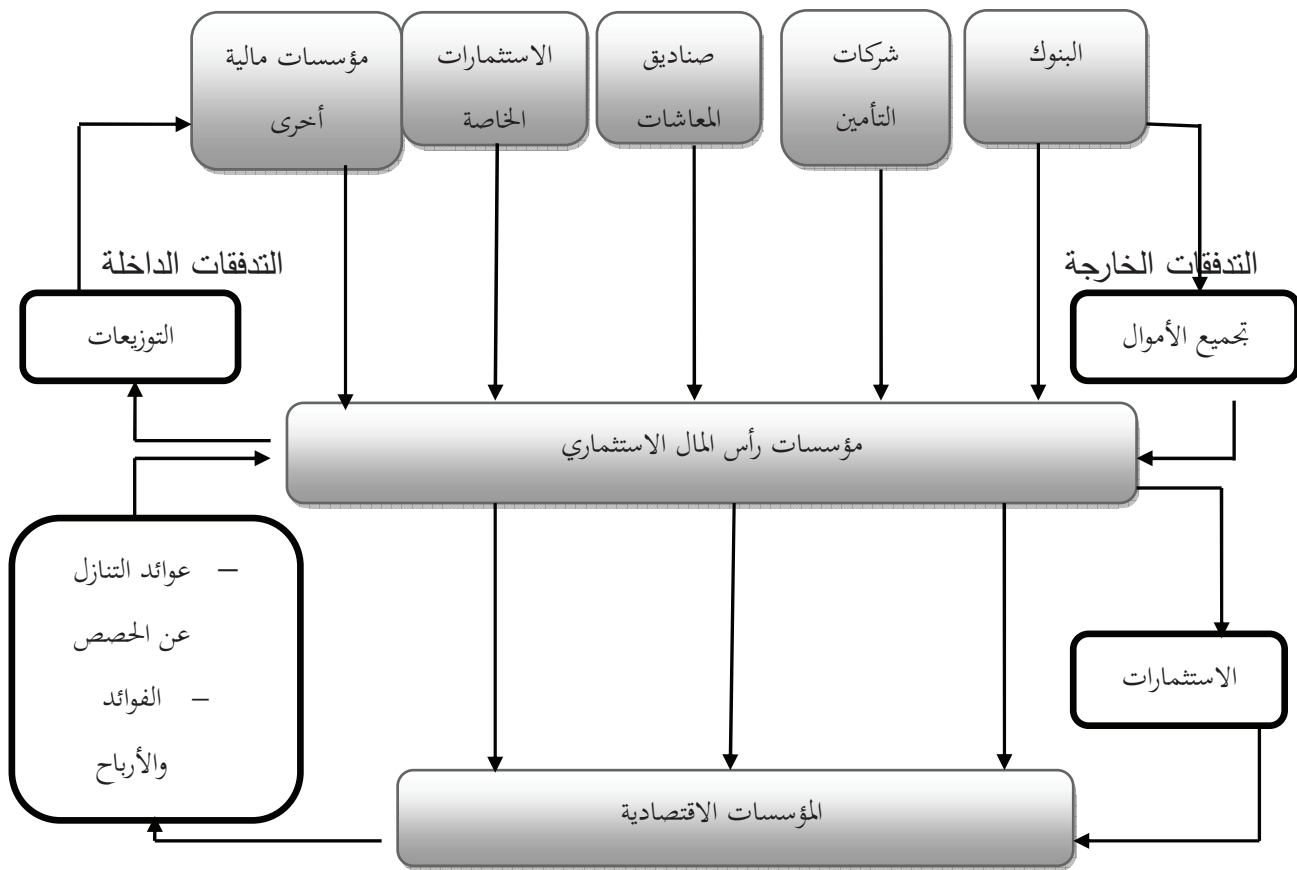
المصادر المالية التي يتحصل عليها والتي تمثل مختلف المؤسسات المالية والمصرفية أو تحت

مصطلح المستثمرين القاعديين، ومن هنا تعيد مؤسسة رأس المال الاستثماري توظيف هاته الأموال

لدى مؤسسات اقتصادية في مقابل تحصيل أرباح سنوية وفارق إعادة بيع حصصها ومن ثم توزيع

الأرباح المحققة على المستثمرين القاعديين.

¹ L'AFIC, Le capital investissement en France, Op Cit, P 4.



الشكل رقم (01): هيكل رأس المال الاستثماري

Source : L'AFIC, les investisseurs institutionnels, article publier, le site

<http://www.afic.asso.fr>, consulter le 05/01/2013 à 12 : 50h.

كمفهوم شامل لتقنية رأس المال الاستثماري هو أسلوب تمويلي طويل ومتوسط الأجل لأعلى

الميزانية عن طريق أموال الخاصة أو شبه الأموال الخاصة، لدى مؤسسات اقتصادية مختلفة

الأحجام ولكن بصفة خاصة الصغيرة والمتوسطة منها، التكنولوجية والمبدعة. يركز نشاط رأس

المال الاستثماري على المشاركة في رأسمال المشروع خلال مختلف أطوار حياته، سواء عند بداية

نشأته، نموه وحتى مرحلة نضجه.

المطلب الثاني: التمويل برأس المال الاستثماري

رأس المال الاستثماري يمثل الأسلوب الشامل لتمويل المخاطرة، حيث ينقسم إلى أربعة أنواع، تختلف باختلاف أطوار نمو المنشآت منذ إنشائها إلى غاية النضج. هذا الاختلاف يتمحور حول الحاجات المالية والتسييرية للمنشأة وخاصة درجة المخاطرة التي تتميز بها، ولذلك هو أسلوب تمويلي لا يشبه التمويل التقليدي البنكي، سواء في طبيعته، موارده، الزبائن المستهدفون وكذا جودة ونوعية الدراسة التي تسمح باتخاذ القرار الاستثماري.

الفرع الأول: أشكال رأس المال الاستثماري

تدعم مؤسسة رأس المال الاستثماري مختلف المشاريع حتى التكنولوجية والابتكارية منها ذات إمكانية نمو عالية. فتتدخل عند بداية المشروع عن طريق رأس المال المخاطر وبعد ذلك تأتي مرحلة النمو والتوسع فتتدخل عبر رأسمال النمو ومن ثم يصل المشروع إلى مرحلة جد متقدمة من التطور، حيث تنخفض درجة المخاطرة لان إيراداته تصبح مستقرة تقريبا ولكن هنا يسعى المشروع للتنازل عن ملكية لطرف آخر يظهر رأس المال الاستثماري من خلال رأسمال التحويل. أما آخر شكل للتدخل هو رأسمال التصحيح يسمح بالعودة إلى الانتعاش بعد تعثر المنشأة. تتجلى هذه الأشكال من التدخل بصورة أدق فيما يلي:

أولاً: رأس المال المخاطر le capital risque

يستثمر رأس المال المخاطر في المراحل الأولى من إنشاء المؤسسة ذات الدرجة العالية من المخاطرة وذات احتمال نمو قوي والتي تمثل في الغالب المشاريع التكنولوجية والابتكارية، حيث تنقسم عملية التمويل هذه إلى ثلاثة أنواع، رأس المال الذري، رأسمال الانطلاق أو الإنشاء وأخيرا رأسمال بعد الإنشاء. وبمفهوم أدق رأس المال المخاطر رأس المال هو نوع من رأس المال

الاستثماري، يتركز على الشركات الناشئة start-ups ، فصناديق أو مؤسسات رأس المال المخاطر تدعم أصحاب المشاريع ذوو أفكار مبتكرة لمنتج أو خدمة، والذين يحتاجون للتمويل وخبراء يساعدهم على تنمية منشآتهم.¹

ثانيا : رأسمال النمو le capital de développement

تتطور المؤسسة الاقتصادية تدريجيا إلى غاية مرحلة النضج و الاستقرار، وخلال هذه الفترة تحتاج من وقت لآخر إلى التمويل الخارجي حسب متطلباتها الإنتاجية (معدات وتجهيزات) أو توسيع إنتاجها من خلال ترقية المنتج، طرح منتج جديد، تمديد التسويق...الخ، لذلك رأسمال النمو وجد لتمويل المؤسسة في هذه الفترة.² حيث تطور المنشأة يتكون من مرحلتين جزئية هي:³

أ. تمويل المرحلة الثانية للنمو Second stage: يسمح رأسمال النمو من تغطية

احتياجات رأس المال العامل، الناتج عن زيادة حجم المبيعات، خاصة عندما تجد المؤسسة متعاملين تتفق معهم على آجال تسديد أطول من أجل اكتساح أسواق أخرى.

ب. رأسمال التوسع Capital expansion: أو تمويل المرحلة الثالثة للنمو، يسمح

بتحقيق امتدادات جديدة للقدرات الإنتاجية أو توسيع مجال النشاط التجاري. ففي حالة عدم كفاية التمويل الذاتي أو المصادر الداخلية، لا تجد المنشأة صعوبات في الحصول على مصادر خارجية.

تتحصل عدة منشآت على رأسمال النمو بداية من مرحلتها الثانية من التطور نتيجة لتحقيق إيرادات مالية و كذا لانخفاض درجة الخطورة مقارنة بمراحلها الأولية.

¹ EVCA, Op Cit, le site : <http://www.evca.eu/about-private-equity/>.

² Sahlman, Op Cit, p 479.

³ Lachmann, Jean, Le capital risque et le capital investissement, France, collection connaissance de la gestion, 1999, p p 31-32.

ثالثا: رأسمال التحويل le capital de transmission

رأسمال التحويل خاص بتمويل عملية بيع أو شراء، فروع أو منشآت، فهذا الأسلوب عبارة عن وسيلة لإنهاء المساهمة، حيث بعدما قاد المسكرون المؤسسون المؤسسة إلى مرحلة النضج يرغبون بالانسحاب ببيعها أو تسيل جزء من ممتلكاتهم، وبالتالي رأسمال التحويل يساعد صاحب المؤسسة على البحث عن مستأفنين وتوفير الأموال.¹ هنالك عدة أنواع لرأسمال التحويل تختلف حسب أشكال التدخل الإداري، تتلخص فيما يلي:

أ. الاستئناف الخارجي باستخدام الرفع المالي LBO leverage buy-out:

يسمى أيضا MBO وهو إعادة شراء المنشأة من طرف مسيرها أو الأجراء عن طريق الاقتراض وذلك بهدف الحفاظ على الملكية كما هو الحال بالنسبة للمنشآت العائلية مثلا.² لعل أبرز العمليات المستخدمة هي الاستئناف باستخدام الرفع المالي والتي تعرف أنها إعادة شراء منشأة مستهدفة بواسطة شركة قابضة تتلقى مساهمات مالية وتحصل على قرض لتمويل الحياة، يسدّد القرض باستخدام التدفقات النقدية (الأرباح المحققة) التي تقدمها المنشأة للشركة القابضة.

ب. الاستئناف الداخلي باستخدام الرفع المالي LBI leverage buy-in: يسمى

MBI وهو شراء المنشأة من طرف مستأف خارجي (مستثمر مالي آخر) مع فريق مسير جديد يأتي من خارج المنشأة.³

¹ Mondher, Cherif, Ingénierie financière & Private Equity, France, Revue Banque Edition, 2003, P 27.

² Mougenot, Gille, tout savoir sur le capital investissement, capital risque, capital de développement, LBO, 5ème édition, Paris, édition Guolino, 2007, P 379.

³ Mougenot, tout savoir sur le capital investissement, capital risque, capital de développement, LBO , Op Cit, P 379.

ج. الاستئناف الداخلي الخارجي Buy-in Management Buy- BIMBO

out: وهو مزيج بين MBO و MBI ما يعني استئناف المنشأة من طرف الفريق المسير مرافقا من طرف مسيرين خارجيين.¹

د. الاستئناف التراكمي باستخدام الرفع المالي LBU leverage buy-up:

هو شراء أو امتلاك مؤسسات باستخدام الرفع المالي، بهدف تكوين و خلق تكتلات أو تعاضديات صناعية في قطاع معين.²

هـ. استئناف المالك Owner Buy-out OBO: شراء المنشأة من طرف المساهم

ذو الأغلبية، لحصص المساهمين ذو أقلية المساهمة، وهذا من خلال الاستعانة بالقروض.

و. تمويل التصفية: Le Financement mezzanine: هو مزيج بين الديون

والأموال الخاصة، يسمح باستئناف أو باسترجاع المؤسسة من طرف مؤسسة أخرى أو الإدراج بالبورصة، حيث يستدعي الأمر مصادر مالية أخرى يعجز المسكرون الماليون والمستأنفين توفيرها. هذا النوع من التمويل يسمح بتحصيل قرض أطول مقارنة بالقروض التقليدية وبمعدل فائدة أكبر، مع توافق تسديد القرض والتدفقات النقدية.³

رابعا: رأسمال التصحيح أو الاسترجاع le capital retournement

يتعلق رأس المال المسترجع بالمؤسسات الكبيرة التي تتعرض لصعوبات مالية في فترة معينة من حياتها، والتي لم يستطع جهازها التسييري من التغلب على هذا التعثر، فمؤسسة رأس المال

¹ Vernimin, Pierre, finance d'entreprise, France, Edition dollaz, 2010, P 1024.

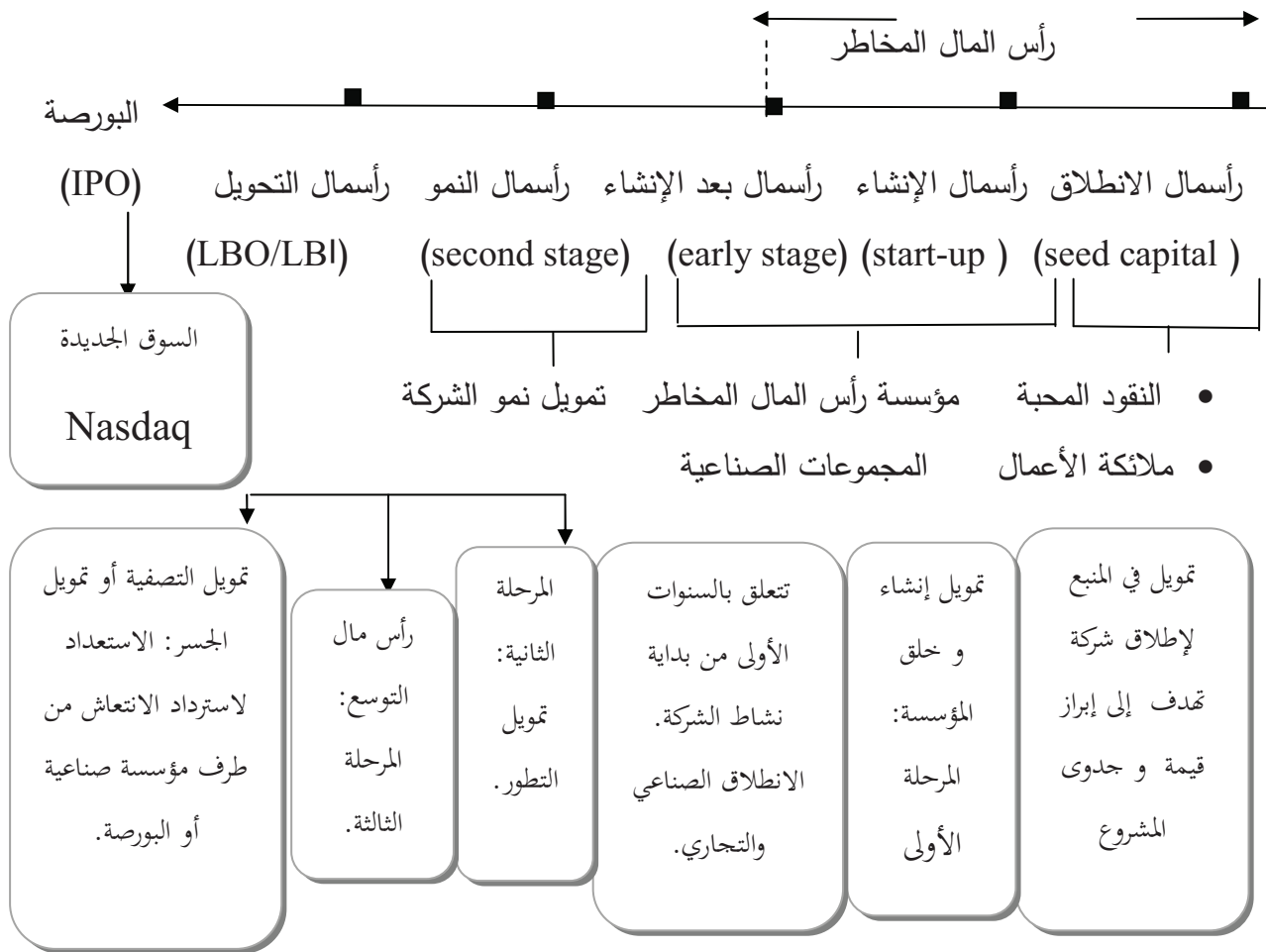
² Ibid, P 1024.

³ Vernimin, Pierre, Op Cit, P 1032.

الاستثماري تأخذ موضع مساهم بالأغلبية، تعمل على تغيير الجهاز الإداري وإعادة دفع المؤسسة وتحسين وضعيتها.¹

بالإضافة إلى أشكال التمويل السابقة، نجد شكلا آخر يمثل إعادة الشراء بوضعية الأقلية le rachat de position minoritaire حيث مؤسسة رأس المال المخاطر تعيد شراء حصة مساهم أو عدة مساهمين لمؤسسة معنية، والذين يمكن أن يكونوا هم أنفسهم مخاطرون برأس المال. لدقة تحديد هذه المراحل نعرض الشكل التالي الذي يبين مختلف أشكال تدخل رأس المال الاستثماري:

¹ Poitrinal, François-Denis, capital investissement le guide juridique et fiscal, 4^{ème} édition , France, la revue banque, 2010, P 27.



الشكل رقم (02): أشكال رأس المال الاستثماري

Source : Mondher, Cherif, Le Capital risque pour financer la croissance et l'emploi, France, banque éditeur, 2000, P 23.

أسلوب رأس المال الاستثماري هو استثمار طويل المدى، ومنه فالمستثمرون لا يمكنهم

تحقيق فائض قيمة، إلا بعد مدة من الزمن، كما أنه يعتبر من أحسن أشكال التمويل الموجه

للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة حيث أنه يتكيف وطبيعة هذه المؤسسات وهذا بوجوده كشريك

في الأصول وكذا في منهجية التحليل واتخاذ القرار.

الفرع الثاني: الفرق بين البنك ومؤسسة رأس المال الاستثماري

تعتبر مؤسسة رأس المال الاستثماري مصدر لتمويل رأس المال، حيث نشاطها يميزها

عن المؤسسة المصرفية في أربعة نقاط أساسية تظهر فيمايلي: ¹

أولاً: التمويل

أهم عنصر يختلفان فيه كلا المؤسستين هو التمويل، أي كل من طبيعته، المدة، العائد

والضمان، وهذا كالتالي:

أ. طبيعة التمويل: تكون طبيعة تمويل مؤسسة رأس المال الاستثماري في شكل مساهمة

في رأسمال المشروع الطالب للتمويل، تتحمل من خلالها درجة مخاطرة مرتفعة، أما البنك

فيمنح تمويلاً في شكل قروض مختلفة المدى مع انخفاض مستوى المخاطر؛

ب. مدة التمويل: كلا المؤسستين تمنح تمويلاً محدداً بفترة زمنية، حيث ترتبط مدة التمويل

بدفع أقساط القرض لدى المؤسسة البنكية وبالتالي توقيت استرجاع الأموال المستثمرة

معروف، في حين تتعلق مدة التمويل لدى المخاطرين برأس المال بسنة الخروج ونمو

المنشأة ولكن توقيت استرجاع الأموال غير معروف نتيجة عملية التنازل عن الأسهم –

خاصة إن تمت في البورصة-، وفي الغالب تتراوح مساهمة مؤسسة رأس المال

الاستثماري من 3 إلى 10 سنوات؛

¹Taalba, Yazid, Le Capital-risque : Réalités algériennes et perspectives de développement, Mémoire de fin d'étude : DSEB, l'Algérie, Ecole Supérieure de Banque, 2003, P 11.

ج. عائد الاستثمار: عوائد البنوك أكيدة إما ثابتة أو متغيرة حسب معدلات الفائدة، دورية

طول فترة التمويل، وهذا يتعاكس تماما مع عوائد المخاطرين برأس المال التي تعتبر غير

مؤكدة والمتمثلة في الأرباح السنوية وكذا فائض القيمة عند التنازل عن الأسهم

د. الضمان: تهتم البنوك بضرورة استرجاع أصل القرض بالدرجة الأولى، وبالتالي تسعى

إلى التقليل من درجة المخاطرة أو استحوادها خاصة مخطر عدم استرجاع أصل القرض،

عن طريق طلب ضمانات سواء كانت حقيقية أو شخصية تفوق قيمة القرض. هاته

الضمانات لا تتواجد عند التمويل من طرف مؤسسة رأس المال الاستثماري لأن أساس

النشاط هو وجود المخاطرة ولذلك يسمون بالمخاطرين برأس المال، فالضمان الوحيد

الموجود هو الجدوى المستقبلية للمشاريع.

ثانيا: موارد المؤسسة

كلا المؤسستين عبارة عن وسيط مالي، حيث البنك يستقطب مدخرات من الأفراد ويمنحها في

شكل قروض، فهو يستثمر أموال الغير بالإضافة لأمواله الخاصة. أما موارد مؤسسة رأس المال

الاستثماري ناتجة عن مستثمرين قاعديين أو تأسيسيين يتمثلون في شركات التأمين، صناديق

المعاشات، بنوك، الخ كشركاء محددين، وبالتالي المخاطرون يسيرون أموال هؤلاء

المستثمرون في سبيل توفير عوائد مالية معتبرة.

ثالثا: الزبائن المستهدفون

المؤسسات المستفيدة من القروض عادة تكون في مرحلة النضج وتتميز بالاستقرار

في الموارد المالية، قدرة على إعادة أصل القرض وكذا قادرة على منح ضمانات. أما المؤسسات

التي تجذب اهتمام المخاطرين برأس المال، تلك التي تتميز باحتمال نمو مرتفع ووجود درجة

مخاطرة تعادل هذا النمو، فمؤسسات رأس المال الاستثماري تهتم بمختلف أحجام المشاريع وحتى الناشئة منها التي تملك فكرة فقط ترغب في تجسيدها.

رابعاً: جودة و نوعية الدراسة

ترتكز دراسة البنوك على تحليل الميزانيات لآخر ثلاث سنوات، يحاول البنك من خلالها التأكد من إمكانية استرجاع أصل القرض والفوائد، أما المخاطرين فيتخذون القرار بالاستثمار بناءً على دراسة جدوى المشروع، تتضمن توقعات مستقبلية حول مردودية المشروع. بصفة مختصرة الجدول التالي يوضح الاختلافات الجوهرية بين التمويل البنكي والتمويل برأس المال الاستثماري كمايلي:

جدول رقم (01): الفرق بين رأس المال الاستثماري والتمويل البنكي

تمويل رأس المال الاستثماري	التمويل البنكي
التزام بدون شروط ومن أجل مدة حياة المنشأة.	تمويل بنكي تحت شروط وخلال فترات محدودة مع احترام الاستحقاقات، حجم المخاطرة محدود.
غياب الضمانات	الضمانات الحقيقية أو المعنوية
مكمل للأموال الخاصة للمؤسسة، عائد المستثمرين يرتبط بنجاح المؤسسة الممولة.	تمويل يلزم توازناً بين الديون والأموال الخاصة والتدفقات النقدية لضمان استرجاع قيمة القرض.
الاستحقاق ينطلق عند مرحلة ثانية من التطور.	الاستحقاق ينطلق من بداية المدة.
مرافقة المشروع ودور الشريك تقاسم المخاطر والعوائد.	عدم التدخل في التسيير "وضعية دائن". وفي حالة ارتفاع خطر عدم التسديد، يطلب

	استرجاع قيمة القرض عن طريق الضمانات.
التدفق النقدي يساهم في تطوير المؤسسة وكذا تحقيق فائض قيمة آجلة من أجل المستثمر.	التدفق النقدي لابد أن يغطي ويضمن قيمة القرض.
المردودية العملية المحققة لابد أن تكون كافية من أجل توليد أرباح تغطي خدمة الدين في حالة أثر للرافعة المالية أو أرباح تمثل عائد رأس المال المستثمر.	المردودية المحققة لابد من تغطية المصاريف.

Source : Christophe Bouteiller, Cathrine Karyotis, l'essentiel du Private Equity et des LBO, Gualino lextenso éditions, France, 2011, p 35.

المبحث الثاني: رأس المال المخاطر

أول شكل لأسلوب رأس المال الاستثماري تجسد على أرض الواقع كان تقنية رأس المال المخاطر، حيث لم يكن يعرف مصطلح رأس المال الاستثماري سابقا، إذ وجه بصفة أساسية لتمويل المشاريع التكنولوجية و المبدعة ذات إمكانية نمو قوية، بجانب مستوى مخاطرة مرتفعة، لما كانت تعانيه هاته المشاريع من مشاكل في الحصول على تمويل، و مما أكد قصور التمويل التقليدي.

المطلب الأول: ماهية رأس المال المخاطر

لابد من التحديد الدقيق لمفهوم رأس المال المخاطر والتفريق بينه وبين رأس المال الاستثماري، وهذا من خلال إعطاء المصطلح المناسب لكل منهما، بالإضافة لأهم الخصائص المميزة لرأس المال المخاطر ضمن المطلب الأول.

الفرع الأول: أصل التسمية

يعرف هذا الأسلوب من التمويل بصفة عامة بمصطلح رأس المال المخاطر capital money of innovation¹، وعادة ما يشار إليه بمصطلح "نقود الابتكار" نقود الابتكار money of innovation¹، لكن تم انتقاد هذا المصطلح من طرف مختصين في التعبير الفرنسي وذلك لسببين هما:²

• رأس المال المخاطر هو الترجمة الخاطئة للمصطلح الانجليزي venture capital

الذي بدوره يعبر عن فكرة المغامرة l'aventure وهاته الأخيرة ذات معنى ايجابي

¹ Cumming, Douglas, Venture Capital : Investements strategies , structures and practices, new jersey, published by sons & Inc Hoboken, 2010, p 2.

² Bouatouta, Kamel Eddine, le capital investissement_ capital risque, Algérie, grand-Alger livres, 2005, P P 45-46.

في المفهوم anglo-saxonne تمثل تجربة رائعة للعيش. أما المفهوم اللاتيني، فالمغامرة ذات منظور سلبي لأنها تمثل تصرفا غير عقلاني خطير.

• مصطلح رأس المال المخاطر يمثل مرحلتين من مراحل التمويل _الانطلاق والنمو_،

إنما رأس المال الاستثماري هو المفهوم الأوسع الذي يشمل كل مراحل التمويل.

رغم الانتقادات الموجهة لتسمية رأس المال المخاطر، إلا أننا نجد العديد من الباحثين الأكاديميين يعتبرون رأس المال المخاطر هو نفسه رأس المال الاستثماري ، من بينهم الباحثين التونسيين، في حين التشريع التونسي يعتمد على مصطلح رأس المال الاستثماري، كما نجد العكس بالنسبة لفرنسا.

الفرع الثاني: مفهوم رأس المال المخاطر

تتعدد التعاريف حول رأس المال المخاطر بتعدد الأبحاث في هذا الصدد، مما سمح

باختيار البعض منها كالآتي:

التعريف الأول: رأس المال المخاطر هو تمويل لرؤوس الأموال وشبه رؤوس الأموال¹ لمؤسسات

صغيرة ومتوسطة لا يمكنها الحصول على مصادر مالية من السوق الثانوي.²

التعريف الثاني: من خلال الجمعية الأوروبية (EVCA) ، رأس المال المخاطر هو

" كل رأسمال يوظف بواسطة وسيط مالي متخصص في مشروعات خاصة ذات مخاطر مرتفعة،

تتميز باحتمال نمو قوي ولكنها لا تضمن في الحال يقينا بالحصول على دخل أو التأكد

¹ شبه الأموال الخاصة هي مزيج بين الاستدانة و المساهمة، و تكون في شكل أوراق مالية هجينة.

² Bouatouta, Op Cit, P 35.

من استرداد رأس المال في التاريخ المحدد _ وذلك مصدر المخاطر_ أملا في الحصول على فائض قيمة مرتفع في المستقبل البعيد نسبيا حال بيع حصة هذه المؤسسات بعد سنوات.¹

التعريف الثالث: القانون الفرنسي 1985 عرفه كما يلي: " مجمل الاستثمارات في الأموال الخاصة أو شبه الأموال الخاصة المؤسسات غير مدرجة بالبورصة، تتعلق بعمليات إنشاء ونقل ملكية المؤسسات.²

" tout investissement en fonds propres ou quasi fonds, dans des société non cotée en bourse, y compris des opération de création et de transmission des entreprises."

التعريف الخامس: أو التعريف الأمريكي لرأس المال المخاطر : ألا وهو نشاط يتضمن التمويل في رؤوس أموال المؤسسات جديدة الإنشاء ذات القدرة التنموية العالية. هذا المصدر التمويلي يشمل الابتكار ويسمح بتطور سريع لهذه المؤسسات.³

يتميز رأس المال المخاطر بمجموعة من الخصائص وهي كالآتي:⁴

- رأس المال المخاطر متعلق بالتمويل، الأمر الذي يكسب صاحبه (المستثمر) حق المراقبة وامتلاك المعلومة؛

- رأس المال المخاطر يكون على المدى المتوسط والطويل وهذا لضمان العائد من هذا الاستثمار؛

¹ السعيد بريش: رأس المال المخاطر بديل مستحدث لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر دراسة حالة شركة SOFINANCE ، مجلة الباحث، العدد 05، عنابة، جامعة باجي مختار، 2007، ص ص 7-8.

² Stéphanie, Eric, la relation capital-risque / PME, France, Boeck université, 2003, P 9.

³ Mynard.A, Doucard-panel.D, la nouvelle donne de capital risqué aux Etats-Unis : entre changement de modèle et crise économique structurelle, document de recherche, les Etats-Unis, l'ambassade de France aux Etats-Unis, novembre 2010, P 6.

⁴ Schmidt, Klein, Maik, Venture Capital, corporate governance and firm value, a research paper, Germany, Deuthcher University Verlag, 2007, P18.

- يركز تمويل المخاطرون برأس المال على المؤسسات ذات النمو المعتبر والأداء العالي؛
- المخاطر برأس المال يستثمر أمواله من أجل تطوير التكنولوجيات الحديثة وكذا تقديم الخبرة

الإدارية.¹

حدد P.Battini في 1998 ثمانية خصائص لرأس المال المخاطر هي:²

- تمويل للأموال الخاصة (ليس عن طريق القروض المصرفية، المنح القابلة للسداد أو الإعانات)؛

- علاقة تنتهي بتحقيق فائض قيمة تمثل مكافأة للمخاطرة؛

- مساهمات في رأس المال؛

- مساهمات بأقلية؛

- فترة محدودة (ثلاثة، خمسة، سبعة سنوات، ونادرا ما تكون أكثر)؛

- مشاريع طموحة جدا من حيث النمو والربحية؛

- الدعم الإداري والتجاري بالإضافة إلى الدعم المالي؛

- المساهمات المالية دون ضمانات والتي تنطوي على مخاطر.

تعرف مؤسسات رأس مال المخاطر أنها "مؤسسة مالية تقدم تمويل في الأموال الخاصة أو شبه الأموال الخاصة للمشاريع عالية المخاطر، خاصة الناشئة كالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مقابل ملكية جزء من أسهم هذا المشروع الممول أي المشاركة في رأسمالها دون تقديم أي ضمانات وتنتهي الملكية للمشروع في نهاية مدة المساهمة".

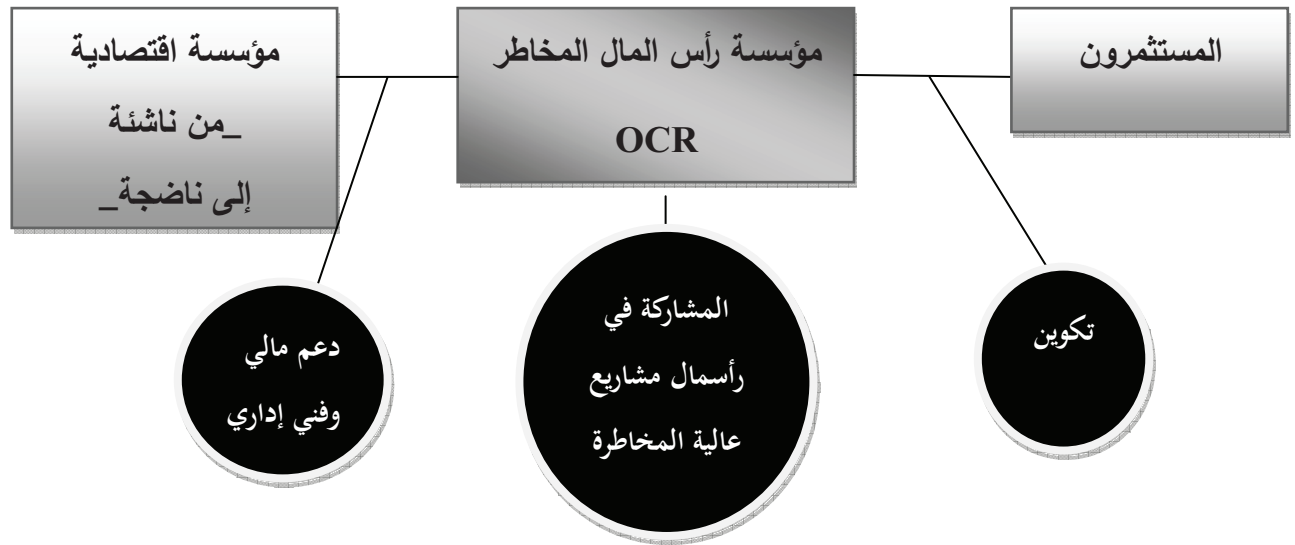
¹Viamgani, Hitesh, Fundamentals of Entrepreneurship, a research paper, India, APH Publishing, 2007, P 66.

² Ben haj, Youssef, le capital risque industriel quand les grands groupes financent les entrepreneurs-le cas de la France télécom, document de recherche, France, l'université de Mans, P 5.

تتمثل أهميتها في المساهمة ضمن الإدارة الفنية للمشروعات التي تمولها، وتوفير الأموال اللازمة للمشروعات الجديدة أو القائمة التي تعاني عجزاً في مواردها، كما تمثل وسيلة فعالة لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وأيضاً تساعد على تحقيق التنمية والتطوير من خلال تمويل المشاريع الابتكارية. إذا رأس المال المخاطر هو كل نشاط يتخذ شكل مشاركة مؤقتة في رأس مال مؤسسات غير مدرجة بالبورصة مقابل تحقيق فائض قيمة في المستقبل.

من جهة أخرى يمكن القول أن مؤسسة رأس المال المخاطر عبارة عن وسيط مالي ما بين المستثمرين القاعديين والمقاولات بمختلف أحجامها و لكن بصفة خاصة الصغيرة منها.

يمكن شرح هذا المفهوم في الشكل التالي:



الشكل رقم (03): تكوين مؤسسة رأس المال المخاطر

Source : Eric Stephany, Op Cit, P 16.

يوضح الشكل أعلاه الدور الذي تلعبه مؤسسة رأس المال المخاطر كوسيط مالي، رؤوس أموالها ناتجة عن مساهمات مستثمرين خارجيين وهذه الأموال سوف تشارك بها في تمويل مختلف المؤسسات الاقتصادية وتقديم كذا الدعم الفني والتقني لإدارة المشاريع، باعتبارها ذات خبرة واسعة أو مسيروها ذوي خبرة ودراية.

المخاطرون برأس المال يساهمون في المؤسسات الاقتصادية لفترة محددة مسبقاً، بهدف إعادة بيع حصصهم وتحقيق فائض قيمة. وبالتالي سوق رأس المال المخاطر يتكون من المستثمرين (حاملو رؤوس الأموال)، منظمات رأس المال المخاطر والمؤسسات الصغيرة المبتكرة عالية التكنولوجيا بصفة خاصة.¹

هذا الميكانيزم لم يكن وليد الساعة فقد مر رأس المال المخاطر بعدة مراحل منذ زمن بعيد مكنته باكتشاف النقائص وتصحيحها في كل فترة، وهذا ما سوف نراه في المطلب الثاني.

المطلب الثاني: التطور التاريخي لمؤسسة رأس المال المخاطر

رأس المال المخاطر كظاهرة عبارة عن نشاط قديم، حيث الأفراد الخواص كان لديهم ميولاً نحو تمويل المشاريع عالية المَخطر، من بينهم ملكة اسبانيا "Isabella" التي مولت رحلة "كريستوفر كولومبس Christopher Columbus"، الذي اعتبر آنذاك أعلى استثمار مكسب لرأس المال المخاطر. أيضاً نجد أن الثورة الصناعية أثرت في استثمارات الأفراد الخواص في عدة دول خلال القرن 19م وبداية القرن 20م، مثلاً نجد في الولايات المتحدة الأمريكية، المستثمرون الخواص الأوروبيين كانوا مسئولين عن تمويل عدة صناعات جديدة كالسكك الحديدية، المعادن، الصناعة البترولية....الخ، فمن بين المشاريع الناجحة نجد تلك الممولة والمؤسسة من طرف أشخاص أثرياء هي IBM في 1924.

يمكن اعتبار مؤسسة رأس المال المخاطر ناتجة عن سوق رأس المال المخاطر غير الرسمية، بمعنى أدق أصلها هو إدارة ثروة العائلات، ومع مرور الوقت هاته العملية أصبحت أكثر

¹ Dudocage, Emmanuelle, Dorothée, Rivaud Danset, L'organisation des échanges sur le marché capital-risque, la revue d'économie industrielle, n°101, 4^{ème} trimestre 2002, P 32.

مهنية بالاعتماد على أطراف خارجية لاختيار الاستثمار وإدارته إلى غاية أن أصبحت مجموعات رأس المال المخاطر المستقلة Independent venture capital groups.¹

الفرع الأول: تطور رأس المال المخاطر في الولايات المتحدة الأمريكية

ولاية بوسطن Boston الأمريكية تمثل أول منطقة لرأس المال المخاطر، حيث نجد في 1911 غرفة التجارة لبوسطن كانت تمنح مساعدة مالية وتقنية للمخاطر الجديدة (المقاولات)، وفي 1940 قدمت The new England industrial development corporation نفس نوع المساعدات.²

فكرة رأس المال المخاطر طرحت من طرف *Ralph Flanders*، رئيس البنك الاحتياطي الفدرالي لبوسطن، الذي اهتم بمشكلة نقص تكوين شركات جديدة وعدم قدرة المستثمرين القاعديين من تمويل المخاطر الجديدة. اقترح أولاً إنشاء صناديق ائتمانية، تسمح للمستثمرين القاعديين من استثمار أكثر من 5% من أصولهم في مشاريع جديدة خطيرة. هذا الاقتراح دعم من طرف الجنرال George Doriot (بروفيسور في مدرسة هارفرد للأعمال) و Karl Taylor Compton (رئيس MIT) وبعض رواد الأعمال المحليين، أنشأ Doriot أول مؤسسة

لرأس المال المخاطر في 1946 تسمى American Research and Development (ARD).³

¹Lundstrom, Hans, research on institutional venture capital: the past, the present, the future, a research paper, Sweden, institute of economic research, lund university, 2007, P 6.

² Ibid, P 6.

³Annales des mines, "Le rôle du capital risque dans le développement des petites entreprises", les nouvelles formes d'organisation de la recherche, annales des mines, (février 1998). le site : <http://www.annales.org/ri/1998/ri02-98/rab.pdf> , consulter le 15/10/2012, a 13 :50h.

الهدف المرتقب من هذه المؤسسة كان تبيان أن تمويل الإبداع يمكن أن يكون نشاطا مربحا ومن جهة أخرى ليس فقط تحقيق الأرباح وإنما تأسيس شركة خاصة بتمويل الابتكار والإبداع¹.

درس كل من Hsu et Kenney في 2005 تاريخ هذه المؤسسة والتي أنشئت مباشرة بعد الحرب العالمية الثانية، فهي تمويل المشاريع الابتكارية وفي مراحلها الأولى والتي تسمى بـ start up، حيث درجة المخاطرة هي أساس الاستثمار. أثبتت هذه المؤسسة إمكانية رأس المال المخاطر في أن يعتبر استثمار جد مربح بعد ما حقته من نجاح منذ 1957-1971، نتيجة استثمارها لـ \$70000 في " Digital equipments corporation " في 1957 والتي ارتفعت إلى 355 مليون دولار في 1971²، بالإضافة إلى مشاريع تكنولوجية أخرى، مع اعتبارها كانت جد حذرة في اختيار هاته المشاريع. فيما بعد لم تقتصر المساهمة على التمويل النقدي وإنما توجيه وإرشاد هاته المنشآت start-ups وإحكام الرقابة عليها. في 1973 مؤسسة ARD قامت بتسييل استثماراتها وبيعت لمؤسسة Textron³.

أثبت رأس المال المخاطر وجوده عند إنشاء " شركات الاستثمار للأعمال الصغيرة " SBIC من طرف الفدرالية الأمريكية تحت إطار قانون 1952 " Small Business Investment Act".⁴ الهدف من هاته الشركات هو دعم منظمات رأس المال المخاطر من خلال منحها امتيازات حيث يمكنها الاستفادة من حوافز جبائية والاستعانة بقروض من الخزينة العامة بمعدلات

¹ Mas, David, compétence et organisation du capital risque, thèse de doctorat en sciences économique, paris, l'université de Panthéon-Assas, 2008, P 19.

² Gompers, Paul, Lerner, Josh, Venture Capital Revolution, Journal of Economic, number 2, 2001, P 2.

³ H. Hsu, David, Kenney, Martin, "Organizing venture capital: the rise and demise American Research & Development corporation 1946-1973", a research paper, USA, Industrial and corporate change advance access, 21 June 2005, P P 10-33.

⁴ Bouatouta, Op Cit, P 73.

فائدة محفزة. رغم هذا إلا أن إجمالي رأس المال المخاطر كان محدوداً، حيث التدفق النقدي ما بين 1946-1977 لم يتجاوز بعض المئات مليون دولار سنوياً.

من جهة أخرى خلال السبعينات ضعف سوق رأس المال المخاطر بسبب ارتفاع الضريبة على الأرباح الرأسمالية من 25% إلى 49%، ساد هذا الانخفاض إلى غاية الثمانينات أين حدث تغير جذري، حيث عرف سوق رأس المال المخاطر نمواً هائلاً، ظهر من خلال ارتفاع عدد مؤسسات رأس المال المخاطر من 200 منشأة بحجم رأس المال المخاطر المستثمر 2.9 مليار \$ في 1979 إلى 700 منشأة بحجم 30 مليار \$ في 1989.¹ هذا الارتفاع الحاد ناتج عن سببين أساسيين هما:²

➤ المنشأة التدريجية لـ " الشراكة المحدودة limited partnership " كصيغة قانونية امتيازية

بالنسبة لرؤوس الأموال المستثمرة لدى منظمات رأس المال المخاطر، مثلت هذه الصيغة 80% من رؤوس الأموال المستثمرة في منظمات رأس المال المخاطر في الولايات المتحدة الأمريكية، مفهومها يندرج ضمن شراكة محدودة الزمن، في غالباً 10 سنوات وهذا يسمح للمخاطرين (منظمات رأس المال المخاطر) من تحقيق نتائج خلال المدة المحددة تخوفاً من عدم إمكانية رفع رؤوس أموالهم فيما بعد.

➤ في 1979 القسم المخبري ERISA سمح لصناديق المعاشات من الاستثمار في رأس المال المخاطر.

¹ Landstrom, Op Cit, P P 7-8.

² Gompers, Paul A., Lerner, Josh, What drives venture capital fundraising, a research paper, England, National bureau of economic research, Cambridge University, January 1999a , P P 5-8.

إذا التطور الحقيقي لرأس المال المخاطر ناتج عن تكامل هذين السببين أي مساهمة اعتماد صناديق المعاشات الشراكة المحدودة لدى منظمات رأس المال المخاطر بدلا من الاستثمار مباشرة في Start ups.¹

النمو الهائل لمؤسسة رأس المال المخاطر في الثمانينات سبب تغيرات أساسية في هيكلها ووظيفتها حيث تغيرت إستراتيجيتها نتيجة اكتساب الخبرة في كل فترة، لكن نهاية الثمانينات تميزت بانخفاض عدد منظمات رأس المال المخاطر. أما بداية التسعينات تميزت بالانتعاش بسبب الإمكانيات الجديدة في سوق IPO الطرح الأولي للجمهور واستعماله لإنهاء المساهمة من طرف المخاطرين. من جهة أخرى كانت لا تزال منظمة رأس المال المخاطر هشة لأنها تتركز في مناطق محددة في الولايات المتحدة الأمريكية. بحلول عام 2000 إجمالي الاستثمارات بلغ قيمة 102 مليار \$ ومتوسط الاستثمار كان حوالي 18 مليون لكل مؤسسة.²

¹ Avnimelech, Gil, Kenney, Martin, Teubal, Morris, "Building venture capital industries: Understanding the US and the Israel experience", a research paper, UC Berkeley, Berkeley Roundtable on The International Economy, (03-01-2004 , P 25.

² Landstrom, Op Cit, P 9.

الفرع الثاني: انتشار رأس المال المخاطر في أوروبا

لمدة طويلة كان ينظر لرأس المال المخاطر أنه ظاهرة أمريكية بحتة إلى غاية نشأتها في أوروبا في نهاية السبعينات¹، وبصفة مبكرة وجدت شركات فردية تمنح تمويل في شكل رأس مال مخاطر لمؤسسات غير مدرجة مثلاً: 3A في إنجلترا، INVESTCO في بلجيكا، SVETAB في السويد.

تطور سوق رأس المال المخاطر الأوروبي وأخذ مكانته في بريطانيا حيث تضمن أقل من 20 صندوق رأس المال المخاطر حتى نهاية السبعينات بأجمالي استثمار 20 £ مليون. وفي أقل من عشرية في 1982 حققت هاته المؤسسة في بريطانيا نمواً معتبراً حيث إجمالي الاستثمار وصل إلى 1326 مليون £ لـ 1297 مشروع مخاطر. من جهة أخرى لم تنتهي فترة الثمانينات حتى أنشئت عدة مؤسسات رأس المال المخاطر في أوروبا منها ألمانيا، إيطاليا وفرنسا... الخ،² فنجد ما بين 1986 و 1990 انتقل حجم رأس المال المخاطر من 9 مليار \$ إلى 29 مليار \$. هذا النمو كان متبوع بإنشاء السوق الثانوية لعدة دول منها Alternative Investment Market في بريطانيا و Nouveau Marché في فرنسا والسوق الثانوية الأوروبية ENASDAQ، حيث سمح بصفة سريعة تطور المشاريع المخاطرة بإنشاء IPO وحصول المخاطرين على العوائد لاستثماراتهم.³

عمدت السلطات الفرنسية إلى إنشاء إطار مؤسسي وقانوني لرأس المال المخاطر، حيث أسست ما يلي:⁴

¹ Bouatouata, Op Cit, P 74.

² Ibid, P 74.

³ Hans Landstrom, Op Cit, P10.

⁴ Ibid, P P 75-79.

➤ المؤسسات المالية الابتكارية Les société financières d'innovation: أسست بموجب قانون 11 جويلية 1972 تهدف إلى تسهيل إقامة مؤسسات للبحث التكنولوجي بفرنسا.

➤ المعاهد الجهوية للمساهمة Les instituts régionaux de participation : تسمح هذه المعاهد بتواجد رأس المال المستثمر في مختلف المناطق، من بينها معهد Lyon، الذي يعتبر الأول من نوعه في نهاية 1997.

➤ الصناديق المشتركة للتوظيف المخاطر Les fonds communs de placement à risque: أنشأ بموجب قانون 1-83 في 1983، تستثمر هاته الصناديق في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة غير المدرجة بالبورصة.

➤ مؤسسات رأس المال المخاطر Les sociétés capital risque: بموجب قانون 11-1985 أسست مؤسسة رأس المال المخاطر التي تمثل مؤسسة رأس المال المستثمر. يتوجب على هاته المؤسسات أن تشتمل محفظتها على 50% كمساهمات في المؤسسات غير المدرجة وغيرها من الشروط التي تدعم هذا النشاط.

بالإضافة إلى سعي الحكومة إلى دعم قطاع رأس المال المخاطر من خلال تقديم الإعانات المالية المباشرة إلى المشرعات الجديدة Start-Up، الإعفاءات والتسهيلات الضريبية من خلال تخفيض الضرائب، إذا الحكومات تساعد على استحداث ومساعدة نشاط المشروعات الناشئة.¹

عند نهاية 1997 حجم رأس المال المخاطر في أوروبا بلغ 7 مليار € وتوزع كما يلي:

¹ Greg N. Gregoriou, Raman Kraeussi (2007), «Venture Capital in Europe», a research paper, Elsevier Publishing , England, P 10.

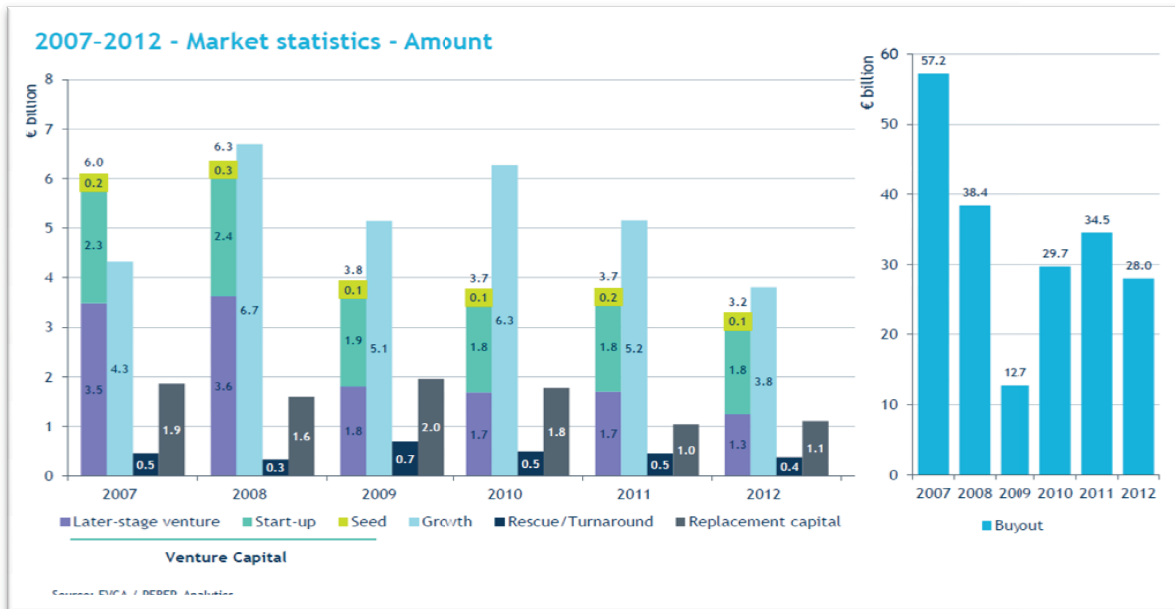
➤ بريطانيا: 3 مليار €؛

➤ فرنسا: 900 مليون €؛

➤ ألمانيا: 700 مليار €؛

➤ إيطاليا: 500 مليون €.

بحلول 2002 بريطانيا دائما كانت في الصدارة، تستحوذ على 30% من استثمارات رأس المال المخاطر في أوروبا، بعدها تأتي فرنسا بـ 15%، السويد 12% و ألمانيا بـ 10%.



الشكل رقم (04) : إجمالي استثمارات مؤسسات رأس المال الاستثماري في أوروبا

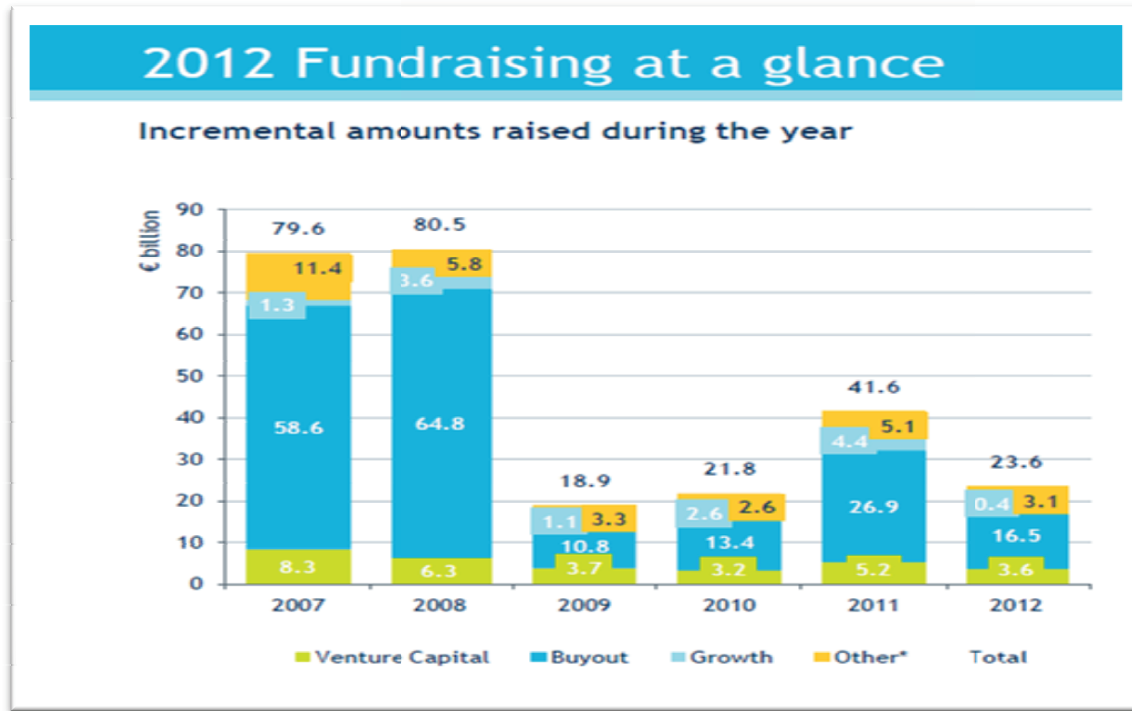
خلال الفترة (2007- 2012)

Source: EVCA, activity data on fundraising-investments and divestments, UK, statistic report, 2012 , le site: <http://www.evca.eu>, consulter le 14/02/2013 à 10:35h, P 34.

نلاحظ من خلال الشكل أن حجم استثمارات رأس المال المخاطر في أوروبا قد وصل

إلى ذروته في 2008 بـ مقدار 6.3 مليار €، يعبر عنها في الشكل بـ venture capital،

أما كل من رأسمال النمو growth، رأسمال التحويل bayout ، رأسمال الاسترجاع rescue/turnaround ورأسمال التصفية replacement capital نتطرق إليها بالتفصيل في المطلب الموالي. ومن جهة أخرى، انخفض هذا الحجم في 2009 إلى 3.8 مليار € وهذا لتأثرها بالأزمة الاقتصادية العالمية وبالتالي إفلاس عدد من هاته الاستثمارات، ولتبقى على هذا المستوى تقريبا إلى غاية 2012، وخلال هذه السنوات توافقت تغير حجم استثمارات رأسمال المخاطر- بصفة عامة الاستثماري- بحجم مؤسساتها، حيث بلغ 8.3 مليار € في 2007، ليصل إلى أدنى مستوياته في 2009 بما يعادل 3.7 مليار € ومن ثم ليعود وبنعش في 2011 بمقدار 5.2 مليار €، وهذا ما يوضحه الشكل التالي:



الشكل رقم (05) : حجم مؤسسات رأس المال الاستثماري في أوروبا

Source : L'EVCA 2012, Op Cit, P 19.

أما ترتيب استثمارات رأس المال المخاطر لسنة 2011 لبعض الدول العالمية هي كالتالي:¹

¹Ernst, young, Globalizing Venture capital, London, England, EY publishing, a research paper, 2012, P 7.

المرتبة 1 : الولايات المتحدة الأمريكية : 32,6 مليار دولار؛

المرتبة 2: الاتحاد الأوروبي : 6,1 مليار دولار ؛

المرتبة 3 : جمهورية الصين الشعبية : 5,9 مليار دولار؛

المرتبة 4 : الهند : 1,5 مليار دولار؛

المرتبة 5 : كندا : 1 مليار دولار .

المطلب الثالث: مراحل استثمار رأس المال المخاطر

رأس المال المخاطر يجسد مبدأ الربحية العالية المرتبطة بمستوى مخاطرة مرتفعة للاستثمارات، حيث هذا النمط يمول المشاريع الاقتصادية في مختلف مراحل من تطورها لذلك هو يختلف عن أساليب التمويل التقليدية.

الفرع الأول: أشكال تدخل رأس المال المخاطر

يمكن لهذا الأسلوب من تمويل المؤسسة الاقتصادية خلال ثلاث مراحل حيث المرحلة الثانية والثالثة من تدخله تمثلان رأسمال المخاطر بمعناه الدقيق le capital risque stricto sensu وهي كمايلي:

أولاً: رأس المال الذري أو رأس المال قبل الانطلاق

Le capital d'amorçage, seed capital

يوجه رأسمال الذري أو الانطلاق للمرحلة الأولى للمشروع، فهو يمثل النفقات المسبقة لإنشاء المؤسسة.¹ إذا رأس المال الذري يمول مقاول أو مستثمر ذو فكرة جديدة سواء تتضمن تكنولوجيا أو نموذجاً تسويقياً جديداً. تتميز هذه المرحلة بدرجة مخاطرة عالية جداً لأنها تمثل المرحلة الأولى

¹ Mondher, Le Capital risque pour financer la croissance et l'emploi, Op Cit, P 20.

قبل إنشاء المؤسسة حيث تمويل عملية البحث والتطوير، ومن جهة أخرى وجود احتمال عدم القدرة على تجسيد الفكرة. وبتعبير آخر رأس المال الذي موجه للمؤسسات الاقتصادية في الشهر الأول من إنشائها أو وجودها وغالبا قبل انطلاق نشاطها و يسمح لها من هيكلة وتطوير منتجاتها أو خدماتها، المبالغ المستثمرة قليلة جدا، تتراوح بأقل من £50000 إما في شكل عيني أو مالي. المخاطرون برأس المال يتمثلون في أفراد العائلة والأصدقاء، تمويلهم يسمى القروض العائلية، شبكات دعم وإنشاء المؤسسات تمنح إعانات وقروض شرف les prêts d'honneur أو مساعدات حكومية كمنظمة OSEO (مؤسسة عامة ذات خاصية تجارية وصناعية) مهمتها دعم الإبداع ونمو المؤسسات عند إنشائها، نموها، استرجاعها، تطويرها نحو العالمية. توفر مساعدات الإبداع، تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وضمانها اتجاه البنوك والمستثمرين.¹

ثانيا : رأس المال الإنشاء le capital création , start-up capital

مخصص لتمويل المؤسسة التي عمرها أقل من سنة، بهدف طرح المنتج لأول مرة في السوق (تجربة المنتج)، اختبار التسويق،...الخ، هذه المرحلة تستدعي دراسة معمقة لقدرة السوق الاستيعابية. يمول الاستثمارات الأولية المادية والتجارية، وتغطية احتياجات دورة الاستغلال تهتم بها أربعة أنواع من المتدخلين، الحاضنات، cigales، المخاطرون برأس المال التعاضديون وملائكة الأعمال.²

¹ Bouteiller, Karyotis, Op Cit, P 29.

² Ibid, P 30.

ثالثا : رأس المال بعد الإنشاء le capital post-création, early stage

آخر مرحلة يتدخل فيها رأس المال المخاطر عن طريق رأسمال بعد الإنشاء لتمويل مؤسسات قد أتمت تطوير منتجها و بحاجة لرؤوس الأموال من أجل انطلاق إنتاجها وتسويقه.¹ متدخلو رأس المال بعد الإنشاء يتمثلون في ملائكة الأعمال، صناديق رأس المال المخاطر لمؤسسات صناعية Corporate Venture وغيرهم من المتدخلين سوف نتطرق إليهم في المبحث التالي.

الفرع الثاني: أنواع مخاطر عملية التمويل

تواجه منظمة رأس المال المخاطر مجموعة من المخاطر الحادة أهمها خلال المراحل الأولية من تمويل المشروع، لذلك نعمل على دراسة مختلف أنواعها وتحركاتها من أجل تحديدها وتقديرها، من بين هاته المخاطر نجد:²

أولاً: المخطر المتعلق بالمشروع: ويسمى أيضا خطر الأعمال، متعلق مباشرة بمستوى إبداع المشروع، أي نوعية المنتج، مستوى التكنولوجيا المستخدمة، حجم السوق المحتملة، مدى قدرة الجهاز الإداري على تسيير المشروع... الخ، كما يوضحه الجدول التالي:

¹ Mondher, Le Capital risque pour financer la croissance et l'emploi, Op Cit, P 21.

² Pouget, Jérôme, Stephany, Eric, gouvernance de la relation capital risque-entrepreneurs, le 6° congrès international francophone sur la pme, canada, HEC-Montréal, octobre 2002, P 2-5.

جدول رقم (02): محددات المخاطر حسب مراحل تطور المشروع

محددات المخاطر	مراحل التمويل
● النموذج أو الفكرة غير إنتاجيين ● السوق المحتملة غير متسعة ● تأخر النمو ● الإنتاج غير متوضع على تكاليف تنافسية ● الإدارة لا تملك القدرة التسييرية الضرورية ● المنتج متأخر تكنولوجيا	رأسمال قبل الانطلاق أو رأس المال الذري
● غياب القدرة التسييرية للملاك ● ضيق السوق ● الإنتاج غير تنافسية ● سوء التحديد المسبق لفترات الإنتاج ● منافسة خارجية قوية	رأسمال الإنشاء و بعد الإنشاء start-up and early stage

Source: Stéphanie, la relation capital-risque / PME, Op Cit, p 20.

يوضح لنا الجدول محددات مختلفة للمخاطر المحتملة خلال مرحلتي الانطلاق و الإنشاء، فعند السعي لتمويل فكرة معينة، يمكن أن يتصادف المخاطر برأس المال باحتمال عدم القدرة على تجسيد الفكرة رغم المحاولات، عدم القدرة على التحكم في تكاليف الإنتاج خاصة بوجود منتج آخر في السوق مشابه بأقل تكلفة، وبالتالي ضعف القدرة التنافسية، بالإضافة لذلك يوجد خطر حساس يمكن أن يتعرض له هو غياب القدرة على التسيير بالنسبة لصاحب المشروع، وهو النقطة المشتركة عند تمويل مرحلة الإنشاء وبعد الإنشاء، وهذا راجع للدور الأساسي الذي يلعبه صاحب

المشروع، سواء من خلال درايتته بالحيثيات السوق أو درايتته بالعملية الإنتاجية والتي تنعكس على الجانب التسييري.

ثانيا: المخطر المالي: يتعلق هذا المخطر بطبيعة التمويل عن طريق رأس المال المخاطر، إما عدم سيولة السندات (الأدوات المعتمدة عند المشاركة)، غياب وسائل الرقابة أو تمويل غير محدد تاريخ الاستحقاق، هذا المخطر مرتبط بصعوبات يواجهها الشركاء مع المشروع.

ثالثا: المخطر الإداري: يعتبر هذا المخطر متغير أساسي للتحليل عند اتخاذ القرار التمويلي بالنسبة لـ OCR والذي يفسر من خلال شخصية المقاول، فهو متعلق بالقدرة على التسيير، ومدى تحقيق الإيراد وما إلى ذلك.

رابعا: المخاطر عند نهاية المساهمة: تتمثل في خطر الإفلاس بالنسبة للمشروع وبالتالي فرصة استرداد المبلغ المستثمر ضئيلة، وكذا خطر السيولة الناتج عن عدم قدرة المستثمر من إنهاء المساهمة بسبب حالة السوق المالية، خسارة المشروع أو خطأ في التقييم عند بداية المساهمة.

خامسا: مخاطر أخرى: نظرا للتطبيقات الحالية لرأس المال المخاطر وجد أن أغلبية المخاطر ترتبط بوضعيتين للمعلومة، أولها خطأ في نوعية المعلومة الناتجة عن المقاول والتي تسمى بالاختيار المعاكس La sélection adverse، تؤدي هذه الوضعية إلى عدم تحقيق عوائد...الخ. الوضعية الثانية تسمى المخطر الأخلاقي Le risque moral ، تتمثل في عدم ملاحظة بعض الشروط المطلوبة في العقد وبالتالي تصادم بين المسيرين والمساهمين.

رأس المال المخاطر وسيط مالي بين المستثمرين والمقاولات الناشئة غير المدرجة بالبورصة، يسعى لتحقيق عوائد مالية مرتفعة مقابل تحمل مخاطرة مماثلة. فهو يمثل الأسلوب

الأصح لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة لما يوفره لها من أموال وكذا متابعة إدارية طول فترة المساهمة وحتى مرحلة إدراجها بالبورصة.

المبحث الثالث: الهيئات ذات العلاقة برأس المال المخاطر

هيكل رأس المال المخاطر يبين ثلاثة أطراف أساسية متدخلة ألا وهي المستثمرون التأسيسيون، منظمة رأس المال المخاطر والمقاولات الناشئة. حيث تجمع منظمة رأس المال المخاطر وكلا الطرفين علاقة معينة مبنية على أساس شراكة مع تحمل مخاطرة.

المطلب الأول: أنواع مؤسسات رأس المال المخاطر

المؤسسات المتعاملة بأسلوب رأس المال المخاطر متعددة و تختلف حسب المجال الذي تختص به أو تواجدها حسب تطورها التاريخي سواء كانت وطنية أو جهوية أو دولية، فنجد هناك تقسيمان، أحدهما على أساس نوعية رأسمال مؤسسة رأس المال المخاطر والآخر على أساس دورة حياة المشاريع.

الفرع الأول: على أساس مكون رأس المال

يوجد أنواع مختلفة لمؤسسات رأس المال المخاطر ، والتي تختلف على أساس الهيئة الإدارية لها ومكون رأسمالها، ومنهجية توجيه أموالها من أجل استثمارها، يمكن تصنيفها كمايلي: ¹

¹Mougenot, Gille, Jasper Xavier et autres, inspire du livre : tout savoir sur le capital investissement-capital risque-capital développement, LBO, 4^{ème} Ed, France, 2006, le site : <http://loicmorand.free.fr/document/Capital%20Investissement%20LA%20BASE.pdf>, consulter le 25/01/2014 à 10 :35h, P 6.

أولاً: مؤسسات رأس المال المخاطر المستقلة: **SCRs indépendantes**

عبارة عن صناديق أو مؤسسات رؤوس أموالها ناتجة عن مستثمرين-أشخاص طبيعيين-، يساهمون في الصندوق بنسب ذات أقلية أي دون امتلاك حصة الأغلبية من طرف أحدهم، يسهرون على تسيير الصندوق.

ثانياً: مؤسسات رأس المال المخاطر رأسمالية **SCRs captives**

عبارة عن فروع لمؤسسات مالية مصرفية، شركات التأمين أو مؤسسات صناعية.

ثالثاً: مؤسسات رأس المال المخاطر العمومية **SCRs public**

مصدر رؤوس أموال مؤسسات رأس المال المخاطر العمومية ناتجة كلياً أو جزئياً، بصفة مباشرة أو غير مباشرة، عن منظمات عمومية.

رابعاً: مؤسسات رأس المال المخاطر شبه رأسمالية **SCRs semi-capital**

مؤسسات أو صناديق متخصصة في رأس المال المخاطر، تمثل فروع بنكية، شركات تأمين أو مؤسسات صناعية، تعامل على أنها مستقلة لأنها تملك رؤوس أموال ضخمة لمستثمرين خارجيين.¹

الفرع الثاني: على أساس دورة حياة المشروع

تتدخل مؤسسات رأس المال المخاطر ضمن المشاريع خلال مختلف أطوار حياتها وفي كل فترة هناك نوع محدد من مؤسسات رأس المال الاستثماري تتخصص في تمويلها.

¹ Mondher, Ingénierie financière & Private Equity, Op Cit, P 25.

أولاً: المراكز الجهوية للإبداع وتحويل التكنولوجيا :les critt

عبارة عن منظمات عمومية للبحث والتطوير، ذات البعد القطاعي، مهمتها مساعدة المقاولين

لتقوية ودعم تكنولوجياتهم المعتمدة في المشروع لتحسين منافستهم.¹

ثانياً: صناديق الانطلاق والحاضنات:

Les Fonds d'Amorçage et les Incubateurs

صناديق الانطلاق هي صناديق متخصصة بالمجالات التكنولوجية والبحوث العلمية وتهتم

بصفة أساسية بمرحلة الانطلاق للمشاريع. نجد منها صناديق دولية مختصة في مجالات كبرى

تكنولوجية، صناديق محلية وجهوية متعلقة بالأقطاب التكنولوجية أي أكثر تخصصاً.

الحاضنات تمثل هياكل استقبال مؤقتة للمراحل الأولية من تسيير وخلق مؤسسات، تسمح بدعم

الروابط بين الجامعات وعالم المؤسسات يوجد عدة أشكال للحاضنات تتمثل فيما يلي:

أ. الحاضنات الافتراضية **Les incubateurs virtuels**: دورها هو إيجاد التعارف

بين أصحاب المشاريع والمستثمرين المحتملين.

ب. الحاضنات الخاصة والعامة **Les incubateurs privées et publics**:

يمكن إنشاءها ضمن الجامعات والمدارس الكبرى.

ج. الحاضنات المتخصصة أو المعممة **Les incubateurs spécialisés et**

généralisés

د. الحاضنات الأجنبية، المحلية والجهوية

Les Incubateurs étrangers, nationaux et régionaux

¹ Bouteiller, Karyotis, Op Cit, P 30.

هـ. **الحاضنات المستندة Les incubateurs adossés**: تستند إلى منظمات بحثية،

منظمات التنمية الاقتصادية...الخ.

و. **الحاضنات الاتحادية Les incubateurs fédéralistes**: وظيفتها تتمثل

في تسيير الإداري والتنسيق بين المتدخلين المحليين من أجل خلق مؤسسات جديدة.

مهمة الحاضنة هي تسهيل دخول المشاريع الابتكارية سوق رأس المال المخاطر وكذا متابعتها ومرافقتها من خلال تقديم نصائح وتوجيهات بواسطة المساهمة في رأسمالها أو توفير معدات وتجهيزات معينة، حيث تسيير الحاضنة من طرف مدير سابق لمؤسسة بمساعدة المؤسسات الشريكة واختيار المشاريع يتم من خلال مجلس أو لجنة الاختيار. عموماً فترة تواجد المؤسسة ضمن الحاضنة محدد بـ 24 شهراً.

ثالثاً: **نادي المستثمرين للإدارة البديلة والمحلية للادخار التضاعدي les Cigales**:

يعني المصطلح **club d'investisseurs pour une gestion alternative et**

locale de l'épargne solidaire، هذه الهيكلية المصغرة لرأس المال المخاطر القريب

والمحلي التضاعدي والمؤقتة (تتشأ لمدة 5 سنوات ويعاد تكوينها مرة واحدة)، تحتوي

على 5 أعضاء إلى 20 عضو منظم في النادي، على رأسهم مسير، كل عضو يسمى

un cigalier يحمل صوت واحد مهما كان حجم مساهمته، يدر ما بين 8 و 450€ كل شهر

من أجل استثمارها، يلتقي الأعضاء عدة مرات في السنة، ورغم محدودية قدرتها المالية إلا أنها

تمثل منصة للتبادل والمشاورات مكرسة لتحقيق التطور المحلي في ظل التعاون والتضامن. عند

اختيار المشاريع تأخذ بعين الاعتبار الوضعية والمسيرة المهنية للمقاول وكذا مدى مساهمته

الاجتماعية والمحلية، القدرة على خلق مناصب شغل أكثر من قدرته على خلق فائض قيمة

للمستثمرين les cigaliers. مساهمتهم في حدود 33% من رأس المال الاجتماعي، سواء عند إنشاء مؤسسة جديدة أو عند الرفع من رأس المال، تأخذ شكل تمويل في الحساب الجاري أو مساهمة مباشرة. مساهمة هؤلاء المستثمرين مالية تسييرية، يوفر للمقاول دعم تقني أكثر ضمن مختلف الميادين مثلا النصائح عند الدراسة للسوق، اختيار الشكل القانوني للمؤسسة أو إعداد الأنظمة الداخلية، يوفر أيضا مرجع أولي أو مبدئي للمشروع وشكل من أشكال التعارف للمقاول تسمح بتسهيل وتطوير اتصالاته وعلاقاته مع مستثمرون آخرون.¹

رابعاً: رأس المال المخاطر التضادّي Le Capital Risque Solidaire :

يعتبر شكل من أشكال رأس المال المخاطر إلا أنه يختلف عنه من حيث إمكانية تحقيق فائض قيمة مرتفع، باعتبار أن الهدف الاجتماعي لصندوق رأس المال المخاطر التضادّي هو توفير المساعدة وخلق مناصب عمل بالدرجة الأولى، فهو صناديق متخصصة، منها من تمويل فقط المشاريع القادرة على خلق من 8 إلى 10 مناصب شغل، مؤسسات تعاني من مشاكل إجتماعية نجد مؤسسة "autonomie et solidarité" وكذا تمويل مؤسسات تجارية موظفة لأشخاص مهددين بالرفض الاجتماعي والمهني.

خامساً: رأس المال المخاطر غير الرسمي أو ملائكة الأعمال Les Business Angels :

ملائكة الأعمال هم رجال أعمال ناجحين ذوي خبرة و مهارة واسعة، يمثلون هياكل صغيرة مستقلة تشمل مجموعة من الشركاء المختصين أو أشخاص طبيعيين أثرياء.²

¹ Bouteiller, Karyotis, Op Cit, P 30.

² Mondher, Cherif et Dubreuille, Stéphane, création de valeur et capital investissement, papier de recherche, France, Pearson éducation, 2005, P 155.

تعرف جمعية **France Angel** ملائكة الأعمال **BA** أنه "شخص طبيعي يستثمر جزء من أملاكه في مؤسسات مبدعة ذات طاقة بشرية وبالإضافة إلى أمواله يضع كل فعالياته وخبرته وشبكات المعلوماتية (علاقاته)، تحت تصرف المفاوض وحتى جزء من وقته.¹ وغالبا ما يكون مسيرا سابقا تنازل عن مؤسسته ويريد استعمال خبرته من أجل تعدي أقصى نقطة بالنسبة للمؤسسات الصغيرة."

من جهة أخرى تختلف أهدافهم الاستثمارية، فهناك من يسعى إلى تحقيق هدف مالي بالدرجة الأولى بمساهمة مهمة في رأسمال المؤسسات مع مستويات مخاطرة عالية، الرغبة في اقتسام خبرتهم وعلاقاتهم مع المؤسسات المحلية ومساعدة الأصدقاء وأرقى هدف هو تنمية منطقتهم. كما تم تحديد أنواع رأس المال المخاطر غير الرسمي كالتالي:

أ. الادخار المقرب **Love money** أو **L'épargne de proximité**:

يمثل رأس المال الأساسي في الأموال الخاصة للمؤسسة المنشأة أو الإطار الأولي لعلاقات المؤسسة، يشمل مجموعة من التسيقات المالية الناتجة عن العائلة والأصدقاء، حيث يمنحون مساعدة رمزية للانطلاق.² فحجم استثماراتهم تتراوح ما بين 5 000 و 50 000€.³

ب. ملائكة الأعمال المتفوقون **Les B As Occasionnels**:

نجد في هذا القسم مديري مؤسسات وإطارات يوجهون أملاكهم نحو مؤسسات ناشئة غير مدرجة بالبورصة مع الأخذ بالاعتبار الفرص المالية والجبائية، حجم تمويلهم للمؤسسات

¹ Poitrinal, Op Cit, P P 46-47.

² Mondher et Dubreuille 2005, Op Cit, P 155.

³ Bouteiller, Karyotis, Op Cit, P 31.

الصغيرة والمتوسطة يتراوح ما بين 50 000 و 500 000 €.¹ أهم شيء يتميزون به هو قلة تعقيد الإجراءات الاستثمارية مقارنة بمؤسسات رأس المال المخاطر الرسمي.

ج. ملائكة الأعمال المهنيون أو المحترفون Les B As Professionnels:

يأخذون شكل مكاتب أو تجمعات عائلية للاستثمار، التطبيق العملي لنشاطهم منحهم خبرة ودراية عالية، وكذا الاختلاف الجوهري بينهم وبين رأس المال المخاطر العادي يتمثل في استثمار أموالهم الخاصة.² قدرتهم التمويلية مهمة جدا حوالي مئات الآلاف من الأورو.³

لملائكة الأعمال وظيفة سامية تتمثل في ملأ الفجوة المالية التي تواجه المؤسسة من احتياجات مالية، نظرا أنها لا تملك ضمانات تعرضها على البنوك وملفها التمويلي لم يلق اهتمام رؤوس الأموال المخاطرة، لكن بإتباع نفس الشروط المعلوماتية وميكانيزم عمل رأس المال المخاطر الرسمي. من جهة أخرى ملائكة الأعمال ليسوا بوسطاء ماليين، ينشطون ضمن سوق محلية وضمن مجال محدد يملكون به خبرة تقنية.

سادسا: مؤسسة رأس المال المخاطر Les sociétés capital risques:

موضوعها الأساسي هو تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة المبدعة وذات احتمال نمو مرتفع، خلال مرحلة انطلاق نشاطها، هذا التمويل يسمح بالرفع من رأسمال هاته المؤسسات الناشئة، فصاحب هذه الأخيرة يتحصل على رؤوس أموال دون وجود ضمانات وخلال فترة يصعب

¹ Bouteiller, Karyotis, Op Cit, P 31.

² Certhoux, Gilles, Jean Rédis, Réussir la levée de fonds auprès des business Angels: approche théorique et pratique, 7ème Congrès de l'Académie de L'Entrepreneuriat et de l'Innovation, Paris, Université Paris Est, 12-15 octobre 2011, P P 7-8.

³ Bouteiller, Karyotis, Op Cit, P 31.

الحصول فيها على قروض بنكية. وبالتالي تتمكن المؤسسة الناشئة من استقطاب قروض مستقبلية نتيجة دعم مؤسسة رأس المال المخاطر لهيكلها المالي.

ترتبط مؤسسة رأس المال المخاطر بالمشاريع المبدعة بالدرجة الأولى، حيث يمثل الإبداع كل ما هو جديد ومختلف عما هو موجود، سواء بالنسبة لنوعية المنتج أو لطريقة الإنتاج أو أسلوب التسويق.¹

سابعاً: صناديق رأس المال المخاطر المشتركة Les fonds de corporate venture:

صناديق رأس المال المخاطر المشتركة عبارة عن رؤوس أموال مجموع الشركات غير المالية وبصفة أساسية الصناعية الكبرى والشركات ذات التكنولوجيا الفائقة، تستثمرها في الشركات المبتكرة. هاته الشركات تملك حصصاً في مؤسسات بهدف مزدوج مالي واستراتيجي ما يميز صناديق رأس المال المخاطر المستقلة عن المؤسسات المالية. في الواقع هذه الممارسة تسمح للصناعات من الحماية ضد الاختراقات التكنولوجية الخارجية عن طريق إنشاء "منطقة تكنولوجية" من جهة وتحقيق المكاسب المحتملة عند التنازل عن الحصص من ناحية أخرى. استثمارات شركات رأس المال المخاطر المشتركة يمكن أن تتحقق وفقاً للأشكال التالية:²

أ. استثمار مباشر في رأس مال مؤسسات صغيرة و متوسطة؛

ب. الاستثمار في صناديق رأس المال المخاطر؛

ج. إنشاء مؤسسة رأس المال المخاطر خاصة من طرف مجموعة صناعية؛

¹ Bouteiller, Karyotis, Op Cit , P 32.

² L'association française des investisseurs en capital, la fiche thématique du capital investissement n°35, juillet 2007, P 2.

د. إنشاء صندوق للمشاريع مخصص لتنفيذ المشاريع المقترحة من طرف العمال لدى الشركة الصناعية.

يعتبر تدخل صندوق رأس المال المخاطر المشترك لتمول الشركة المبتكرة والمبدعة فرصة كبيرة لأنه يسمح بالوصول إلى موارده، وبالتالي الشركة المبتكرة قادرة على الاستفادة من:¹

- الوصول إلى تشكيلة واسعة من التكنولوجيات؛
- توفير شبكة توزيع للشركة تسمح بالوصول إلى الجديد الأسواق؛
- الحصول على النصائح من طرف إطارات ذوي مستوى عال، كذلك تواجد مسئولين ذو خبرة في مجالس الإدارة.

بالإضافة إلى ذلك، فإن الشركة الممولة تكتسب مصداقية لدى شركائها التجاريين والمصرفيين.

تهدف الشركات الكبرى من إنشاء رأس المال المخاطر المشترك، لتحقيق مساعي مالية تتمثل في توقع خلق فائض قيمة عند إعادة بيع المساهمات، حيث نشاط رأس المال المخاطر عبارة عن توظيف يمكن أن يصل إلى أعلى سعر له مقارنة بالتوظيفات الأخرى في السوق المالي. بالإضافة إلى ذلك هنالك دوافع تكنولوجية وصناعية، فالاستثمار في رأسمال المؤسسات الصغيرة والمتوسطة يسمح بابتكار تكنولوجيا جديدة أو تطوير تكنولوجيا قديمة حسب ما تحدده المجموعة الكبرى أي تطوير منتج أو خدمة جديدة يحتاج إليها مستثمرو الصندوق. أما الحوافز الاجتماعية غير مؤكدة وإن وجدت تمثلت في توفير مناصب شغل.

حسب **Larner**، صناديق رأس المال المخاطر المشتركة في الولايات المتحدة الأمريكية لها حياة أقل من مؤسسات رأس المال المخاطر لأن تطور رؤوس أموال المشروع مرتبط بفترة التطور التكنولوجي، لكن مستوى فعاليته يتطابق و مستوى فعالية صناديق رأس المال المخاطر.

¹L'association française des investisseurs en capital, la fiche thématique du capital investissement n°35, Op Cit, P 2.

سابعا: صناديق رؤوس الأموال Les Fonds de fonds:

هذا الشكل من الصناديق يمثل تعاضديه أو تعاونية ضد المخاطر¹، يعني التعاون على المساهمة في عدة صناديق لرأس المال المخاطر. يسيّر هذا الصندوق من طرف فريق من المهنيين يوفرون للمستثمرين خدمات إستراتيجية لتشكيل محفظة متنوعة واختيار شركات التسيير وإدارة العلاقة مع الصناديق المختلفة الأساسية. هؤلاء المهنيون مسئولون عن عرض للتقييمات، نقل المعلومات وتوفير العلاقات مع الصناديق. ففي عام 2003، كان هناك حوالي 120 فرقة إدارة لصندوق الأموال في جميع أنحاء العالم، منها 50 مقرها في أوروبا و 10 بفرنسا.² من جهة أخرى أول صناديق الأموال وجدت في الولايات المتحدة الأمريكية سنة 1983 ثم بعدها في أوروبا، وبدأت في التزايد لأهمية نشاطها الذي يتميز بتسيير يسمح بتخفيف حدة المخاطر من خلال سياسة استثمارية وإستراتيجية تتويع تركز على مراحل التطور، القطاعات الممولة أو على منطقة جغرافية. وبالتالي منطق عمل هاته الصناديق يسمح بتخفيض مستوى المخاطر بمردودية مرتفعة مع وجود تحفيزات جبائية. كمثال لها نجد الصناديق المشتركة للتوظيف المخاطر Les Fonds Communs du Participation Risqué، كشكل من رأس المال المخاطر يسمح بالتعاون أو التعاضد ضد المخاطر.

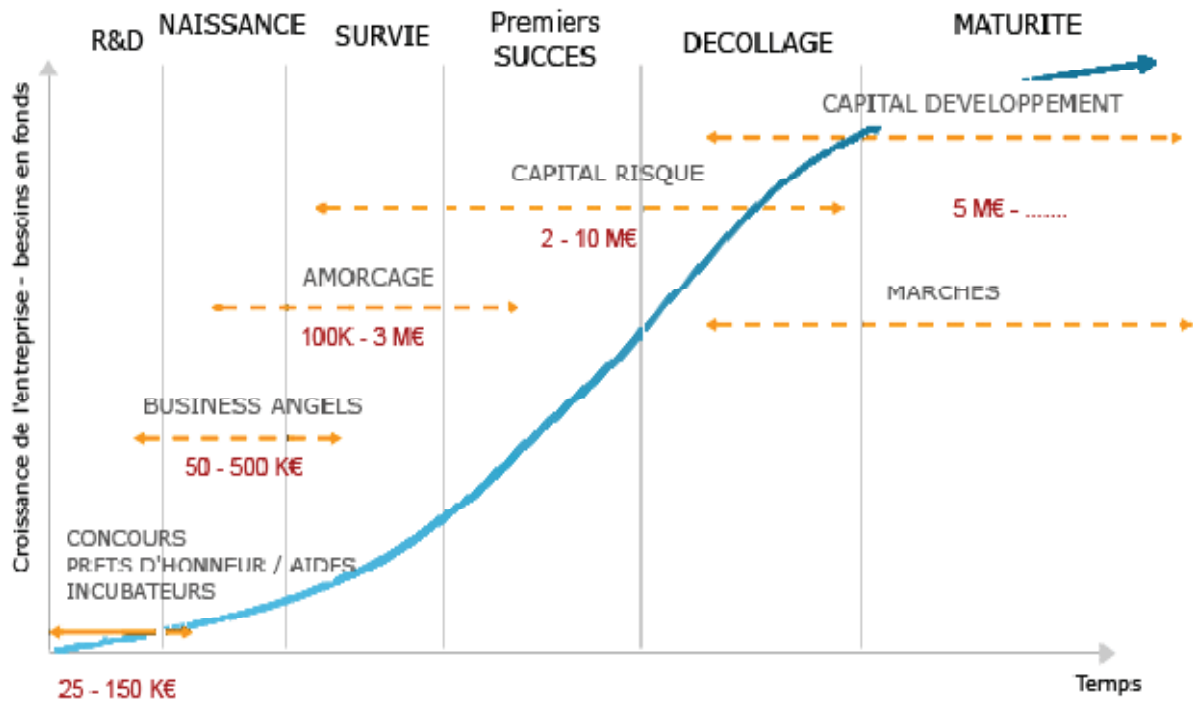
ثامنا: البنوك

تعتبر البنوك آخر المتعاملين برأس المال المخاطر عن طريق إنشاء صناديق الاستثمار البنكي، التي تعتبر المتدخل الديناميكي على مستوى هذا النشاط.

¹ Poitrinal, Op Cit, P 53.

² Legoupil, Hervé et d'autres, le capital-investissement, le guide des investisseurs institutionnels, France, l'association française des investisseurs en capital, 2005, P 9.

تختلف المؤسسات المالية المتدخلة في تمويل المؤسسات الاقتصادية حسب دورة حياتها، فنجد أولها الحاضنات التي تتدخل لتمويل المرحلة الأولية من البحث والتطوير للمشروع يليها مباشرة ملائكة الأعمال عند ولادة المؤسسة والمرحلة الموالية من النشأة تتدخل صناديق الانطلاق ومؤسسات رأس المال المخاطر إلى غاية مرحلة من النمو وفي نفس الوقت يمكن للمشروع الإدراج في البورصة، ومن ثم مؤسسة رأس المال النمو الذي يمول المشروع إلى غاية مرحلة النضج وهذا ما نلاحظه في الشكل رقم 06 التالي:



الشكل رقم (06): أنواع مؤسسات رأس المال الاستثماري حسب دورة حياة المشروع

Source : Certhoux, Rédis , Op Cit , P 7.

المطلب الثاني: محيط رأس المال المخاطر

ممثلو رأس المال المخاطر ثلاثة أقطاب تتمثل في مؤسسة رأس المال المخاطر، المستثمرون القاعديون الذين يمدونها بالتمويل وكذا المقاولون أو أصحاب المشاريع الذين يحتاجون إلى التمويل. فمن خلال هذا المطلب سنتعرف على أهم قطبين لهما علاقة بمنظمة رأس المال المخاطر.

الفرع الأول: المستثمرون التأسيسيون

المسيرون المحترفون لمؤسسات رأس المال المخاطر كانوا هم أنفسهم أصحاب الأموال أو المؤسسون في فترات سابقة والذين يمثلون العائلات الثرية وأفرادا أغنياء _ Les B A _ أو مؤسسة. إلى غاية الثمانينات أغلبية استثمارات رأس المال المخاطر أصبحت مسيرة في صيغة وساطة لحساب مستثمرين تأسيسيين والذين يمثلون صناديق المعاشات والتأمينات، حيث يوظفون أموالهم بسهولة في صناديق رأس المال المخاطر، تسمى هذه الصيغة بالشراكة المحدودة Limited partnership وهذا لأنها مرتبطة بفترة زمنية معينة غالبا 10 سنوات، ولذلك يسمون المستثمرين التأسيسيين بالشركاء المحدودين "Limited" partners، أما مسيرو مؤسسة رأس المال المخاطر يطلق عليهم الشركاء العامون "General partners"، دورهم تسيير وهيكله الاستثمارات. فيما بعد سمحت هاته الهيكله لمؤسسات مالية أخرى توكيل خبراء لتسيير توظيفاتها في رأس المال المخاطر وجذب مستثمرين آخرين وهذا من جهة أخرى قلل درجة الخطورة بالنسبة للمستثمرين القاعديين. تعميم هذه الصيغة كان له أثر قوي حيث ما بين 1980 و 1995 انتقل حجم رأس المال المخاطر في الولايات المتحدة الأمريكية من 4.7 مليار \$ إلى 175 مليار \$.¹

¹ Gaëtan, Op Cit, P P 14-15.

أهم المستثمرين في صناديق رأس المال المخاطر هم صناديق المعاشات والتأمين، بنوك الأعمال، الدولة، العائلات، الأفراد ومؤسسات أخرى - صناعية-، بالإضافة إلى ظهور فئة من المستثمرين هم المؤسسات المالية للتنمية. هنالك ثلاث طرق لدخول المستثمرين سوق رأس المال المخاطر:¹

أ. **السوق الأولي:** يلتزمون بالاستثمار في صندوق رأس المال المخاطر عند إنشائه

أي عند الطرح الأولي للأسهم؛

ب. **السوق الثانوي:** إعادة شراء المساهمات من مستثمرين في الصندوق في السوق

الثانوي؛

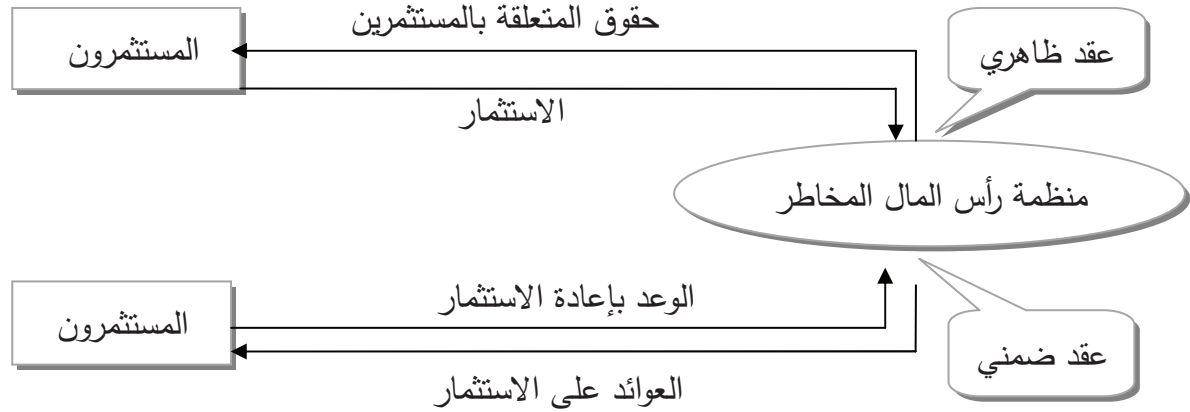
ج. **الاستثمار المشترك:** الاستثمار مباشرة في مؤسسة اقتصادية ما بجانب صندوق رأس

المال المخاطر.

يختار المستثمرون منظمات رأس المال المخاطر على أساس قدرتها على التحكيم بين المخطر والمردودية، من خلال تحديد المخاطر التي تواجهها ومدى إمكانية تغطية النتيجة المحققة لمختلف التكاليف (التكاليف المرتبطة بالتسيير، ... الخ)، بالإضافة إلى عوامل أخرى تتمثل في حجم ، سمعة وخبرة الصندوق، وكذا طور الاستثمار ومجال التمويل مما يسمح من خلق فرص واسعة لمسير الصندوق لتحقيق عوائد مهمة. من جهة أخرى يتخذ الشركاء المحدودون إجراءات رقابية على الصناديق حول المعلومة المرسلة- معطيات المحاسبية والمالية حول نشاط الصندوق- وكذا متابعة أدائها وفعاليتها وبالتالي يتم توجيهه والتحكم في منظمات رأس المال المخاطر على أساس الأهداف التي يحددها المستثمرون.

¹ Gaëtan, Op Cit, P 16.

يوقع المستثمرون ومنظمات رأس المال المخاطر على عقد الذي يحدد التزام كلا الطرفين والشروط المتفق عليها، حيث ينقسم هذا العقد إلى نوعين كما يبين الشكل التالي:



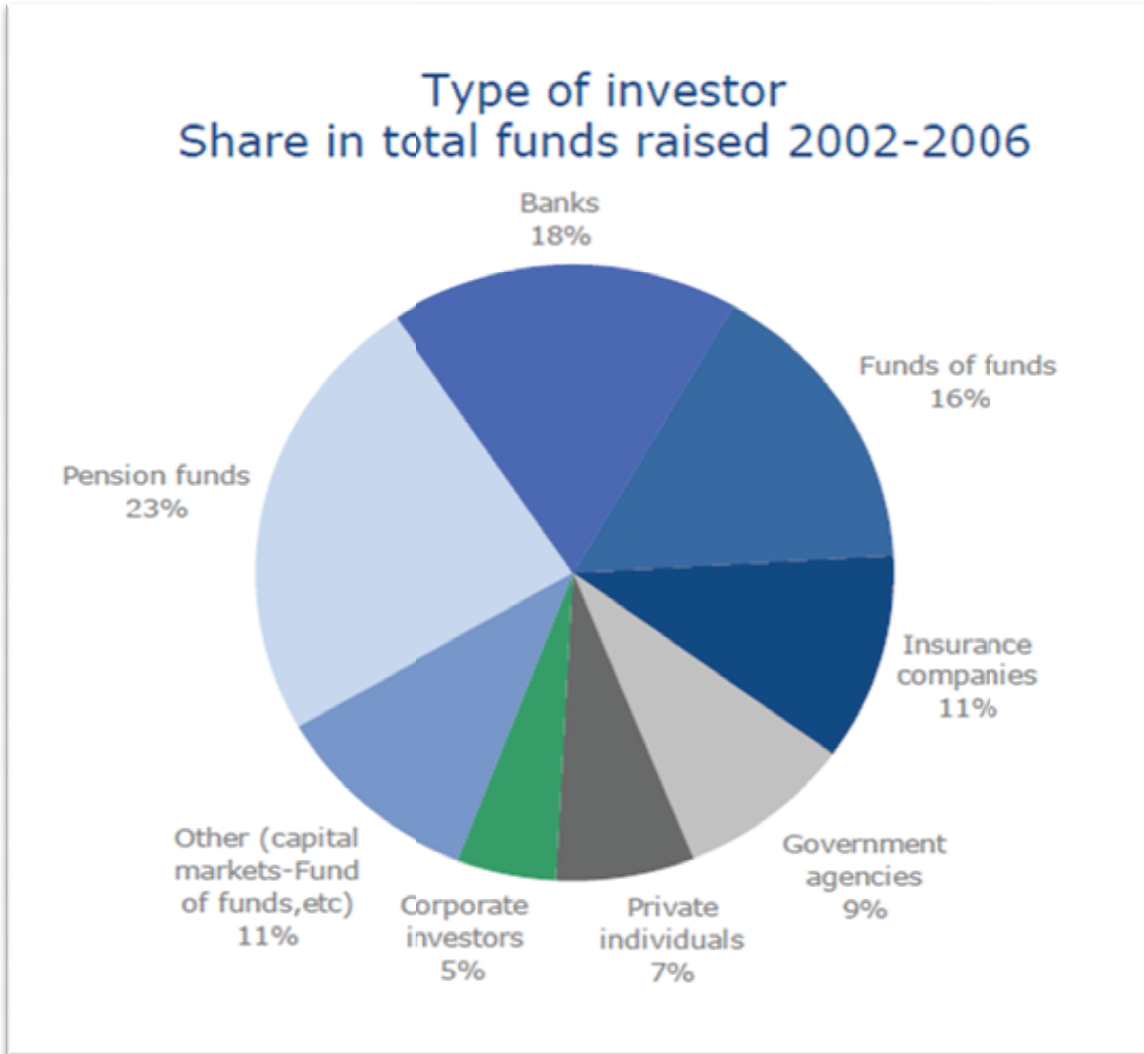
الشكل رقم (07): أسس التعاقد بين منظمات رأس المال المخاطر والمستثمرون

Source : Stéphaney, la relation capital-risque / PME , Op Cit, P 46.

العقد الظاهري يتضمن امتلاك رؤوس أموال لمدة طويلة موجهة لتمويل مؤسسات مبتكرة غير مدرجة بالبورصة، وبالمقابل يستفيد المستثمرين من حقوق قانونية نابعة عن استثماراتهم وعند نهاية المساهمة يتحصلون على أموالهم في الشكل السائل بالإضافة إلى فائض قيمة تسمح بتقييم فعالية منظمات رأس المال المخاطر. أما العقد الضمني فهو عقد مكمل حيث المستثمرون يقدمون وعد بإعادة الاستثمار من جديد في الصندوق إذا حقق هذا الأخير إيراد أعلى من الاستثمارات السابقة.

في الواقع هناك عدة أنواع من المستثمرين يساهمون بنسب متفاوتة في إنشاء مؤسسات رأس المال الاستثماري، وهذا حسب تخصص هذه الأخيرة، أي هناك من يفضل توظيف أمواله في مؤسسات رأسمال التحويل أكثر من مؤسسات رأس المال المخاطر، فنجد في أوروبا تعدد في المستثمرين، حيث حسب الشكل الموالي، نلاحظ أن صناديق المعاشات أكبر ممول لمؤسسات رأس المال الاستثماري بما يعادل 23%، تليها البنوك بنسبة مساهمة تقدر بـ 18%، بالإضافة

لتدخل الدولة عن طريق وكالات حكومية وهذا ما يؤكد أهمية دور الدولة في دعم نشاط رأس المال
المخاطر-الاستثماري بصفة عامة- .



الشكل رقم (08): أنواع المستثمرين التأسيسيون في أوروبا من 2002 إلى 2006

source : EVCA, facts and figures, statistic report, December 2007, le site:
<http://www.evca.eu>, consulter le 15/02/2013 à 14:20h, P 4.

الفرع الثاني: المقاولات الناشئة

تختلف المقاولات التي تطلب رأس المال المخاطر حسب حجمها والتحفيزات التي يمكن أن توفرها، حيث لا يمكنها أن تتحصل على تمويل من البنوك و البورصة ورأس المال المخاطر يمثل الحل الأمثل بالنسبة لها.

ظهرت عدة دراسات حاولت تفسير العلاقة بين المقاولات الناشئة و منظمات رأس المال المخاطر، وكننتيجة لذلك تم تفسيرها من خلال نظرية الوكالة و التي عرفها **Jensen et Meckling** كالتالي: "الوكالة عبارة عن عقد بين شخصين أو عدة أشخاص (الرئيس) يلزم شخصا آخر (الوكيل) تجسيد وظيفة باسمه مهما كانت، وتتضمن توكيلا بإمكانية اتخاذ القرار للوكيل".¹ حيث يمثل المخاطرون الرئيس والمقاولات تمثل الوكيل.

نظرية الوكالة تعبر عن علاقة تعاون بين الطرفين، لكن في نفس الوقت تنشأ عنها مشاكل تتمثل في عدم احترام مسيرو المؤسسة لشروط العقد أو التزامات التعاقد من غياب التصريح بالمعلومات المالية والاستثمارية، وبالتالي هاته المشاكل تستدعي اتخاذ إجراءات للتحكم فيها حيث هذه الأخيرة تؤدي إلى نشوء تكاليف تسمى تكليف الوكالة منها: تكلفة العقد نفسه، تكاليف متعلقة بالرقابة المطبقة من مؤسسات رأس المال المخاطر تكاليف متعلقة بدراسة المردودية للمشروع.²

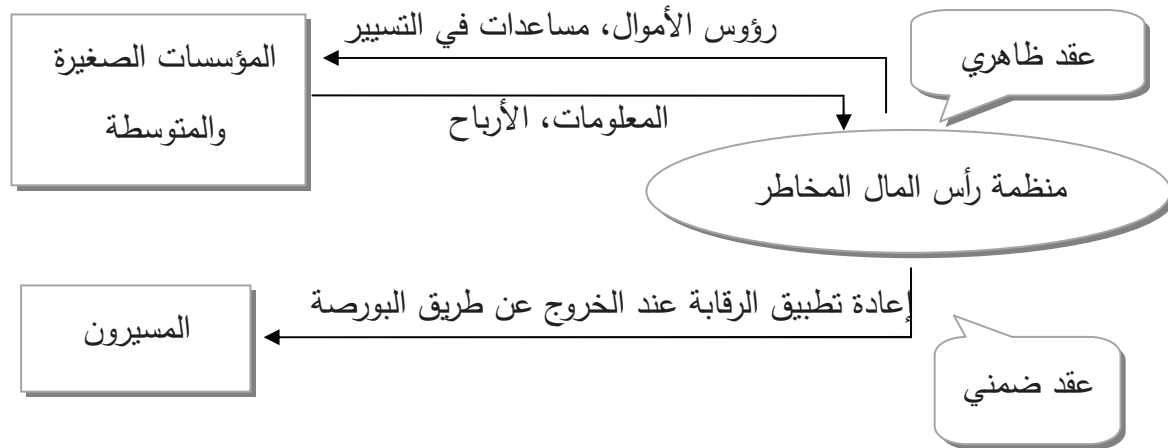
المخاطرون برأس المال يملكون عدة أساليب للتقليل من مخاطر المشاكل التي تسببها الوكالة، منها حسن اختيار الأدوات المالية والتي توفر مرونة في التسيير كالأدوات المالية القابلة للتحويل (سندات قابلة لتحويل إلى أسهم، أسهم ممتازة قابلة للتحويل إلى أسهم عادية... الخ).

¹ Meckling W, Jensen M, Theory of the firm: Managerial behavior, an agency cost and ownership structure, Journal of Financial Economics, vol. 3, 1976, P 308.

² Ferrier, Olivier, les très petites entreprises, Belgique, Ed de Boeck université, 2002, P 96.

كذلك يضع المخاطرون برأس المال شروط ضمن العقد تسمح بحماية مساهمتهم وتنظيم عملية إنهاء المساهمة، وأيضا من خلال القدرة على تحديد أعضاء المجلس الإداري كأداة رقابية، بالإضافة إلى إمكانية تغيير المسيرين في حالة مشاكل أو عدم الاتفاق حول إستراتيجية المؤسسة.

فيما يخص التعاقد بين الطرفين، نجد هنالك نوعين من العقود هما:



الشكل رقم (09): أسس التعاقد بين منظمات رأس المال المخاطر والمقاولات

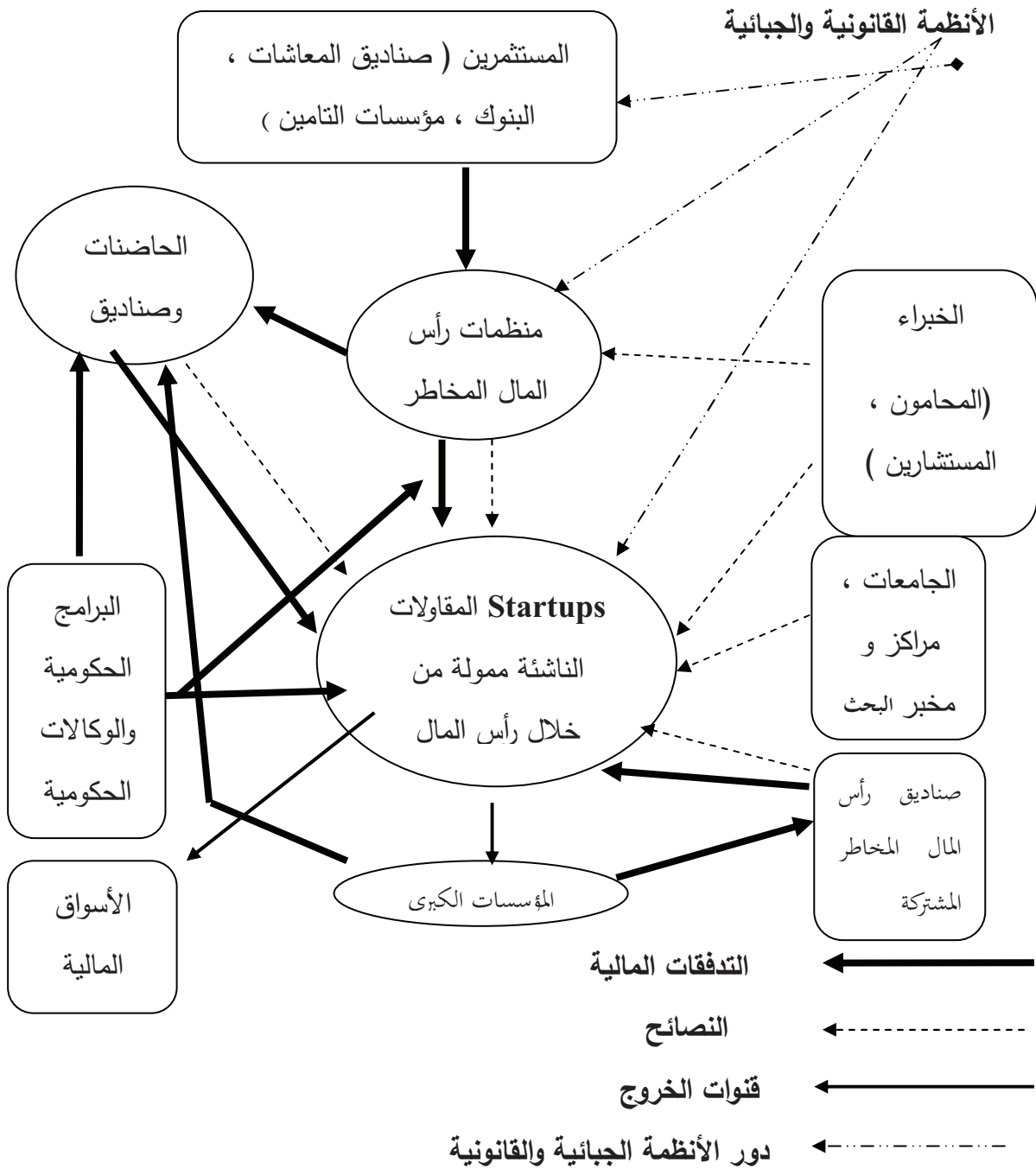
Source : Eric Stéphaney, la relation capital-risque / PME , Op, Cit, P 36.

العقد الظاهري يتكون من شروط تحدد طبيعة الحصص في الأموال الخاصة، دورية تبادل المعلومات... الخ. أما العقد الضمني عبارة عن اتفاق لا يملك شكلا قانونيا ولكن يربط الأطراف المتعاقدة فيما يتعلق بالمظاهر الواجب احترامها¹، هذا العقد يظهر عند إعادة تطبيق الرقابة حسب طبيعة أسلوب إنهاء المساهمة.

¹Milgrom P. et Roberts J, économie, organisation et management, France, Ed de boeck université, 2003, P 19.

الفرع الثالث: شبكة رأس المال المخاطر

تعمل مؤسسة رأس المال المخاطر في شكل شبكة علاقات ومعلوماتية وهذا كما يوضحه الشكل رقم 10، يعني عبارة عن تنظيم يساعد على التناسق في المعلومات، حيث تظهر أهمية هاته الشبكات عند تلاقي العرض(عرض مؤسسة رأس المال المخاطر) والطلب(طلب المشروع) على رأس المال المخاطر أي عملية اختيار المشروع، وتسهم في جودة المبادلات غير المالية بين الطرفين(العرض والطلب). تنظيم الشبكة المعلوماتية ضمن سوق رأس المال المخاطر مطابق تقريبا لما هو موجود في منطقة **la Silicon Valley** الأمريكية وهذا ما يوضحه الشكل التالي:



الشكل رقم (10): تنظيم المبادلات في سوق رأس المال المخاطر

Source : Emmanuelle Dudocage, Dorothee Rivaud Danset (4^{eme} trimestre 2002), « L'organisation des échanges sur le marché capital-risk », la revue d'économie industrielle, n°101, P 37.

يعبر الشكل رقم (10) عن علاقة كل من منظمات رأس المال المخاطر OCR _ التي تمثل عرض رأس المال المخاطر_ والمقاولات الناشئة **Startups** _ التي تمثل الطلب على رأس المال المخاطر_، بالحيط الخارجي ضمن شبكة معلوماتية.

تتشأ منظمات رأس المال المخاطر صناديق متخصصة في تمويل المشاريع الصغيرة، تتمثل في الحاضنات وصناديق الانطلاق، كما تحصل في نفس الوقت على دعم حكومي، مالي وقانوني من خلال منح تحفيزات جبائية، المساهمة في خلق مؤسسات رأس المال المخاطر العمومية وتسهيل إجراءات إنشاء صناديق جديدة وهنا يظهر دور الدولة كداعم لهذا النشاط¹. من جهة أخرى تستعين بالمحامين والمستشارين القانونيين...الخ للاستفادة من النصائح والتوجيهات. أما القطب الثاني الذي يمثل الطلب يتحصل على التمويل من عدة أطراف سواء من الحكومة في شكل إعانات أو قروض، الحاضنات وصناديق رأس المال المخاطر المشتركة (مساهمة على الأقل من منطمتين لـ OCR في مشروع واحد)...الخ، أيضا تستفيد من التحفيزات الجبائية والقانونية ومن النصائح التي توفرها مراكز البحوث والوسطاء غير الماليين (الخبراء).

يشكل تركيب شبكة رأس المال المخاطر والأطراف الدائمة المحيطة به ممارسة رسمية ذات عدة أدوار، خلال مرحلة اختيار المشاريع، تسمح الشبكة المعلوماتية للمخاطرين من امتلاك الفعاليات الضرورية لتقييم الطلب على رأس المال المخاطر، أو الدخول في اتصال مع متدخلين ذوو خبرة كافية ومناسبة، أما عند مرحلة متابعة صندوق رأس المال المخاطر للمقاولات تسمح الشبكة بتحسين نوعية الطلب إلى غاية دعم أعضائها المقاولين.² كمثال على ذلك، شبكة software des BAS بفرنسا، أنشئت في 2002، خاصة بمجال البرمجيات logiciel تعمل

¹ Poitrinal, Op Cit, P P 139-140.

² Dudocage, Dorothee, Op Cit, P P 36-37.

على تسهيل استثمارات ملائكة الأعمال ضمن المؤسسات الصغيرة والمتوسطة لنفس المجال، حيث شبكة BA_s استثمروا 60 مليون € في 2008 بتمويل 28 مؤسسة.¹

الروابط الموجودة مع الجامعات، مراكز البحوث والحاضنات تسمح للمخاطرين خلق مشاريع ناشئة startups وبالتالي خلق الطلب وكذلك المقاولات السابقة يمكنها ضمان التواصل بين المخاطرين والمنشآت الجديدة. من جهة أخرى يمكن للمخاطرين الاستعانة بوسطاء مختصين، يوفرهم مجموعة من الاتصالات والتوصيات، حيث يمثلون وكالات قانونية (محامون) في الولايات المتحدة الأمريكية ووكالات استشارية في أوروبا ، فنجد أن نتائج البحث الذي أجراه Dudocage أثبتت أن 35% من منظمات رأس المال المخاطر المتواجدة في أوروبا تستعين بمستشارين من أجل التواصل مع المقاولات، أما المخاطرين بصفة عامة لديهم علاقات فيما بينهم. ومن جهة أخرى نجد 60% من OCR تعمل ضمن شبكة رأس المال المخاطر وأكثر من ربع هؤلاء يستعينون بها من أجل التواصل مع الطلب، لذلك نجد أن العلاقات بين منظمات رأس المال المخاطر ليست بالضرورة تنافسية وإنما ذات طبيعة تعاونية، أي المخاطرين يتبادلون المعلومات ويمكن التصرف كشركاء من خلال ما يسمى " الاستثمار المشترك".²

يسجل طالبي رأس المال المخاطر ضمن الشبكة من أجل التواصل مع الطلب، من خلال الاستعانة بوسطاء مختصين، يتحصلون على نصائح ومعلومات، اكتساب علاقات تساعد على عملية قبول المساهمة، لأن المعيار الأساسي عند اختيار المشروع هو نوعية رأس المال البشري وهنا تظهر أهمية التسجيل ضمن الشبكة. ومن جهة أخرى، ضمن شبكة معلوماتية لرأس المال المخاطر يمكن معرفة مصدر المشروع الابتكاري، إما نابع عن مؤسسة كبيرة

¹ Poitrinal, Op Cit, P P 47-48.

² Dudocage, Dorothée, Op Cit, P P 37-38.

أو مركز بحث...الخ أو من خلال شهادات تحصل عليها صاحب المشروع، وهذا ما يمكن أن يحدد نوعية المشروع ومدى موافقة الشركاء على دعمه. تجمع طالبي رأس المال المخاطر علاقات مختلفة الطبيعة، إما تنافسية أو تعاونية من خلال تبادل المعلومات والعلاقات، من بينها نجد المشاريع التعاونية ضمن مراكز البحث والجامعات.¹

إذا تواجد الشبكة يسهل تبادل المعلومات المناسبة، التعرف على نوعية المخاطر الممكن مواجهتها، وكذا توفر لكلا الطرفين وسيلة غير رسمية للحصول على كفاءات، نقل الخبرة إلى متدخلين آخرين ومن جهة أخرى تحسين كفاءة العارضين والطلابين بالإضافة إلى تقليل تكاليف المعاملات.

سوق رأس المال المخاطر يمثل حلقة تضم عدة أطراف تساهم في تدعيم و ترقية هذا الأسلوب من خلال توفير مناخ مناسب له، من أنظمة جبائية وتشريعات قانونية مساعدة، وكذا توفر جهاز معلوماتي فعال يعمل على سرعة انتقال المعلومة الصحيحة بين الأطراف في الوقت المناسب وهذا ما يسمح بدقة اختيار المشاريع الاقتصادية الواجب تمويلها.

¹ Dudocage, Dorothee, Op Cit, P 38.

خلاصة الفصل الأول

تتخصص مؤسسة رأس المال الاستثماري في توفير الدعم المالي والفني لمؤسسات اقتصادية مختلفة، عن طريق تمويل أموالها الخاصة أو شبه الأموال الخاصة، لتصبح بذلك شريكاً في الأصول وتتحمل مخاطرة عالية في غياب الضمانات. لذلك تختلف هاته المؤسسة عن البنوك، سواء فيما تعلق الأمر بطبيعة التمويل من شراكة محدودة، العائد، الضمانات...الخ، وكذا وساطة مالية تركز على تسيير أموال الغير...الخ، وبالتالي تعتبر مؤسسة رأس المال الاستثماري بديلاً تموالياً للقروض البنكية خاصة بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

تتدخل مؤسسة رأس المال الاستثماري عن طريق أربعة أشكال تمويلية تتوافق مع مراحل نمو وتطور المشاريع، حيث يخصص رأسمال النمو لمرحلة النمو والتوسع، رأسمال التحويل خلال مرحلة النضج، رأسمال التصحيح لتمويل مرحلة التعثر. أما المراحل الأولى من نمو المنشأة تمويل عن طريق رأس المال المخاطر، الذي يتميز عن غيره من أشكال التمويل بقدرته على تحمل مخاطرة عالية نظراً لعدم أكادة تحقق فكرة المشروع. فمؤسسات رأس المال المخاطر عبارة عن مؤسسات مالية_وسيط مالي_ توفر كل من الأموال اللازمة والإدارة الفنية للمشروعات التكنولوجية والمبدعة غير مدرجة بالبورصة، ذات احتمال نمو مرتفع وقادرة على تحقيق فائض قيمة مستقبلي عند التنازل عن حصصها في بورصة القيم المنقولة.

تقنية رأس المال المخاطر ليست وليدة الساعة وإنما قديمة النشأة، حيث ظهورها في الولايات المتحدة الأمريكية من خلال أول مؤسسة تدعى ARD، والتطور السريع لهاته الآلية ساهم في انتشارها عبر العالم، لاعتباره استثمار مربح، نتيجة ما حقق هذا النوع من المؤسسات

في تطوير وتنمية مشاريع تكنولوجيا ناشئة أمريكية، وهذا خاصة بعد تبني برنامج الاستثمار في الأعمال المصغرة.

متدخلوا رأس المال المخاطر عبارة عن هيئات متنوعة ومختلفة حسب مراحل التطور، يتمثلون في صناديق الانطلاق والحاضنات، مراكز جهوية للإبداع وتحويل التكنولوجيا، نوادي المستثمرين لإدارة بديلة ومحلية للدخار التعاضدي، ملائكة الأعمال، مؤسسات رأس المال المخاطر التعاضدي، مؤسسات رأس المال المخاطر كإطار رسمي لهذا النشاط، صناديق رأس المال المخاطر المشتركة، صناديق رؤوس الأموال، حيث هذه المؤسسات توظف أموال الغير ضمن صيغة الشراكة المحدودة والذين يتمثلون في شركات التأمين، صناديق المعاشات، الأفراد والعائلات، الدولة بمؤسساتها، بنوك الأعمال، مؤسسات صناعية، وهذا ضمن سوق تتكون من شبكة معلوماتية متنوعة ومتينة.

الفصل الثاني

الفصل الثاني: نشاط رأس المال المخاطر

انطلاقاً من عرض المفاهيم الأساسية لتقنية رأس المال المخاطر، خاصة مختلف المتدخلين في هذا النشاط، من بينهم المؤسسات الناشئة (Start-ups) ذات الطبيعة التكنولوجية والإبداعية، والتي تستلزم تبني أساليب خاصة لاختيار المؤهلة منها للتمويل. كذلك مؤسسة رأس المال المخاطر هي وسيط مالي مميز، حيث هذا التميز يتمثل في نقطتين، أولاً تعتبر رابطاً بين العالم الصناعي والعالم المالي، ومن جهة أخرى قراراتها الاستثمارية لا تعتمد فقط على المتغيرات المالية وإنما على مجموعة من المتغيرات تضيف طابعاً معقداً للإجراءات الاستثمارية مما يسمح بقراءة جيدة. فعملية اختيار المشاريع تأخذ في الاعتبار عدة محاور: مالية، بشرية، تكنولوجية.... الخ ، فتقيم قدرة المسيرين على إنشاء شراكة تركز على التعاون والثقة المتبادلة في سبيل تكوين علاقة شراكة تركز على عقد يجمع أطراف العملية، ينص على مجموعة من البنود القانونية والمالية لضمان النجاح للتمويل الذي يظهر بشكل أساسي في تحقق فائض قيمة عند إنهاء المساهمة اعتماداً على إحدى أساليب الخروج المناسبة.

للتعمق في عملية التمويل عن طريق رأس المال المخاطر، يكفي التطرق للمباحث الثلاثة التالية، حيث المبحث الأول يعرض مرحلة قبل المساهمة، تتم فيها عملية اختيار المشاريع، المبحث الثاني يمثل المرحلة الثانية لعملية التمويل حيث يتم تحديد مختلف الوثائق القانونية للتعاقد ومن ثم بداية مرحلة الشراكة التي تنتهي في الأخير بمرحلة الخروج حيث يحدد المبحث الثالث مختلف أساليب الخروج.

المبحث الأول: اختيار المشاريع للتمويل

عملية اختيار المشاريع للتمويل هي مرحلة أساسية في حياة طالبي التمويل أي أصحاب المشاريع، والتي تتم بناء على تحليل ودراسة وثائق معينة تحدد مدى تجانس محتوياتها الوثائق مع مجموعة من المعايير، حيث أهم هذه الوثائق "خطة العمل" التي يعدة صاحب المشروع. فمن خلال هذا المبحث يمكن تحديد أهم المراحل التي تمر بها عملية اختيار المشاريع بداية من إعداد الوثائق اللازمة إلى غاية اتخاذ القرار الاستثماري.

المطلب الأول: إعداد خطة العمل

يلتقي الممولون بمؤسسات رأس المال المخاطر عبر شبكة إعلامية أو شبكة علاقات لرأس المال المخاطر وفي هذا الإطار يعرض الممولون مشاريعهم بصفة مختصرة عن طريق مقابلات بين الطرفين، ينتج عنها انطبعا أولياً حول أهمية المشروع. بعد ذلك يعد الممول أو المؤسسة الناشئة أو المنشأة (Start-up) بياناً مفصلاً يسمح للمخاطر من تقييم الفرصة الاستثمارية المعروضة عليه ومنه يتخذ القرار بالاستثمار أو التخلي عن دراسة الملف المقدم له.¹

مختلف أحجام المشاريع الطالبة للتمويل يفرض عليها تحضير هذا البيان والذي يدعى بخطة العمل "Business plan" ou "Plan d'affaire" وبالتالي خطة العمل وسيلة لمعرفة جودة المشروع من عدمها ولتبيان أهمية المشروع وإقناع مؤسسة رأس المال المخاطر بالمساهمة.

¹ Mougenot, Op Cit, P 1.

الفرع الأول: مفهوم خطة العمل

خطة العمل مستند يعرض الأهداف المراد تحقيقها، وسائل تنفيذها والنتائج المتوقعة

للمؤسسة الجديدة وآفاق التنمية والنمو لمدة 3 سنوات على الأقل.¹

إذا خطة العمل واجهة تعرض من خلالها المنشأة سياستها الاستثمارية، إستراتيجيتها المستقبلية ومكونات جهازها الإداري، مميزاته وفعالياته، تحليلاً للسوق المحلي والدولي، معلومات دقيقة حول المنافسين المحتملين تشمل حجمهم، نتائجهم السنوية، تقييمهم بالبورصة ومختلف مميزاتهم. أيضا تشمل خطة العمل التوقعات المالية، تدفقات الخزينة متبوعة بملاحظات مفسرة. كما يتم تحديد نوع وحجم (نسبة) التمويل المطلوب.²

أهم ما يميز خطة العمل أنها تعطي طابعاً رسمياً للخيارات الإستراتيجية للمؤسسة الناشئة - المنشأة - من موارد بشرية، مالية وتكنولوجية، وكذا تضيي الصيغة الرسمية لعقد التمويل باعتبارها أداة للتفاوض - بالنسبة للمستثمر - مع مختلف المتدخلين الماليين.³

خطة العمل هي وثيقة مفصلة لإستراتيجية المنشأة بالتنسيق بين الأهداف المحددة (من طرف المسيرين) والإمكانيات الحالية والمستقبلية. لذلك يتم إعدادها من طرف صاحب المشروع وفق شكل عام محدد ودقيق، مما يقتضي غالبا الاستعانة بوسطاء خارجيين ذوي خبرة.

¹ Azoulay H. Kriegere et Poullaing, de l'entreprise traditionnelle à la Start up : les nouveaux modèles de développement, document de recherche, France, Edition d'organisation, 2000, P 135.

² Mougenot, Op Cit, P 3.

³ Stepaney, le relation capital risque/pme, Op Cit, P 105.

الفرع الثاني: نموذج خطة العمل

- من خلال خطة العمل يطمح المستثمر الإجابة عن مجموعة من الأسئلة أهمها:¹
- ✓ هل المؤسسة فريدة من نوعها؟ يبحث المستثمر عن منتج ذو احتمال نمو مرتفع والذي يتميز في نفس الوقت بوجود منتجات منافسة له ضمن قطاع نشاطه؛
 - ✓ ما هو نشاط المؤسسة؟ لابد من معرفة نوعية المنتج أو الخدمة؛
 - ✓ هل الإدارة قادرة على تنفيذ خطة العمل؟ الكثير من المستثمرين يعتبرون عنصر الإدارة ذو أهمية كبيرة لضرورة منح المستثمر - المخاطر برأس المال - ثقته التامة في خبرة وجودة الإدارة المسيرة؛
 - ✓ هل يمكن تحقق التوقعات المالية؟ المنشأة تعرض احتمالات مالية مستقبلية ضمن خطة العمل يشترط فيها مراعاة الوضع الاقتصادي حيث لا تكون أرقاما قياسية مغالى فيها خاصة تماشيا مع وضعية القطاع. فمثلا احتمال نمو 30% لرقم أعمال منشأة خلال سنة ضمن قطاع لا يتجاوز نموه 50% سنويا، مثل هذا المشروع لن يأخذ في الاعتبار إلا عند تقديم إثبات قوي؛
 - ✓ ما هي إستراتيجية المردودية للمؤسسة؟ ما هو هيكل المردودية للمؤسسة؟ يستدعي الأمر القيام بتحليل لرقم الأعمال، هوامش الربح للمؤسسة، وإن أمكن الأمر دراسة مقارنة مع مؤسسات مماثلة لها؛
 - ✓ ما هي مميزات الاستثمار المعروف؟ ملكية بأغلبية، مساهمة بأقلية، الرفع من رأس المال؛
 - ✓ ما هو الأسلوب الأمثل للخروج؟ تحديد الأسلوب الأمثل للخروج إما البيع لمؤسسة أخرى أو الإدراج بالبورصة.

¹ Mougenot, Op Cit, P P 1-2.

أفضل خطة عمل تضم جزئين، جزء يهتم بالإجابة عن متطلبات المستثمر، فهو إطار محدد وصارم وجزء ثاني يتميز بمجاله الواسع يظهر قدرات المؤسسة التسويقية.

فحسب AFIC¹ تحتوي خطة العمل على مجموعة من العناصر، حجمها يتراوح ما بين 20 إلى 50 صفحة:

- ملخص تنفيذي؛
- عرض للمؤسسة؛
- السوق والمنافسة؛
- معطيات مالية تاريخية؛
- إستراتيجية خطة العمل؛
- ملاحق.

كما تحدد EVCA¹ محتوى خطة العمل كالتالي:

- السيرة الذاتية لأصحاب المشروع ومسيره؛
- إحصائيات حول المبيعات والأسواق؛
- أسماء الزبائن المحتملين وحجم الطلب المستقبلي؛
- معلومات حول المنافسين وتقييمهم؛
- المعلومات المالية الضرورية لدعم المشروع؛
- معلومات حول البحث والتطوير؛
- عمليات الإنتاج ومصادر التمويل؛
- المميزات الخاصة بالمصانع؛

¹ Stephaney, le relation capital risque/pme Op Cit, P 106.

• المقالات والقصاصات الصحفية حول القطاع؛

• الأنظمة والنصوص القانونية حول حماية المنتجات ومنهج الإنتاج.

من جهة أخرى يأخذ المستثمرون هاته الوثيقة بعين الاعتبار عند توفر شروط أساسية تتمثل في جودة المعلومة المرسلة، احترام أسس وقواعد التحرير للخطة أو العناصر الشكلية. حيث الجدول التالي سوف يحدد مختلف العناصر وكذا المعلومات المرتبطة بها.

جدول رقم (03): مكونات خطة العمل

المعلومات الأساسية	
يجب أن يشمل معلومات تحت المستثمر على متابعة التطلع أو قراءة محتوى الخطة: تاريخ الإنشاء، القطاع، المنتجات، الأسواق، الإدارة، الأهداف المسطرة (الحصة السوقية، رقم الأعمال، الموقع التنافسي....)، نوع التمويل المرغوب، نسبته، مستوى المردودية المحتملة ... الخ.	ملخص تنفيذي
نشأة المشروع: عرض التطورات الأساسية التي مرت بها المؤسسة. أسس المشروع: تطوير منتج جديد في نفس السوق، التنويع، نمو داخلي أو خارجي.	المشروع
تحديد مختلف المكونات الأساسية للبيئة الاقتصادية و تطوراتها:	البيئة الاقتصادية
• الفرص المتاحة والمخاطر على المستوى الكلي والجزئي للاقتصاد. • القطاعات الناشطة والفروع. • العوامل المفسرة للتطورات الدورية. • حجم ونمو السوق. • عراقيل الدخول للقطاع.	

السوق	عرض تطبيقي شامل لتطورات السوق: • الطلب: الزبون، العادات الاستهلاكية، موقع الشراء... الخ. • العرض: هيكل العرض، التوجه الجغرافي.... الخ. • المنافسة: هوية المنافسين، حجمها، رقم أعمالهم، العلامات التجارية، نقاط الضعف والقوة، استراتيجياتهم، المتدخلين المحتملين. • المنتجات البديلة.
عرض المنتج/الخدمة	تقديم كامل للسلع والخدمات: • المنتج و استعمالاته، درجة الابتكار. • المزايا التنافسية للمنتج. • الحماية للمنتج (براءة الاختراع...)، خلق تشكيلة من المنتجات.
الأهداف	يبين صاحب المشروع مختلف الخيارات الإستراتيجية التي يركز عليها المشروع: • الأهداف المالية (رقم الأعمال، مستوى المردودية...). • أهداف تتعلق بالحصص السوقية. • أهداف أخرى: العلامة التجارية، حوافز للموظفين.... الخ.
الموارد البشرية والتسييرية	يجب على المؤسسة تحديد مواردها المتاحة من أجل تطوير المشروع: • عرض الفرقة التسييرية، المساهمين، الإداريين، المؤسسين... الخ. • إثبات جودة الإدارة، الخبرات، الدراية بالقطاع، المخطط التنظيمي للمؤسسة. • الأنظمة الرقمية (تحفيز الأجراء بجزء من الربح، خيارات شراء الأسهم

..الخ) • الفعاليات والمهارات خارج المؤسسة. • العضوية في شبكات علمية وتجارية.	
أسلوب التنفيذ العملي للمشروع: • الخطة الإنتاجية: إمكانيات الإنتاج المتوفرة، التموين، الموردين، تنظيم الإنتاج (الطلبات، الرقابة، التخطيط). • الخطة التسويقية: التوزيع، سياسة الأسعار، سياسة الاتصال، توقعات المبيعات، الموازنات ... الخ. • وجود هيكل تنظيمي جديد. • إقامة أساليب تسييرية جديدة (اللامركزية، التسيير حسب الأهداف).	الخطة العملية -التطبيقية-
تتمحور المعلومات المالية حول 3 أقطاب: الاحتياجات المالية، استعمال المصادر المالية، المردودية المتوقعة (المردودية المالية، فائض القيمة المستحدثة بعد التقييم). تحضر المؤسسة ما يلي: • الوثائق المحاسبية (الميزانية، حساب النتائج...)، الجداول التمويلية. • تطور الموازنات الأساسية (الخزينة ...). • خطة التمويل. • تقديرات المصادر والاحتياجات المالية.	الخطة المالية

Source: Eric Stephaney, le relation capital risque/pme, Op Cit, P 106.

الفرع الثالث: وثائق مكملة لخطة العمل

ترفق خطة العمل وتكملها مجموعة من المستندات الرسمية تعزز قدرة المنشأة

على إقناع المستثمر، تنحصر هذه الوثائق فيما يلي:

أولاً: المذكرة العمياء

المذكرة العمياء أو Blind note عبارة عن تقديم مختصر حول المنشأة مستوحاة

من ملخص خطة العمل حفاظاً على سرية المعلومات وبالتالي لا تفرض خطة العمل على كافة

المنشآت وإنما تقدم المذكرة العمياء.¹ حيث الجدول التالي يحدد شكل المذكرة العمياء:

جدول رقم (04): هيكل المذكرة العمياء

المعلومات الأساسية	
الاسم، تاريخ الإنشاء، رأس المال.	المنشأة
وصف لنشاط المنشأة و مميزاته، مصدر مردوديتها .	النشاط
عرض سريع للمنتج أو الخدمة.	منتج/خدمة
مدى ملائمة المنتج بالنسبة للمنافسة.	السوق/منافسة
للسنة السابقة، الحالية والسنتين القادمتين لكل من: قدرة التمويل الذاتي، تدفقات الخزينة، الهامش الصافي، الديون المالية الصافية، رأس المال...الخ.	الأرقام الدالة
نوع التمويل، نسبته.	التمويل
الهدف من التمويل: الاستغلال، البحث والتطور، الاستثمارات.... الخ.	
أسلوب عملية إنهاء المساهمة المقترحة على المستثمر.	الخروج

Source : Mougenot, Op Cit, P 4

¹ Gille Mougenot, op cit, P 1-2.

ثانيا: التقديم التسييري

التقديم التسييري la Management présentation عبارة عن عرض سريع وشفاف يحتوي على معلومات مستخلصة من المذكرة العمياء وخطة العمل لهدفين، أولها يرفق بخطة العمل لإضفاء مقاربة تسويقية وشاملة (يمكن الاعتماد على برمجيات العرض كـ POWERPOINT)، ثانيا عرض المشروع أمام جمهور من المستثمرين خلال مدة قصيرة بمشاركة مجموعة من المؤسسات الناشئة startups والجدول التالي يمكنه توضيح محتوى التقديم التسييري:

جدول رقم (05): محتوى التقديم التسييري

الأقسام	المعلومة
القسم الأول	عرض الجهاز الإداري (المسير).
القسم الثاني	تذكير تاريخي.
القسم الثالث	تذكير بنشاطات المنشأة، مدعمة بصور المنتجات أو إحضارها.
القسم الرابع	الفعاليات والميول ضمن المؤسسة ومختلف الأسواق.
	الحصص السوقية، الوضعيات المرغوب تحقيقها مستقبلا.
القسم الخامس	الوضعيات الحالية للمنشأة في السوق.
القسم السادس	العناصر المالية.

Source : Mougnot, Op Cit, P 5.

ثالثا: نموذج العمل

الطبيعة المالية والتنظيمية للمؤسسات الناشئة Start-ups تستدعي إعداد وثيقة مكملة لخطة العمل هي "نموذج العمل Business model تسمح للمستثمرين من تقييم المستوى الابتكاري للمشروع ومدى قدرته على خلق فائض قيمة.

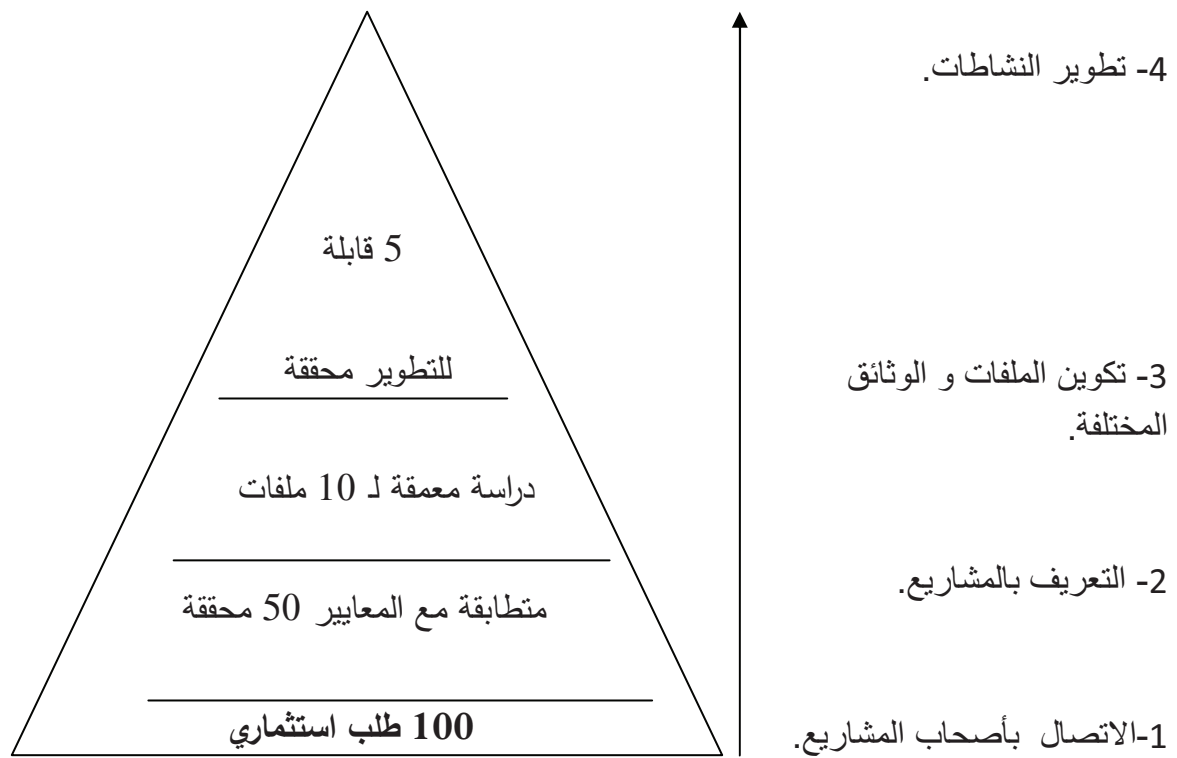
الهدف من نموذج العمل هو هيكلية نموذج تنموي لمنشأة صناعية بصفة خاصة أو عبارة عن فكرة تطوير مؤسسة. يعرفه Azoulay وآخرين " أنه المنهج أو الأسلوب الذي سوف تحقق المنشأة من خلاله مبيعات وأرباح، فهو وصف بسيط للإستراتيجية التجارية ". حيث تزداد أهميته ضمن التكنولوجيات الابتكارية ذات البيئة التنافسية والخطرة¹، إذا يمكن القول أن نموذج العمل مصطلح يستعمل ضمن المشاريع التكنولوجية، فيبرز مختلف مراحل التطور، مدى النمو، حيث كل مرحلة تتميز بتغيير جديد إضافي.

تصب هاته الوثائق الواجب إعدادها من طرف صاحب المشروع، ضمن هدف أساسي يتمثل في إقناع المستثمر بجودة المشروع الاستثماري حيث كلما احتوت خطة العمل، نموذج العمل، المذكرة العمياء وحتى التقديم التسييري على معلومات دقيقة ومتجانسة مع احترام الأسس الشكلية لكل منها ازدادت أهميتها وجودتها وكانت أكثر مصداقية لدى المستثمر وتمكن هذا الأخير من القيام بدراسة معمقة لكل المعطيات المرسلة وبصفة خاصة في تلك المحددة ضمن خطة العمل.

¹ Azoulay H, Op Cit, P 135.

المطلب الثاني: مرحلة الدراسة المعمقة للمشروع

تتمتع مؤسسة رأس المال المخاطر بمجلس إدارة مهمته الأساسية اتخاذ القرارات الاستثمارية استنادا إلى خطة العمل التي تخضع لدراسة ومراجعة دقيقة " La due diligence " تسمح بتشخيص دقيق لإمكانيات المشروع، فحسب **Lachman** عملية اختيار المشاريع تتدرج ضمن منهجية عامة يعبر عنها بإستراتيجية الهرم الممثلة في الشكل التالي:



شكل رقم (11): إستراتيجية الهرم لرأس المال المخاطر

Source : Lachman J, Op Cit, P 49.

يبين الشكل أعلاه عملية تصفية المشاريع الأفضل من بين 100 مشروع طالب للتمويل، حيث في بداية الأمر يتم البحث عن مؤسسات رأس المال المخاطر ضمن مختلف وسائل الإعلام وكذا نفس الأمر بالنسبة لهاته المؤسسات فهي تبحث عن أصحاب المشاريع، كمرحلة ثانية نصف هاته الطلبات فقط تتمكن من الالتقاء بوسطاء ماليين أو مستثمرين وضمنها يتم عرض للمشروع

اعتمادا على التقديم التسييري والمذكرة العمياء، بعدها يتم رفض جزء كبير من المشاريع وهذا ما يؤكد أهمية العرض الأولي للمشروع والتعريف به. الطلبات العشر المقبولة يتم دراسة ومراجعة خطة عملها كأول مرحلة، تختار مؤسسة رأس المال المخاطر 5 من أصل 100 مشروع لتمويله بعد اتخاذ القرار النهائي بالاستثمار (المساهمة).

أولى خطوات عملية المراجعة والتدقيق تتمثل في زيارة ممثل مؤسسة رأس المال المخاطر للمنشأة الطالبة للتمويل، يحاول خلالها المستثمر تصور مختلف أجزاء المنشأة: الإنتاج، التسويق، الفرقة المسيرة، المحاسبة، المبيعات... الخ، بناءً على مجموعة من الإجابات لصاحب المشروع حول استفسارات وانشغالات المستثمر، ينتقل هذا الأخير إلى ثاني خطوة والتي تعتبر الأصعب خلال هذه المرحلة.

الفرع الأول: مختلف الدراسات لعملية المراجعة والتدقيق

تؤكل مؤسسة رأس المال المخاطر مستشارين ذوي خبرة للقيام بمجموعة من الدراسات لضمان السير الحسن لهذه المرحلة، ومن جهة أخرى تعتبر المرحلة الأكثر ارتفاعا للتكاليف، حيث تتراوح نسبة التكاليف ما بين 2% إلى 5% من حجم التمويل إجمالاً وهذا يعود لتشعب الدراسات التي تتم خلالها أهمها:¹

أولاً: الدراسة الإستراتيجية

يستعين المخاطرين برأس المال بوكالات استشارية، توفر دراسة دقيقة حول قطاع نشاط المنشأة وحظوظ أو مدى النجاح المستقبلي، مراجعة فرضيات المشروع للنمو، نمو القطاع وحجم المبيعات ومقارنتها مع المنافسين الأساسيين للمشروع.

¹ Battini, Pierre, capital risque mode d'emploi, edition d'organisation, 2000, paris, P 90.

ثانيا: دراسة السوق

أهم الأمور التي تدرس هي مدى إقبال الزبائن على المنتج، ودرجة الرضى لديهم، لتحديد احتمال الشراء المستقبلي، وأيضا التأكد من فردية المنتج الذي يحمل مميزات تكنولوجية حقيقية مع مقارنتها بالمنافسين وكذلك التأكد من أن المنتج غير مقلد، إضافة لتحليل حجم نمو السوق، المنافسة... الخ.

ثالثا: دراسة صناعية

مراجعة تكاليف الإنتاج، إنشاء مصنع جديد، إضافة لمدى فعالية العملية الصناعية.

رابعا: دراسة عقارية

إذا كانت الأصول العقارية تمثل نسبة كبيرة من إجمالي أصول المؤسسة يستدعى الأمر وكالات متخصصة عقارية لإعادة التقييم.

خامسا: التدقيق المحاسبي والمالي

توكل مكاتب التدقيق من أجل مراجعة كل الحسابات السنوية، الحسابات الوسيطة، المردودية الاقتصادية للمنشأة، ومن ثم يقدم المدققون مختلف آرائهم حول كفاءة وأداء السنة الحالية ويتم مقارنتها بالتوقعات ضمن خطة العمل. إضافة لإعداد مخطط التمويل ومخطط الخزينة.

سادسا: التدقيق القانوني والجبائي

المخاطرون برأس المال يستعينون بمحاميين، للتأكد من صحة عقود المنشأة ودراسة العقود التجارية، وكذا التأكد من حقيقة امتلاكها براءة اختراع، مراجعة وضعيتها الجبائية، المعاملة الجبائية لنشاطاتها، الرسوم، المساهمات الاجتماعية.

سابعا: التدقيق البيئي

انتشار مفهوم حماية البيئة من التلوث عبر العالم، سبب سعي المخاطر برأس المال إلى عدم المساهمة في مشاريع ملوثة للبيئة خاصة المناطق التي تجبر الملوث على دفع غرامات.

ثامنا: تدقيق الكفاءات

تتكفل وكالة الاستشارة في الموارد البشرية بمراجعة تنظيم المنشأة، ضمان الشفافية والتوافق عند تحديد المناصب.

تاسعا: تدقيق الإعلام الآلي

يلعب الإعلام الآلي دورا مهما في فعالية وأداء المؤسسات، فالمخاطر برأس المال يفوض مؤسس خدمات الإعلام الآلي لدراسة حالة المعدات للمنشأة.

عاشرا: تدقيق التأمينات

بعض الأنشطة تتطلب بصفة خاصة عقود تأمين مناسبة لها، لذلك تتكفل وكالة التأمين بدراسة مختلف ملفات التأمين.¹

بصفة إجمالية عملية دراسة مختلف الأوجه الاقتصادية للمشروع تتدرج ضمن ثلاثة محاور.²

أ. تشخيص خارجي يتعلق بمحيط المنشأة، التكنولوجيات، المنافسين واستراتيجياتهم؛

ب. تشخيص داخلي مرتبط بنقاط الضعف والقوة للمشروع (المنشأة)؛

ج. ضمان تواجد تكامل جلي بين المنشأة ومحيطها (مردودية).

¹ Mougnot, Op Cit, P P 218-220.

² Battini, Op Cit, P 87.

بناءً على مختلف الدراسات والمراجعات السابقة، المخاطر برأس المال يكون فكرة واضحة حول المشروع تسمح له باتخاذ قرار مبدئي سواء بالرفض أو بالقبول، حيث هذا القرار يتبلور في شكل وثيقتين.

الفرع الثاني: مختلف الوثائق لعملية المراجعة والتدقيق

المراجعة والتدقيق لمختلف المعلومات في خطة العمل تلخص صورة واضحة حول جدوى المشروع، لذلك المخاطر برأس المال يقوم بإعداد وثيقتين: اتفاق السرية وخطاب النية.

أولاً: اتفاق السرية

يدعى اتفاق السرية "l'accord de confidentialité" كذلك باتفاق عدم الإفصاح "l'accord de non-divulgateion" يستخدم بهدف حماية المعلومات المرسلة إلى الشريك¹، فيلتزم هذا الأخير بعدم الإفصاح عنها.

ثانياً: خطاب النية

خطاب النية يضيف طابعاً رسمياً لمقترح الاستثمار، فهي وثيقة تسلط الضوء على الأحكام والشروط الرئيسية ذات الطابع الاقتصادي والقانوني لمقترح الاستثمار، وبذلك يعبر عن تصور المستثمر حول معرفته للمشروع.

الغرض منه التحقق من وجود تفاهم مشترك مبني على أساس اتفاق بين الطرفين قبل الدخول في المرحلة التنفيذية للعملية. من جهة أخرى لا يمثل خطاب النية التزام بين الطرفين يفيد

¹ Direction des Affaires Juridiques, Accord de confidentialité, le site : http://www.dgdr.cnrs.fr/daj/modele/contrat/doc/MODELE3_AC_BILATERAL_FRAN_CAIS.pdf, consulter le 15/12/2013 a 11 : 35h.

بتحقق الاستثمار، وإنما هو تعبير عن الاهتمام والنية على مواصلة المفاوضات لغاية إيجاد اتفاق نهائي ويحدد الشروط الواجب احترامها والتي تؤدي إلى تجسيد الاستثمار.¹

خطاب النية "la lettre d'intention" إطار آمن للعلاقات بين الطرفين قبل التعاقد، لأنه يحدد شروطا جديدة وسرية مع توزيع التكاليف فضلا عن تحديد القانون المطبق والمحكمة المختصة. يشترط في خطاب النية الوضوح لتسهيل قراءته، كما يحتوي على توجيهات بشأن حوكمة المنشأة وعملية تحديد الهيئات الإدارية المسيرة للمشروع وكيفية اتخاذ القرارات الإستراتيجية للمنشأة.² ويمكن الاطلاع على محتوى خطاب النية ضمن الملحق الأول.³

يستعين المخاطر برأس المال عند عملية الدراسة والمراجعة لمختلف جوانب المشروع بمجموعة من المعايير التي تعرف بمعايير اتخاذ القرار الاستثماري.

الفرع الثالث: معايير اتخاذ القرار

حدّد Battini خمسة معايير لاتخاذ القرار الاستثماري، تتمثل في: التسيير (الفرقة المسيرة)، الثنائي منتج / سوق، الإستراتيجية، الجوانب المالية، المردودية، إمكانيات الخروج.⁴

أولا: التسيير

التقنية الأمريكية في اختيار المقاولين تركز بشدة على نوعية المسيرين المستقبليين، لذلك يعتبر العامل البشري أهم مرجع لاتخاذ القرار، فالمسير الجيد لا يرتكب أي خطأ تقني أو مالي،

¹ L'AFIC, capital risque guide des bonnes pratiques, rapport statistique, France, 2010, P P 20-21.

² L'AFIC, capital risque guide des bonnes pratiques, rapport statistique, France, 2010, P 21.

³ أنظر الملحق الأول.

⁴ Battini, Op Cit, P P 98-101.

استراتيجي ولا تجاري. الجدول التالي يبين كل الخصائص المطلوبة لدى فريق الإدارة حتى يعتبر ذو إمكانية وقدرة تسييرية عالية:

جدول رقم (06): معايير تقييم التسيير بالنسبة للمخاطرين

معايير التقييم	احتمال قوي	احتمال ضعيف
الفريق الإداري	مزيج من الأفراد ذوي سجلات متابعة تتميز بالخبرة.	فريق إدارة يشمل صاحب المشروع وبدون خبرة.
الخبرة	- معترف بها. - وضوح الأهداف.	- حديث في القطاع. - مبالغة في الأهداف.
العمل الجماعي	- منظم ومشجع. - مقاوم لضغوطات العمل.	- أداء فردي. - عمل يفوق طاقة الفريق.
الموقف اتجاه التكنولوجيا	- تنفيذ واعتماد تكنولوجيات حديثة.	- طموح مبالغ فيه لاستخدام التكنولوجيا
المرونة	- قدرة على التكيف مع الاستثمار وسحب الاستثمار.	- تصرف محدود.
الفرص الاستثمارية	- البحث المستمر عن فرص جديدة.	- الارتكاز على سوق أو تكنولوجيا واحدة.
تقبل الخطأ	- سهولة التبرير.	- إستراتيجية جامدة.

Source : L'AFIC, capital risque et valorisation de la recherche, rapport statistique, France, 2005, P 14.

حسب الجدول يتم دراسة الفرقة المسيرة للمشروع من كل جوانبها سواء من حيث أعضائها، مدى خبرتهم ضمن القطاع، والتي تسمح لهم بدقة تحديد أهداف المشروع وكذا مدى تناسق العمل الجماعي للفريق وقدرته على مقاومة الضغوطات، إضافة لمدى اعتمادهم على التكنولوجيات الحديثة دون المبالغة، إضافة لمرونة الجهاز الميسر من خلال قدرته على التكيف مع دخول استثمارات أو التخلي عن استثمارات، وكذا تظهر كفاءته في البحث المستمر عن فرص استثمارية جديدة، عكس الفريق ذو الإستراتيجية المحدودة والذي لا يستفيد من استقطاب فرص استثمارية من السوق.

ثانيا: الثنائي منتج / سوق

يأخذ بعين الاعتبار نوعية السوق التي يطرح ضمنها المنتج ومكانته فيها، وكذا الفئة المستهدفة من الزبائن، حيث نجد السوق الصغير جدا لا يمكن لمؤسسة من أن تحقق أرباحا من استثمارات، أما إن كانت سوق واسعة جدا سيكون من الصعب إيجاد مكانة لهذا المنتج لقوة المنافسة، لذلك سيستدعي الأمر سوقا نامية أو في حالة نمو، يمكن للمؤسسة أن تحقق نجاحا عندما يصبح معدل نموها أكبر من معدل نمو السوق، الجدول التالي يحدد أهم معايير تقييم السوق للمخاطر برأس المال.

جدول رقم (07): معايير تقييم السوق للمخاطرين

معايير التقييم	احتمال قوي	احتمال ضعيف
البيع	- سياسة تجارية. - زبائن معروفين.	- سياسة تجارية غير محددة وغير واضحة.
الزبائن	- يمكن الوصول إليهم. - قدرة شرائية.	- الوفاء لعلامة تجارية.
فائض قيمة	- فائض قيمة مرتفعة.	- فائض قيمة منخفضة أو خسارة.
حجم السوق	- من 100 مليون € إلى 1 مليار €.	- أقل من 100 مليون €. - غير قابلة للتوسع.
النمو (السوق)	- من 50% إلى 70% سنوياً.	- أقل من 10% أو في حالة انحدار.
الحصة السوقية	- 20% أو أكثر في 5 سنوات. - حصة قيادية في السوق.	- أقل من 5% في الخمس سنوات.

Source : L'AFIC 2005, Op Cit, P 13.

يتم الحكم على إمكانية المشروع من خلال مقارنته بمختلف المعايير، حيث المشروع الجيد يملك سياسة تجارية يحدد من خلالها فئة الزبائن المستهدفة، يحقق فائض قيمة مرتفعة وكذا حصتها السوقية التي تفوق 20 % لمدة 5 سنوات حسب إحصائيات فرنسية.

ثالثاً: الإستراتيجية

تتعلق بمصادر المنشأة البشرية والمادية :

✓ إستراتيجية صناعية اقتصادية؛

✓ إستراتيجية تجارية : من أجل تحقيق رقم أعمال يسمح بالتصدير المستقبلي؛

✓ تطوير نظام التوزيع أي الإبداع التسويقي؛

رابعاً: الجوانب المالية

تشمل ثلاثة جوانب:

أ. **مردودية المشروع:** هناك قطاعات يمكن للمؤسسات أن تحقق ضمنها مردودية

مرتفعة، منها القطاع الإلكتروني، البرمجيات، علوم الحياة...الخ، فكل مشروع يدخل

السوق بتقنية وتكنولوجية أفضل من منافسيه لتحصيل مردودية مستقبلية تظهر عند إدراج

المنشأة في بورصة الأوراق المالية.

ب. **مردودية مؤسسة رأس المال المخاطر:** ترغب المؤسسة المخاطرة بتحقيق أكبر معدل

عائد داخلي أي $\text{le taux de rendement interne}$ ، حيث القاعدة العامة مشروع أكثر

مخاطرة يستلزم إيراد أكبر.

ج. **حجم التمويل المطلوب:** والذي لا يجب أن يتعدى إمكانيات المؤسسة المخاطرة

برأسمالها.

في هذا الإطار حددت L'AFIC مختلف معايير تقييم الجانب المالي أو تقييم للتقديرات

المالية من طرف المخاطرين والتي تظهر في الجدول التالي:

جدول رقم (08): معايير تقييم التقديرات المالية للمخاطرين

معايير التقييم	احتمال قوي	احتمال ضعيف
التقدير	- مثير للاهتمام أو متوافق.	- غير مبرر أو مبالغ فيه.
عتبة المردودية	- تدفق نقدي موجب في نهاية السنة الثانية.	- تدفق نقدي موجب بعد 3 سنوات أو أكثر.
التدفق النقدي	- متنبأ به ومستقر.	- دوري أو متقلب.
هامش الربح الإجمالي	- مستقر وأكبر من 40% لرقم الأعمال.	- ضعيف وأقل من 20% لرقم الأعمال.
التدفقات النقدية المتاحة	- 20% أو أكثر لرقم الأعمال.	- أقل من 10% لرقم الأعمال.
احتياجات التمويل	- محددة وفقا للأهداف.	- سوء تحديدها. - جد مرتفعة أو جد منخفضة
النتيجة الصافية	- أكبر من 10% بعد السنة الثانية.	- دائما سالبة بعد السنة الثانية.
القدرة على الاستدانة	- مرتفعة قبل خروج المخاطرين	- منخفضة بعد خروج المخاطرين
البحث والتطوير	- احتياجات الحالية ضعيفة للتمويل.	- احتياج لتمويل البحث والتطوير.

Source : L'AFIC 2005, Op Cit, p 14.

خامسا: فرص الخروج

هناك بعض الحالات لا يحدد صاحب المشروع آلية الخروج، وهذا خاصة لدى المؤسسات العائلية لاعتقادهم أن المشاركة مع مؤسسة رأس المال المخاطر تدوم لأقصى فترة ممكنة وبالتالي ضمان أرباح منتظمة.

بعد دراسة معمقة لخطة العمل، واتخاذ قرار مبدئي بالموافقة أو الرفض للمشروع، يظهر في شكل خطاب النية، تأتي آخر مرحلة لعملية اختيار المشروع واتخاذ القرار النهائي ألا وهي مرحلة تقييم المشروع أي تقدير المردودية والتي تمثل أهم عنصر بعد الفرقة المسيرة.

المطلب الثالث: مرحلة تقييم المشروع

تتبنى مؤسسة رأس المال المخاطر عدة طرق لتقييم مردودية المشروع، وأهم هذه الطرق نجد منها:

الفرع الأول: معدل العائد الداخلي

معدل العائد الداخلي (TRI) le taux de rendement interne يمثل أداة قياس مستوى الأداء السنوي للاستثمار، يمكن حسابه كالتالي ¹:

$$TRI = (FN / PV)^{(1/n)} - 1$$

حيث:

n: مدة الاستثمار بالسنوات؛

PV: مبلغ الاستثمار (القيمة الحالية)؛

FN: مبلغ الاستثمار المحقق عند الخروج (القيمة المستقبلية عند الخروج)؛

¹ Mougnot, Op Cit, P 226.

تحدد المردودية الاقتصادية للمشروع استثماري بمعدل العائد الداخلي، مما يستلزم تحديد قيمة دنيا له حيث:¹

- إذا كان TRI أقل من معدل العائد الأدنى، فإن المشروع الاستثماري سوف يخفض المردودية الإجمالية للمؤسسة (المخاطرة)؛

- إذا كان TRI أكبر من معدل العائد الأدنى، فإن المشروع الاستثماري سوف يحسن من المردودية الإجمالية للمؤسسة؛

فلو اعتبرنا على سبيل المثال $TRI = 15\%$ معناه المشروع يجلب في كل مرة 15% كعائد لرأس المال المستثمر.

الفرع الثاني: القيمة المرتبطة بالذمة المالية

تدعى La valeur patrimoniale ، جوهر الفكرة لهذه الطريقة هو تقدير أصول وخصوم المنشأة عن طريق أسلوبين:²

أولاً: الأصول الصافية المحاسبية

صافي الأصول ماعدا الديون وتساوي الأموال الخاصة والاحتياطات. قيمة الأصول الصافية المحاسبية تعطي صورة قريبة لقيمة المنشأة.

$$ANC = A - D$$

A : الأصول

D : الديون

ANC : الأصول الصافية المحاسبية

¹ Guedj, Norbert, finance d'entreprise : les règles du jeu , 2^{ème} édition, France, édition d'organisation, 2000, P P 293-294.

² Battini, Op Cit, p 41.

ثانيا: الأصول الصافية المحاسبية المعدلة

يتم إعادة تقييم الأصول أو خصوم المنشأة ما عدا الديون.

$$ANCC = A \text{ Corrigé} - D$$

الأصول الصافية المحاسبية المعدلة تمثل قيمة رأس المال الضروري للاستثمار الحالي من أجل إعادة إنشاء الذمة المالية للمؤسسة.

ثالثا: القيمة الأساسية

هذه الطريقة تعطي قراءة اقتصادية للذمة المالية للمؤسسة، حيث نأخذ بالاعتبار السلع الضرورية للاستغلال بالإضافة إلى السلع المؤجرة عن طريق قرض الإيجار.

القيمة الأساسية الإجمالية = سلع الاستغلال + السلع المؤجرة + الأصل المحاسبي.

القيمة الأساسية الصافية = القيمة الأساسية الإجمالية - الديون

رابعا: رؤوس الأموال الدائمة الضرورية للاستغلال

هذه التقنية تعطي تقديرا للقيمة الإجمالية للمنشأة، حيث تحسب بالطريقة الآتية:¹

$$= \text{سلع الاستغلال} + \text{احتياجات رأس المال العامل للاستغلال}$$

هذه التقنيات صعبة التطبيق لضرورة توفر المعلومات الدقيقة.

¹ يمثل إجمالي المخزونات (مواد أولية، مشتريات، منتجات نهائية ...) حقوق الاستغلال (حقوق الزبائن، تسبيقات مدفوعة لموردين، دائني استغلال آخرين ما عدا ديون الاستغلال (ديون الموردين ، ديون جبائية واجتماعية، تسبيقات واردة من الزبائن ومدينون آخرون للاستغلال).

الفرع الثالث: تقنية المضاعفات

تعتبر أكثر التقنيات استعمالاً من طرف المخاطرين برأس المال لأنها تركز على مردودية المؤسسة ويمكن المقارنة من خلالها، فهي بذلك تقنية مقارنة، حيث المخاطر برأس المال يقارن معطيات المنشأة مع مؤسسات أخرى تنشط في نفس القطاع ولها نفس الحجم. مضاعف التقييم هو تابع لقطاع النشاط ويقاس على أساس عينة ممثلة من منشآت توأم مدرجة بسوق القيم المالية، حيث مضاعف تقييم كل منشأة يحدد عن طريق نسبة قيمة المنشأة في السوق (القيمة السوقية) على العائدات كالتالي :¹

$$\text{مضاعف التقييم} = \frac{\text{قيمة المنشأة}}{\text{العوائد}}$$

هناك مضاعفات أخرى لتقييم مردودية المنشأة تلخص في الجدول التالي :

¹ L'AFIC 2005, Op Cit, P 19.

جدول رقم (09): مضاعفات التقييم وتطبيقاتها

المضاعف	تطبيقه
EV / CA	هو المضاعف الأكثر استعمالا في القطاعات التقليدية، عائق هذا المضاعف أنه لا يعكس قدرة المنشأة على تحقيق الأرباح، استخدام هذا المضاعف نادر جدا في قطاعات تتميز بمخاطر عالية (التكنولوجيا الحيوية مثلا)، حيث يتطلب الأمر استخدام رقم الأعمال للتمكن من حساب المضاعف، نظرا للمخاطر المرتبطة بعدم التأكد من النتائج الصافية المستقبلية، التقييمات المنجزة بهذا المضاعف ترفق بمعدل خصم مرتفع.
EV / EBITDA	هذا المؤشر هو الأكثر استخداما في الولايات المتحدة الأمريكية، السبب الأول هو أنه يمكن من الارتقاء في حساب نتائج المشاريع المبتكرة، الثاني وهو في حالة قابلية المنشآت فعلا للمقارن مع المنشأة المستهدفة، فإن هاتاه المنشآت تملك نفس المستوى من مخصصات الاهتلاك، لأنه وفي الحالة العكسية يكون هناك فائض أوعجز استثماري.
EV / EBIT	هو المضاعف الأكثر دقة والأكثر استعمالا في أوروبا، النتيجة قبل الفوائد والضرائب هي المؤشر الذي يملك ارتباطا قويا مع تقييم المنشآت وخلق القيمة.
CP / EN	رغم أنه الأكثر استعمالا في الأسواق المالية، إلا أن المؤشر PER أقل ملائمة لمنشآت التكنولوجيا العالية. والذي سوف يظهر بدقة في النقاط الآتية.

Source : L'AFIC 2005, Op Cit, P 20.

حيث :

EV : قيمة المنشأة La Valeur de l'entreprise, Entreprise Value

CA : رقم الأعمال Chiffre d’Affaire

EBITDA : النتيجة قبل الفوائد، الضرائب، الاهتلاكات والمؤونات

Earnings Befor Intersts and Taxes, Depreciation and Amortization

EBIT : النتيجة قبل الفوائد والضرائب

EN : النتيجة الصافية Earning (E), Résultat Nette

CP : الأموال الخاصة Les Capitaux Propres

قيمة المنشأة تشمل قدرتها على تحقيق عوائد، فلحسابها تُجمع قيمة الأموال الخاصة والديون ماعدا الخزينة.

$$EV = P + D - T$$

P : الأموال الخاصة

D : الديون

T : الخزينة

بالنسبة للمنشآت المدرجة بالبورصة تأخذ بعين الاعتبار القيمة السوقية لرأس المال وهي السعر السوقي للسهم مضروب في إجمالي الأسهم.

الفرع الرابع: تقنيات المردودية

تستعمل بهدف المقارنة مع مؤسسات أهمها :

أولا: قيمة العائد

$$Vr = Rés Net \times 100 / kep$$

حيث :

Vr : قيمة العائد la valeur de rendement

Rés Net : النتيجة الصافية (أو متوسط النتائج الصافية خلال 3 أو 5 سنوات)

Kep : معدل العائد المتوقع من طرف المساهمين.

ثانيا: قيمة المردودية

$$Vre = DIV \times 100 / Kep$$

حيث:

Vre : قيمة المردودية **la Valeur de Rentabilité**

DIV : متوسط الربح السنوي

ثالثا: معامل رسملة الأرباح

معامل رسملة الأرباح أو نسبة سعر الربحية **PER** عبارة عن مؤشر كثير الاستعمال

في الأسواق المالية، كذلك يستعمل للمقارنة بين المؤسسات. معامل رسملة الأرباح يمثل السعر
السوقي للسهم بالنسبة لربحية السهم.

$$PER = \text{cours} / BPA$$

Cours: السعر السوقي للسهم

BPA : ربحية كل سهم **Bénéfice par Action**

معامل رسملة الأرباح يعكس الزيادة في عوائد أو مداخيل المنشأة، حيث عندما يتراوح

ما بين 10% و 17% يعتبر سعره جيد - سعر السهم - أما إذا انخفض عن 10% فيشير

إلى انخفاض قيمة السهم أو عجز مستقبلي للمنشأة (انخفاض الأرباح)، أما إذا ارتفع

عن 17% فإنه يشير سواء للمبالغة في تقييم سعر السهم أو تحقيق أرباح مستقبلية، وفي حالة تعدى 25% فإنه حتما يشير إلى فقاعة أو ربح قوي متوقع.¹

الفرع الخامس: تقنيات تقييم العائد الاقتصادي

آلتي القيمة الاقتصادية المضافة EVA والقيمة السوقية المضافة MVA تهتمان بقياس الأداء الاقتصادي للمنشآت، نجاح تقنية القيمة الاقتصادية المضافة مرتبط بقدرتها على قياس أثر قرارات المسيرين على خلق القيمة، يتم حسابها كالتالي:²

$$EVA_t = RE_t - (K_t \times CI_t)$$

$$EVA_t = (re_t - K_t) \times CI_t \quad \text{أو}$$

حيث :

RE_t : نتيجة الاستغلال الصافية قبل المصاريف المالية للفترة t

K_t : التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال للفترة t

CI_t : الأموال المستثمرة (قروض + رأس المال)

$RE_t/CI_t = re_t$ المردودية الاقتصادية لإجمالي الأموال المستثمرة للفترة t

القيمة الاقتصادية المضافة تسمح بقياس قدرة المنشأة على خلق القيمة من عدمها.

القيمة السوقية المضافة يمكن تعريفها على أنها مجموع القيم الاقتصادية المضافة المستقبلية المخصومة.³

¹ PER définition, calcul et synonymes, le site :

www.journaldument.com/business/pratique/déctionnaire-éco-rt-financier.html.

consulter le 16/12/2013 à 11 :48h.

² Stephaney, la relation capital risque/pme, Op Cit, P 125.

³ Ibid, p 126.

القيمة السوقية للمنشأة هي مجموع كل من الأموال المستثمرة والقيمة السوقية المضافة. السوق يعتبر كل منشأة ذات قيمة سوقية موجبة تحقق أرباحا مستقبلية تفوق تكلفة رأسمالها، فهذا المؤشر يهتم بالأداء السابق للمنشأة وباستثماراتها المستقبلية.¹

الفرع السادس: تقنيات قائمة على نظرية الخيارات

هذه التقنية متبناة من أجل التقييم المالي للمؤسسات الصغيرة، حيث الخيارات الحقيقية يمكن تعريفها بأنها فرص مستقبلية تستجيب لتغيرات أوضاع المشروع من أجل التسيير، تمثل حقوقا لمختلف السندات (الأدوات المالية) من أجل اتخاذ قرارات في المستقبل، كذلك الخيارات الحقيقية عبارة عن قيمة المرونة المتاحة للإدارة.²

الخيارات الحقيقية هي خيارات النمو، تبين أن الاستثمار في مشروع ابتدائي A هو شرط مسبق وضروري للاستثمار في مشروع لاحق B، إذ يأخذ المستثمر حصة في المشروع A، يملك الحق في الاستثمار في المشروع B مع الأخذ في الاعتبار تطور المحيط ونجاح المشروع الأول، هذه المقاربة تماثل مقاربة خيارات الشراء. يأخذ نموذج **Scholes and Black** للتقييم:³

$$C = S_0 * N(d_1) - K * N(d_2) * e^{-rT}$$

حيث :

$$d_1 = [(S_0/K) + (r + \sigma^2/2)T] / \sigma * \sqrt{T}$$

$$d_2 = d_1 - \sigma * \sqrt{T}$$

¹ Stephaney, la relation capital risque/pme, Op Cit, p 126.

² Pindyck R, Dixit A, the options Approach to capital investment, a research paper, Harvard Business Review, 1995, P P 105-115.

³ Stephaney, la relation capital risque/pme , Op Cit, P 128.

S_0 : السعر الضمني للأصل sous – jacent ، هو السعر الواجب دفعة من أجل انطلاق

المشروع المرتبط بالخيار، يقدر انطلاقاً من القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستحدثة؛

$N(d)$: القانون الطبيعي؛

K : مبلغ الاستثمار عند استحقاق الخيار اللازم لبدأ المشروع B ؛

r : معدل العائد خالي من المخاطر؛

σ : تغيرات قيمة الخيار (الانحراف المعياري لمعدل العائد)؛

T : الفترة اللازمة لاستحقاق الخيار؛

تستخدم نظرية الخيارات الحقيقية في تحليل حالات عدم التأكد المرتبطة بالموجودات الحقيقية، وكذلك تشير إلى إمكانية استخدام الخيارات في تخفيض مخاطر انخفاض قيمة تلك الموجودات من أجل تعظيم فرصة الحصول على العوائد المستقبلية.¹

تمر عملية اختيار المشاريع الأكثر جدارة بمراحل مختلفة، انطلاقاً من مقابلات يجريها المخاطر برأس المال مع مختلف المشاريع الطالبة للتمويل، والتي تسمح له بأخذ فكرة إجمالية حول هدف كل طالب تمويل، مما يستدعي الأمر تحليل لمعطيات خطة العمل ومقارنتها للمعايير الأساسية، فمدى تطابق المعطيات ينقل المشروع إلى مرحلة أخرى أكثر تعمقا، تدرس وتراجع كل حيثيات المشروع والتي تؤدي بدورها لتكوين فكرة واضحة وشاملة وبالتالي اتخاذ القرار الاستثماري النهائي لصالح فئة محدودة من المشاريع كما ذكرنا سابقا.

¹ سعد علي حمود العنزي وآخرون، نظرية الخيارات الحقيقية وتطبيقاتها في إدارة الموارد البشرية الإستراتيجية، ورقة بحثية، بغداد، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة بغداد، 2009 ، ص 7.

المبحث الثاني: عملية المشاركة لرأس المال المخاطر

اتخاذ القرار الاستثماري بالتمويل بعد التأكد من كفاءة المشروع وإمكانية تحقيق فائض قيمة في فترات لاحقة، تقود مؤسسة رأس المال المخاطر إلى مرحلة شراكة، تتبنى خلالها إمضاء مجموعة من العقود القانونية، حيث تنص هذه الأخيرة على مجموعة من البنود تسمح بتأطير العلاقات بين الطرفين المخاطرين - المنشأة، تدعى عملية إعداد الوثائق القانونية والتعاقدية بعملية إغلاق العرض. فالدخول في مرحلة الشراكة تستوجب تطبيق متابعة أو حوكمة من طرف المخاطرين لضمان التسيير الحسن للمشروع.

المطلب الأول: مرحلة إغلاق العرض

تسمح مرحلة إغلاق العرض **closing** بالدخول في عملية إعداد مختلف الوثائق التعاقدية والعقود القانونية، أهمها اتفاقية المساهمين.

الفرع الأول: اتفاقية المساهمين

اتفاقية المساهمين تعرف بأنها: " الوثيقة الأساسية التي تحدد أساليب وطبيعة العلاقات بين المجموعة المقاولاتية والمجموعة المستثمرة "¹

كمفهوم قانوني لاتفاقية المساهمين هي اتفاقية مبرمة بين أشخاص ذوي نوعية خاصة، ألا وهي مساهمين في نفس المؤسسة، الغرض منه تحديد العلاقات فيما بينهم خارج الأنظمة الداخلية،² لذلك مصطلح اتفاقية محل مصطلح عقد يوحي إلى تحالف بين المساهمين. فحسب

¹ Paoli-Gaginn , Delalande V, "le capital risque : acteur pratique et outils , France, Gualino Editeur, 2000, cité par eric stephany.Op Cit, P 132.

² Leroy, caroline, le pacte d'actionnaires dans l'environnement sociétaire, thèse de doctorat de droit privé, paris, université de paris – est Créteil val de mare, 14 juin 2010, P 19.

التعريف، النظام الداخلي للمنشأة **Le Statut** أو العقد التأسيسي يختلف عن اتفاقية المساهمين

ضمن نقطتين هما :¹

أ. اتفاقية المساهمين غير إجبارية أو ملزمة على المنشأة، ولكن مفروضة على المساهمين

المتعاقدين فيما بينهم؛

ب. النظام الداخلي للمنشأة هو الاتفاق الأول والأعلى بين المساهمين والمؤسسين، وكل اتفاق

خاص لبعض المساهمين لا يتوافق مع القانون الداخلي للمنشأة لا يأخذ بعين الاعتبار؛

لكن نجد فروقات أخرى بين اتفاقية المساهمين والعقد التأسيسي هي:²

❖ الاتفاقية تتميز بالسهولة والمرونة؛

❖ تبرم الاتفاقية ضمن فترة محدودة؛

❖ الاتفاقية تحترم النصوص المفروضة بالعقد التأسيسي؛

فالثنائي اتفاقية المساهمين والعقد التأسيسي هو تشكيلة تعاقدية كل منهما يساهم في عملية

اقتصادية وقانونية معقدة³، حيث الاتفاقية وثيقة مضبوطة تجيب عن كل احتياجات وخصوصيات

عمليات مؤسسة رأس المال المخاطر.

كمفهوم عام لاتفاقية المساهمين يمكن تعريفها كالتالي: " هي عبارة عن وثيقة قانونية إضافية

ذات النصوص المفروضة على جميع المتعاقدين، والتي تأتي مكملة ومرجحة لنصوص الأنظمة

الداخلية للمنشآت".⁴

¹ Poitrinal, Op Cit, 2010, P 348.

² Noel ,Claude, les pactes d'actionnaires, document de recherche, Luxembourg, Filor Avocats Editeur, 19 mai 2011 P P 2-5.

³ Leroy, Op Cit, P P 19-20.

⁴ L'AFIC, le capital de développement : guide pratique, paris, Ayachsalma édition, novembre 2008, P 38.

إذا اتفاقية المساهمين تقنن العلاقة بين المخاطرين والمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، تحتوي على بنود مكملة وتخضع لنصوص القانون الداخلي للمنشأة، أهم البنود هي :

أولاً: بنود رقابية

الهدف من وضع بنود تعاقدية كوسيلة للرقابة على جغرافية رأس المال هو إقفال وغلق رأسمال المنشأة بأسلوب يمنع دخول أي مساهم خارجي غير مرغوب فيه وكذا امتلاك المستثمرون آليات خروج ذات شروط تساعد على تفادي كل أشكال انخفاض المساهمة وضمان إدارة للمنشأة من طرف المسيرين تحت رقابة المخاطرين.

تنقسم بنود الرقابة على رأس المال إلى نوعين: منها تهتم بمراقبة عملية بيع المساهمات وأخرى تتعلق بالاحتياط من خطر انخفاض المساهمات.

أ. بنود مراقبة عملية بيع المساهمات أو التنازل عنها:

البنود المتعلقة بمراقبة عملية بيع المساهمات هي:¹

1. بند عدم التصرف: **la clause d'inaliénabilité** يمنع المسيرين (الإداريين)

من التنازل عن أسهمهم خلال فترة معينة، حيث هو بند قليل الاستعمال لعدم مرونته.

2. بند الموافقة: **la clause d'agrément** لمنع أحد المساهمين من التنازل

عن أسهمه لأشخاص غير معتمدين - لا يوافق عليهم بقية المساهمين -.

3. بنود الأولوية والأفضلية: **les clauses de préemption et**

préférence هذه بنود تعطي الحق بشراء الأسهم من طرف المساهمين داخل المنشأة

¹ Stephaney, la relation capital risque/pme, Op Cit , P 133.

(مساهمون آخرون)، فهذه البنود تمنع من جهة تدخل مساهمين غير مرغوب فيهم وكذا ضمان نوع من الاستقرار لرأس المال.

تختلف البنود عن بعضها من حيث الشروط، خاصة تلك المتعلقة بسعر شراء المستفيد للأسهم، حيث الأولوية تسمح بانتقال ملكية الأسهم بنفس السعر في ظل نفس الشروط السابقة لمساهمي المنشأة، أما الأفضلية فتتظم إمكانية الشراء بشروط مختلفة.

4. بند الخروج المتصل: يحدد بند الخروج المتصل **la clause de sortie**

conjoint إطار التنازل عن أسهم المنشأة، حيث يلتزم المساهم ذو أغلبية الحصص بإعطاء المساهم ذو الأقلية فرصة حيازة أسهمه بنفس الشروط السابقة.

ب. بنود الاحتياط من خطر تمييع المساهمة:

تشمل نوعين من البنود للاحتياط من تمييع المساهمة:

1. بنود مضادة للتمييع: **les clauses anti dilution** الهدف من هذه البنود

ضمان محافظة المخاطر برأس المال على مساهمته، ففي حالة الرفع من رأسمال المنشأة، لابد من توفير وسائل للمشاركة في العملية بنفس الشروط للمستثمر. حيث التمييع هو انخفاض نسبة المساهمة ضمن رأسمال المنشأة ناتجة عن عدم توظيف المساهم لأمواله في عملية الرفع لرأس المال بإصدار أسهم جديدة.¹

2. بند الانسحاب: **la clause de retrait** يسمح للمخاطر ويعطيه الحق

بالانسحاب من رأسمال المنشأة نتيجة بعض الأحداث (رفع رأسمال المنشأة أو اندماجها دون اشتراكه في العملية)، حيث يلتزم مساهمو الأغلبية - امتلاك غالبية الحصص - بشراء أسهم مؤسسة رأس المال المخاطر بسعر يساوي سعر إصدار جديد.

¹ Bouteiller, Karyotis, Op Cit, P 47.

ثانيا: بنود تنظم المتابعة للمساهمات

باعتبار المخاطر برأس المال مساهم ذو أقلية، فيستخدم رافعات قانونية لتنظيم وهيكلية عملية المتابعة لمساهمته، فأهم بنود تنظيم حوكمة أو متابعة المساهمة هي:¹

أ. **بند الإعلام: La clause d'information** يلتزم المَسيّر (الإداري) بإعداد

تقارير دورية (شهرية، ثلاثية،...)، وضعية الموازنات، وضعيات الخزينة، ... الخ، حيث هذه التقارير تحمل كل معطيات ومستجدات نشاط المنشأة.

ب. **بند الاستشارة المسبقة: la clause de consultation préalable** يلزم

هذا البند المَسيّر من استشارة - مؤسسة رأس المال المخاطر - المخاطرين حول اتخاذ بعض القرارات المصيرية أو المهمة في الغالب، كدخول استثمارات جديدة - القروض -، توظيف إطارات... الخ.

ج. **بند الترخيص المسبق: البند الأكثر تقييدا من سابقه،** حيث بالإضافة إلى الاستشارة

لا بد من حصول المَسيّر على ترخيص l'autorisation أو موافقة من المستثمر - المخاطر - حتى يتمكن من الشروع في تنفيذ قرارات هامة.

د. **بند التدخل المحدود: la clause d'ingérence limitée** يمنح المستثمر -

المخاطر - سلطة إدارية حقيقية لاتخاذ القرار ضمن مجالات محددة، فالمَسيّر يتبع توجيهات وقرارات المستثمر.

هـ. **بند ينظم مساهمة المستثمر في المنشأة: la clause visant la**

participation de l'investisseur à la vie de la société : اعتمادا

¹ Stephaney, la relation capital risque/pme ,Op Cit , P 134.

على هذا البند يمارس المستثمر رقابة أكثر فعالية في المنشأة، إما بعضويته في مجلس الإدارة أو مجلس رقابة لشركات مساهمة ذات مجلس رقابي وتنفيذي.

و. بند الخروج الموثق: **la clause de sortie pactée** يضمن بند الخروج

الموثق تمكن مختلف حاملي الأسهم من .إعادة تسجيل حصصهم بعد تحديد آلية خروج مسبقاً.

ي. بند عدم المنافسة: **la clause de non – concurrence** تحد من إمكانية

امتلاك المسير حصّة في مؤسسة أخرى منافسة، ذات نفس النشاط أو حتى ممارسة أي نشاط إداري فيها.

مختلف بنود اتفاقية المساهمين تضيف عليها الصيغة القانونية كإطار رسمي، ينظم العلاقة بين المخاطرين برأس المال والمنشأة الممولة ، عن طريق اعتماد آليات رقابية فعالة وكذا شروط لحماية المساهمة من التميع، ولتنظيم عملية اتخاذ بعض القرارات الإستراتيجية بصفة خاصة.

الفرع الثاني: وثائق قانونية أخرى

إضافة لاتفاقية المساهمين توجد وثائق قانونية بين الطرفين:¹

أولاً: بروتوكول الاستثمار أو اتفاقية الاستثمار: **le protocole d'investissement**

يشمل بروتوكول الاستثمار مختلف القواعد والشروط التي يحترمها المستثمر عند الدخول في رأسمال المنشأة وكذا مختلف واجبات المساهمين التأسيسيين للمنشأة.

¹ Bouteille, Karyotis, Op Cit, P 45.

ثانيا: اتفاقية ضمان الأصول والخصوم : la convention de garantie d'actifs-passifs

يتم إعداد اتفاقية ضمان الأصول والخصوم بناء على مختلف التصريحات حول وضعية المنشأة قبل التمويل، بصفة خاصة تستخدم في رأسمال النمو ورأسمال التحويل . تحدد أساليب التعويض للمخاطر في حالة خسارة أو تدهور قيمة المنشأة غير المنتظر.

تحتوي الاتفاقية على نوعين من البنود، بنود ضمان الخصوم، الهدف منها حماية المستثمر من بعض المخاطر المحتملة وبنود الأصول، فتوفر للمستثمر قيمة الأصل الصافي عند تاريخ التنازل على الأقل يساوي قيمته في آخر ميزانية.¹

الفرع الثالث: أطر قانونية أخرى

الشكل القانوني للمنشأة الممولة، يلعب دورا في تحديد مدى اتساع حجم الرقابة المفروضة عليها من طرف المخاطر، فهذا الأخير يفضل شركات المساهمة، وهذا راجع لعدة مزايا توفرها هاته الشركات. أما الشركات ذات المسؤولية المحدودة، نجد تمويلها جد ضئيل، ويشترط تحويلها إلى شركة مساهمة. من جهة أخرى مؤسسة رأس المال المخاطر ترفض تمويل شركات التوصية بالأسهم لأن شكلها القانوني يضيق النطاق، فلا يعطي الحق بالتدخل في التسيير وهذا لا يتلاءم مع طبيعة التمويل برأس المال المخاطر.² أهم المزايا التي توفرها شركات المساهمة هي:

- ❖ مراقبة فعالة للمساهمة؛
- ❖ التحكم في عملية التنازل عن الحصص؛
- ❖ إمكانية إصدار أوراق مالية خاصة سندات قابلة للتحويل إلى أسهم، قسائم اكتتاب بأسهم...

¹ Stephaney, la relation capital risque/pme, Op Cit, P 135.

² Ibid, Op Cit, P 135.

لتفعيل الرقابة على شركات المساهمة يكفي المشاركة في جمعياتها العامة، العضوية في مجلس الرقابة...الخ، لذلك نميّز نوعين من شركات الأموال¹.

أولاً: النوع التقليدي: شركات الأموال ذات مجلس إدارة

أعضاء مجلس الإدارة يتكون من مجمل المساهمين أو غالبيتهم، يتم انتخابهم من طرف الجمعية العامة العادية المفوضة خلال فترة زمنية محددة في القانون الداخلي للمنشأة. مجلس الإدارة يتخذ قرارات هامة في حياة المنشأة، إستراتيجية، مالية...الخ، يملك المجلس سلطة خاصة تخوله استدعاء الجمعيات العامة، تحضير تقرير سنوي...الخ. هذا الشكل من الشركات يسمح بشراكة فعّالة ونشطة بين المستثمرين والمسيرين، فعضوية المخاطر برأس المال في مجلس الإدارة تمكنه من المشاركة في مختلف الخيارات الإستراتيجية، المساهمة عن طريق خبرته في تطوير المنشأة وإعداد آلية خروج مناسبة.

يلعب المستثمر دورين في مجلس الإدارة كإداري أو كمراقب:²

❖ دوره كإداري : يتماثل المستثمر مع باقي الأعضاء في المسؤولية القانونية ضمن

مجلس الإدارة وكذا السلطة الاستشارية.

❖ دوره كمراقب: دوره محدد ضمن القانون الداخلي للمنشأة واتفاقية المساهمين، لذلك

لابد من إعلامه بكل الأمور والأحداث المهمة في المنشأة حتى يتمكن من القيام بدوره

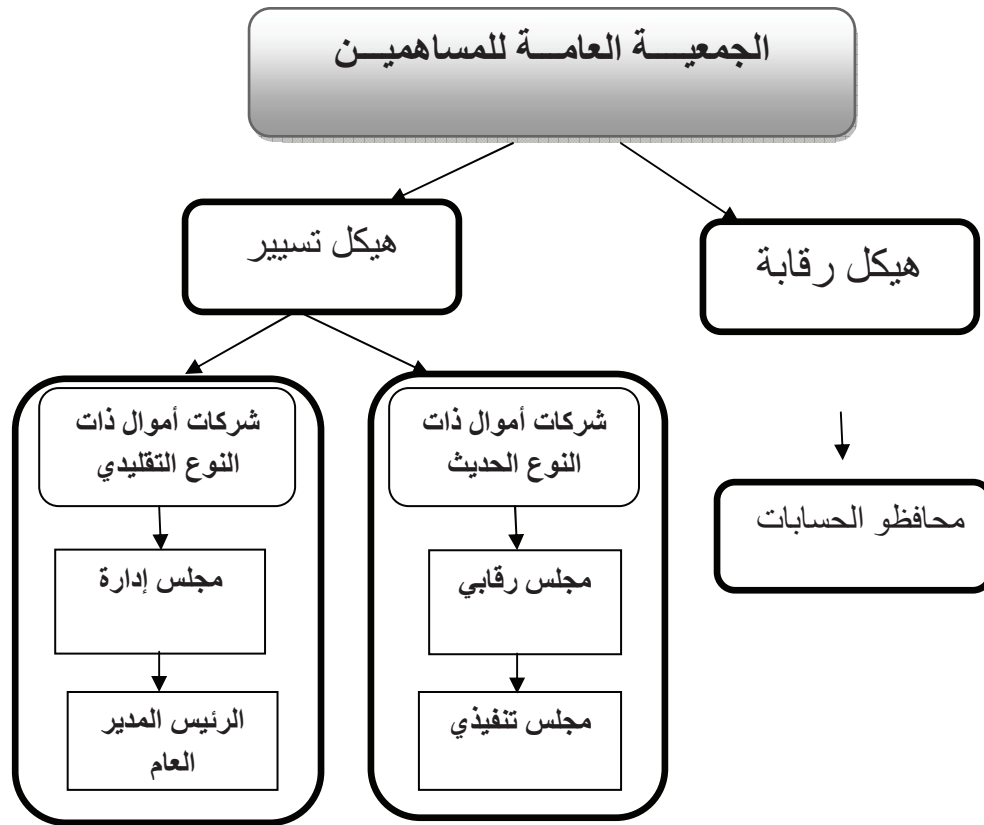
كمراقب.

¹ Stephaney, la relation capital risque/pme, P P 135-136.

² Bouteille, Karyotis Op Cit, P 46.

ثانيا: النوع الحديث: شركات الأموال ذات مجلس تنفيذي ورقابي

أصبح هذا الشكل أكثر استعمالا في المشاريع الناشئة (الصغيرة)، يفصل هذا الشكل بين التسيير الذي يمارس من طرف مجلس تنفيذي **le directoire**، واتخاذ الخيارات الإستراتيجية وتقييم النتائج التي هي وظيفة المجلس الرقابي **le conseil de surveillance**. تنظيم مجلس رقابي يماثل مجلس الإدارة، دوره الرئيسي مراقبة تسيير المنشأة¹. هذا التنظيم يمنح استقلالية إدارية للمديرين، فيما يلي مخطط يوضح تنظيم السلطة في شركات الأموال:



شكل رقم (12): تنظيم السلطة في شركات الأموال

Source : Bourrie, Quenillet, droit et entreprise, t2, France, economica, 1997, cité par Eric Stephaney, Op Cit, P 136.

¹ Ibid, P 46.

تنظم المؤسسة عملياتها عن طريق هيكلين : هيكل رقابة يتكفل به محافظو الحسابات، وهيكل تسيير والذي ينشطر إلى قسمين : هيكل تقليدي قراراته التسييرية نابعة عن مجلس إدارة، وهيكل حديث يتكون من مجلسين، أحدهما تنفيذي والآخر يراقب التسيير.

المطلب الثاني: حوكمة المنشآت

حوكمة المؤسسة عبارة عن أسلوب تسيير مركزي ضمن المفهوم التنظيمي للسلطة في المؤسسات الكبرى، عرّفها **paste** على أنها : مجموعة من القواعد الوظيفية والرقابية المسيّرة تحت إطار تاريخي وجغرافي يطرح حياة المؤسسات.¹

منطق الشراكة لمؤسسة رأس المال المخاطر تتعدى المساهمة المالية، فسيوجب الأمر مقارنة أكثر توسعا، تركز حول التدخل في تنظيم وتوجيه المنشأة الممولة ونظرا للظروف التمويلية (المخاطر المحتملة، حصة الأقلية ...) تملك مؤسسة رأس المال المخاطر نظام متابعة - حوكمة - خاص، هاته الخصوصية مرتبطة أو نابعة عن:

✓ **خصائص ومميزات المؤسسات الممولة:** مؤسسات صغيرة ومتوسطة، وبصفة عامة المؤسسات غير المدرجة بورصة الأوراق المالية.

✓ **تطبيقات نشاطها:** مختلف مراحل التمويل من التقييم المسبق، تبني بنود مختلفة في إطار اتفاقية المساهمين، كذلك رغبة وقدرة المخاطرين في المشاركة.

¹ **paste** O. le gouvernement d'entreprise : questions de méthodes et enjeux théorique, revue d'économie financière, vol 31, 1994, cité par Eeric Stephany, Op Cit, P 150.

الفرع الأول: أنماط المتابعة

هناك نمطين لمتابعة وحوكمة الشراكة هي:¹

أولاً: متابعة خاملة: Hand off

تتميز بمشاركة ضعيفة إلى غائبة، وبالتالي عدم تدخل الشريك في إدارة المنشأة، حيث تقتصر على الاطلاع على تقارير دورية وكذا تقييم المحفظة المالية للشريك.

ثانياً: متابعة نشطة: Hand On

تتضح عن طريق متابعة منتظمة ومستمرة في مجلس إدارة المنشأة وكذا اتخاذ آليات رقابية مختلفة والمساهمة في اتخاذ قرارات إستراتيجية.

لذلك نمط المتابعة للمخاطر برأس المال هو متابعة نشطة، تسمح له بمراقبة مدى تجانس الخيارات الإستراتيجية للمسيرين والأهداف المحددة مسبقاً في مرحلة المراجعة والتدقيق، وكذلك تفعيل آليات مختلفة لإنجاح المشروع قيد التنفيذ.

الفرع الثاني: تقنية متابعة الشراكة

فعالية عملية المتابعة للمخاطر برأس المال تتوقف على منطقتين: أولها آليات الرقابة المفروضة عليها وثانيها درجة تدخل المستثمر في المنشأة.

أولاً: آليات الرقابة

طبيعة الرقابة نابعة من محتوى العقد بين الطرفين، فهي ضرورة لاحتمال تحقق مخاطر مختلفة، حيث توجد عدة ميكانيزمات رقابية مقصودة وتلقائية تتبناها مؤسسة رأس المال المخاطر لإضفاء متابعة منتظمة على المنشأة الممولة:²

¹ Mougenot, Op Cit, P 336.

² Stephany, la relation capital risque/pme, Op Cit, P 156.

✓ الآليات المقصودة: تمثل كل آلية ناتجة عن قواعد وإجراءات رسمية.

✓ الآليات التلقائية: تمثل كل آلية ليست ناتجة عن إجراءات رسمية والتي تعرف بالآليات

غير الرسمية. الجدول التالي يلخص مختلف الآليات:

جدول رقم (10): آليات الرقابة

آليات الرقابة	
- الجمعية العامة للمساهمين ومجلس الإدارة - بنود اتفاقية المساهمين ونظام التعويض	آليات مقصودة
- شبكات موثقة - السمعة - ثقافة المؤسسة	آليات تلقائية

Source : Stephany, la relation capital risque/pme, Op Cit, P 156.

حسب الجدول، نلاحظ أن مؤسسة رأس المال المخاطر تمارس رقابتها بصفة رسمية عن طريق مجلس الإدارة، الجمعية العامة، مختلف البنود الرقابية ضمن اتفاقية المساهمين، من جهة أخرى تستعين بشبكات إعلامية موثقة، تحصل على معلومات إضافية حول المنشأة عن طريق وسطاء ماليين، السوق المالي، المحيط الإعلامي... الخ، كما تعرف على أنها رقابة خارجية.

ثانيا: درجة تدخل المستثمر

درجة تدخل المستثمر في المنشأة - في رأسمالها - ترتبط بسياسة الشراكة المتبناة، فنميز ثلاثة أنواع من التدخل، ضعيف مرتبط بمتابعة خاملة، تدخل مقبول، وتدخل قوي مرتبط بمتابعة

نشطة تتطلب توفر موارد (بشرية، تقنية ...) لتغطية التكاليف، مختلف الدراسات التي أجريت حول تدخل المستثمر وضعت عدة عوامل تحدد درجة تدخله وأهمها:¹

أ. طور نمو المنشأة: العديد من الباحثين يعتبرون أن تمويل المراحل الأولى لحياة المنشأة (رأس المال الذري، الانطلاق) يتطلب تدخلا قويا للمستثمرين - تسييري - أكبر مقارنة بتمويل المراحل اللاحقة.

ب. مستوى المخاطر: اعتقد عدة باحثون أن مستوى المخاطر عامل يفسر درجة تدخل المُخاطر برأس المال، مهما كانت أبعاده (مخاطر المشروع، مخاطر الوكالة....).

ج. خبرة الفريق المسير للمنشأة: يسعى المخاطرون إلى تغيير الفرقة المسيرة التي لا تملك الخبرة خاصة بالنسبة للمشاريع الابتكارية (ليس لديهم علاقة بالإدارة)، أو استبدالها بفرقة أفضل وهذا يسمح بالتدخل المقبول للمستثمر، كما يمكنه التنسيق مع المنشأة من أجل التسيير. حيث تزداد درجة تدخل المستثمر ضمن المنشآت ضعيفة الخبرة.

د. خبرة منظمة رأس المال المخاطر: خبرة المخاطرين تتعلق من جهة بالتطبيق العملي لنشاطهم (اختيار المنشآت، تقييمها ...)، ومن جهة أخرى بدرابرتهم للقطاعات والأنشطة الاقتصادية. أكد **Sapienza** وآخرون أن المخاطرون برأس المال المتخصصون في قطاعات معينة يحققون فائض قيمة أكثر من غيرهم (أقل خبرة أو غياب سياسة تدخل خاصة)، حيث هناك علاقة طردية بين خبرة المُخاطر ودرجة تدخله.

ذ. الاحتياجات المالية للمنشأة وأهمية استثماراتها تزيد من درجة تدخل المُخاطر.

¹ Stephany , la relation capital risque/pme, P P 161-162.

ر. عدد وطبيعة المستثمرين: حيث درجة التدخل ترتبط بقرار المساهمين.

ز. القرب الجغرافي بين مؤسسة رأس المال المخاطر والمسير (صاحب المشروع) يساعد

على إقامة شراكة ناجحة.

يختلف التمويل عن طريق مؤسسة رأس المال المخاطر عن غيره من مصادر التمويل بخصائص نابعة عن تقنيات متابعة وتسيير للمشاريع وكذا خصائص العلاقة التي تربط كل من طرفي التعاقد، فوجدت عدة بحوث مختلفة في هذا السياق، تهدف إلى فهم وتحليل العلاقة الاجتماعية بين الطرفين، ودور هذه العلاقة في إنجاح العملية التمويلية، فأهم علاقتين تجمع المخاطر بالمسير هي:¹

أ. علاقة تبادل ترتكز على التعاون: علاقة تعاونية

تنشأ بين الطرفين علاقة تعاون ناتجة عن عملية الشراكة، وقد تمّ تسليط الضوء عليها بالاستعانة بنموذج "معظلة السجين" *Dilémma du Prisonnier*، يستخدم هذا النموذج لتفسير كيفية تشكيل استراتيجيات التعاون في بيئة تسود فيها مظاهر اللاتعاون، لأن إقامة علاقة تعاون شرط أساسي لنجاح نشاط المخاطر برأس المال.

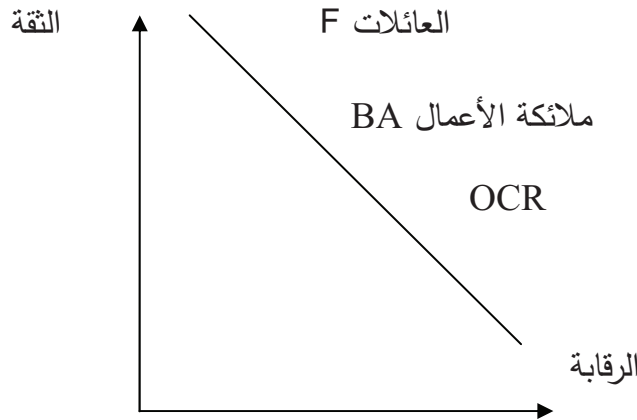
استخدام نموذج معظلة السجين أثرى الدراسة في العلاقة بين الطرفين، في حين نجد نظرية الوكالة تهتم بالمراقبة وإيجاد أدوات للحدّ من مخاطر الدراسات، فنموذج المعظلة يقترح تحليلاً بديلاً وديناميكياً لمختلف استراتيجيات التعاون، حيث نجد نوعين من الاستراتيجيات: إستراتيجية التخلي وإستراتيجية التعاون، وكلاهما تطرحان أربع حالات للعلاقة بين الطرفين، تخلي مسير المنشأة، تخلي المخاطر برأس المال، حالة تعاون الطرفين وحالة تخلي الطرفين.

¹Stephany, la relation capital risque/pme, P P 167-175.

ب. علاقة ثقة

علاقة الثقة بين طرفي التعاقد مكتملة لعلاقة التعاون المبنية، حيث الثقة ترتبط مباشرة ببيئة يسودها التعاون، كما لها دور هام في عملية خلق القيمة - نجاح المشروع - رغم فرض نوع من المخاطر مما يستدعي الأمر اعتماد الأطراف على بعضها.

الثقة باعتبارها آلية حوكمة تساهم في إلقاء الضوء على علاقة المخاطرين والمسيرين للمنشأة، حيث يمكنها تحسين العلاقة بينهما من خلال تقليل تكاليف الرقابة، الناتجة عن انخفاض نوع المخاطر، فالثقة المتبادلة تعيد تحديد نطاق السلطة للمسير بإتاحة مجال أوسع للخلق والإبداع. المنحنى أو الشكل التالي يوضح العلاقة العكسية بين الثقة والرقابة:



الشكل رقم (13): العلاقة بين الثقة والرقابة

Source : Stephany, la relation capital risque/pme Op Cit, P 175.

المنحنى يوضح العلاقة العكسية بين الثقة والرقابة، فكلما كان حجم الرقابة أكبر، كان هناك انخفاض في درجة الثقة بين طرفي التعاقد، حيث علاقة الثقة تكون قوية في المنشأة العائلية مما لا يستدعي وجود رقابة وإن وجدت فتكون ضعيفة، أما التمويل عن طريق ملائكة الأعمال، فتكون هناك ثقة أقل في أصحاب المشاريع عكس مؤسسة رأس المال المخاطر، حيث لا يضعون ثقة كبيرة، فلا بد من تطبيق رقابة محكمة على المنشآت خاصة قليلة الخبرة.

الفرع الثالث: التقرير Reporting

لضمان سير نظام المتابعة لا بد من توفير نوع الاتصال الفعّال بين الطرفين،

والذي يتمثل في التقرير، حيث يتكون من مجموعة من المعطيات ذات الشكل الكتابي هي:

أولاً: لوحة القيادة

المعلومة الضرورية تحدد في كل الحالات وبصفة دورية، فلوحات القيادة **Les tableaux**

de Bord تشمل العناصر المحاسبية، معطيات متعلقة بالأعمال المنفذة، والأحداث والفعاليات

المهمة في حياة المنشأة.

لوحة القيادة لا بد أن تكون واضحة، محددة، كاملة، متناسبة أو مكيفة مع التغيرات المحيطة

والإستراتيجية للمنشأة، لأن هناك عناصر داخلية أو خارجية يمكن أو تولد احتياجات جديدة.¹

يمكن للوحات القيادة أن تكون شهرية، سداسية، سنوية حيث:

أ. **اللوحات الشهرية:** تعد لوحة القيادة الشهرية بشكل مقلص وبصفة سريعة، تنشر بعد 15

يوم من نهاية الشهر، تحتوي على معطيات حول رقم الأعمال الإجمالي وحسب الأنشطة،

وضعية الخزينة، الاستدانة، قيم بعض المعالم المهمة للنشاط.

ب. **اللوحات الثلاثية:** تنشر بعد نهاية كل ثلاثي ب 30 يوم تقريبا وتحتوي على:

1. **حسابات الاستغلال:** هذه الحسابات تحمل مؤشرات وتحليلات للأداء مقارنة بالسنة

السابقة.

2. **جدول التدفقات المالية الحالية** (مقارنتها بمعطيات سابقة) ، توقعات الخزينة.

¹ L'AFIC, Capital de développement : le guide du partenariat, rapport statistique, paris, agache salama Ed, 2012, P 71.

3. تحليلات الهوامش استنادا لنشاط المنشأة: تحليل الهامش بالنسبة للمنتجات، الزبائن أو أنواع الزبائن، بالنسبة لشبكات التوزيع أو جغرافية المبيعات...الخ.

ج. اللوحة السنوية: تشمل المعطيات التالية:

1. الحسابات السنوية: الميزانية، حساب النتائج، وضعية الخزينة، جدول التمويل...الخ، يتم تدقيقها ومقارنتها بالتوقعات الأولية ضمن الموازنة، خطة التمويل، وبالتالي تحليل الاختلالات الموجودة.

2. رؤية موحدة للوحات القيادة للنشاط: الإدارة المالية للمنشأة مسؤولة عن إعداد لوحات القيادة، فتحدد المعلومة المطلوبة من طرف مختلف المسؤولين، وكذلك تحليل وتفسير الأرقام مع ضمان تناسق معلوماتي. لذلك يستلزم الأمر عملا تعاونيا لمختلف إدارات المنشأة وأقسامها، فكل وظيفة تنفيذية لابد لها من الفهم والإحاطة بكل خصوصيات وعموميات المعلومة المطلوبة، هذه العملية تتطلب تبادلات معلوماتية بين مختلف الإداريين من أجل إعداد لوحة قيادة تدون جميع العناصر التنفيذية وكذا تفسير وتحديد الاحتياجات والأهداف المرجوة، فهم الواقع الاقتصادي للمعاملات ومؤشرات المتابعة المعتمدة.¹

ثانيا: معطيات أخرى خاصة بالمتابعة

أ. التنبؤات: يتعلق الأمر بموازنة ثلاثية، سداسية، تنبؤات الخزينة، ميزانيات تقديرية...الخ، وغالبا ما تعد التنبؤات كل أسبوعين في حالة أزمة خزينة.²

ب. وضعيات مالية سداسية ، تكميلية.

¹ L'AFIC, Capital de développement : le guide du partenariat, P P 72-73.

² Battini, Op Cit, P 163.

ج. حالات للمقارنة تسمح بمقارنة التنبؤات بالميزانيات الفعلية،

د. في بعض الحالات يطلب المخاطرون إعداد تدقيق للحسابات.

تبنى نظاما معلوماتيا محاسبيا وماليا، يعرض مختلف المعطيات المطلوبة على شكل لوحات قيادة، تقديرات ومقارنات، يسهل قيادة وتوجيه المشروع الممول وبذلك فعالية نظام المتابعة للمخاطرين برأس المال.

الفرع الرابع: النزاعات

نميز عدة نزاعات تنشأ بين أصحاب المشروع - المسيرين - والمخاطر برأس المال

منها:¹

أولا: نزاع حول تأويل بند في الاتفاقية

عادة صعوبة فهم وتأويل بند معين ضمن الاتفاقيات يؤدي إلى نزاع بين الطرفين، ولإيجاد حل لهذا الصراع يستعان برجال القانون الذي ساهموا في إعداد النصوص والمطلعون على الرغبة الأولية لكلا الطرفين عند التعاقد، وفي حالة زيادة تأزم الوضع يتم التحكيم بينهما أمام المحاكم.

ثانيا: نزاع ذو طبيعة إستراتيجية تتعلق بتطور المنشأة

الاختيار بين استثمارات متعددة والانحراف عن السياق السابق أو الإستراتيجية السابقة، دافع نشوء صراع بين الطرفين، مما يستدعي الأمر العودة إلى المصادر الأولية والعمل على تسوية التباين الموجود بين المساهمين. كما يمكن للمسير توسيع استثماراته بإعادة استثمار الأرباح، مما يؤدي إلى تأخر المردودية وإطالة مدة المساهمة، عند هذا الوضع يتوجب البحث عن مؤسسة مالية أخرى لشراء حصة الأقلية - حصة المخاطر برأس المال - كحل جذري.

¹Battini, Op Cit, P P 167-168.

ثالثاً: نزاع شديد

عندما تصبح الوضعية متدهورة، فإن الميسر يضطر للتصرف واتخاذ التدابير اللازمة، عقد اجتماع تلو الآخر، مجلس تلو مجلس، إلى غاية الوصول إلى حل للأزمة. يحرص المستثمرون في اجتماعات مجلس الإدارة على تسجيل وإثبات ملاحظاتهم واقتراحاتهم في سبيل مساعدة المنشأة، تعديلها وتقويتها، حيث تعتبر فترة حاسمة للإبقاء على المنشأة، وإذا تحققت حالة الإفلاس يكون كل طرف قد أثبت رغبته في إنقاذ المنشأة.

رابعاً: نزاعات أخرى

يمكن نشوء نزاعات أخرى ما بين المستثمرين حول مستقبل المنشأة، وهنا يتم التحكيم ما بين الذين يرغبون بالمتابعة وأولئك الذين يريدون الخروج، ما بين الذين يريدون إعادة التمويل والرافضون، كما قد تبرز صراعات بين الإداري والمساهم.

توجد مشاكل أخرى تواجهها مرحلة الشراكة أهمها: ¹

- عدم احترام خطة العمل؛
- تأخر صدور التقارير - ليست في آجالها - أو ضعف مصداقية المعلومة؛
- وجوب استبدال الميسر؛
- عدم احترام التزام بنكي؛
- ضرورة الزيادة في رأس المال؛
- عدم اتفاق استراتيجي يؤدي إلى خلاف في إدارة الأعمال؛
- الخروج لا يتمتع بالإجماع.

¹ Mougenot, Op Cit, P P 336.

المبحث الثالث: مرحلة إنهاء المساهمة

تملك مؤسسة رأس المال المخاطر آليات مختلفة لإنهاء المساهمة أو عملية الخروج من المشروع الاستثماري، بعد انتهاء مدة التمويل المتفق عليها مسبقاً. حيث يرتبط الخروج بشكل التمويل المعتمد، سواء تمويل للأموال الخاصة أو تمويل لأشباه الأموال الخاصة، والتي تتجسد بالاكنتاب في أدوات مالية مختلفة، لذلك لابد من التعرف على مختلف هذه القيم المالية المتاحة والتي تحقق عملية خروج ناجحة.

المطلب الأول: الأدوات المالية لرأس المال المخاطر

أهم الأدوات المالية المستخدمة من طرف مؤسسة رأس المال المخاطر، موضحة ضمن هذا المطلب، تصنف إلى نوعين، منها تعطي تدخلاً فورياً في رأس المال وأخرى تعطي تدخلاً لاحقاً في رأسمال المنشأة.

الفرع الأول: أدوات مالية ذات تدخل فوري في رأس المال

تكتب مؤسسة رأس المال المخاطر في هذه القيم المالية لأنها تمنح للمُخاطر تدخلاً فورياً وأنني في رأسمال المنشأة بمجرد الاكنتاب فيها، أهمها:

أولاً: الأسهم العادية

الأسهم العادية AO^* أهم أداة مالية يتعامل بها المخاطرون برأس المال، حيث كل سهم يمنح صاحبه مجموعة من الحقوق:

❖ حق التصويت في الجمعية العامة للمنشأة؛

❖ الحق في الأرباح السنوية؛

سندات ملكية في رأسمال المنشأة تمنح صاحبها عدة حقوق : AO^*

❖ حق الحصول على المعلومة؛

❖ الحق في استرجاع مقدار مساهمته (حالة التصفية)؛

❖ حق بيع أسهمه؛

❖ حق أفضلية الاكتتاب في حالة الرفع من رأس المال.

ثانياً: الأسهم الممتازة

الأسهم الممتازة AP عبارة عن سندات ملكية في رأسمال المنشأة، تعطي لصاحبها حقوقاً إضافية مقارنة بالعادية، كالاستفادة من المعلومة أكثر، الأولوية في تحصيل الأرباح...الخ أهمها نجد:

أ. أسهم ذات حق التصويت المضاعف: بمقتضى شرط ضمن القانون الداخلي للمنشأة أو اتفاقية المساهمين، يعتمد على الأسهم ذات حق التصويت المضاعف ADVD حيث تدعم قرار المسيرين وكذا المساهمين المسيرين. فرغم امتلاك أقلية الحصص من طرف المخاطر برأس المال، إلا أن هذه الأسهم تسمح له بالاستحواذ على غالبية التصويت، وبالتالي قدرة على التحكم في قرارات المنشأة.

ب. أسهم ذات الأولوية في تحصيل الأرباح: تتميز هذه الأسهم ADPSDV بحق الأولوية في تحصيل الأرباح مقارنة بمحامي الأسهم العادية والسندات، مع غياب حق التصويت في الجمعية العامة للمنشأة، وبذلك يتحكم المسيرون في إدارة المنشأة، الهدف من إصدار هذه الأسهم هو:

❖ عدم رغبة المؤسسة الممولة التدخل في الشؤون الإدارية للمنشأة؛

❖ فتح رأسمال المنشأة دون تدخل المساهمين الخارجيين في الإدارة؛

❖ إمكانية تحويلها إلى أسهم عادية مباشرة؛

يمكن لمؤسسة رأس المال المخاطر استعمال هاته الأداة من أجل تحقيق للأهداف السابقة، لكن انحيازها لتحقيق فائض قيمة عند الخروج أكثر من تحقيق عائد في شكل أرباح، يضعف إمكانية الاعتماد عليها وخاصة غياب حق التصويت والرقابة على المنشأة، العامل الذي يقلل من قيمة الاستثمار.¹

ثالثا: شهادات الاستثمار

تمثل قيمة مالية اسمية تساوي القيمة الاسمية للأسهم، وتكون قابلة للتداول، تملك حقوقا مالية تتجسد في حق الأولوية في الاكتتاب في حالة الزيادة في رأسمال الشركة، كما تخول الحق في علاوات التصفية التي تمثل نصيبه في الاحتياطي الذي يتكون مع مرور الوقت نتيجة عدم توزيع كافة الأرباح المحققة عند انقضاء الشركة، وهناك شهادة الحق في التصويت والتي تتمثل في الحقوق غير المالية التي تعطي لمالكها الحق في المساهمة في إدارة الشركة والحق في الاطلاع على وثائق الشركة، وحق المساهمة في اجتماعات الجمعيات العامة أكانت عادية أو غير عادية.

الفرع الثاني: أدوات مالية تمنح تدخلا لاحقا في رأس المال

تطمح مؤسسة رأس المال المخاطر إلى تحقيق فائض قيمة مستقبلية على مساهماتها ضمن المنشأة، مقابل تحمل درجة مخاطرة معينة تتمثل في احتمال فشل المشروع. لذلك كوسيلة للتقليل من حجم المخطر، التحكم فيه و احتواءه، تكتتب في أدوات مالية إما قابلة للتحويل أو أدوات مرتبطة بأخرى أي تعطي الحق بالاكتتاب في أوراق أخرى، تدعى السندات الهجينة **Les titres hybrides** تمثل أشباه رأس المال، الهدف منها التحول أو خيار التحويل إلى قيم أخرى حسب الوضعية المستقبلية للمنشأة.

¹ Stephany, la relation capital risque/pme, Op Cit, P P 141-142.

أولاً: سندات قابلة للتحويل إلى أسهم

تدعى كذلك السندات المتغيرة إلى أسهم OCA هي سندات ذات معدلات فائدة ثابتة، قابلة للتحويل إلى أسهم بسعر تحويل محدد في شروط الاكتتاب، حيث معدل الفائدة على هذه السندات أقل من معدل الفائدة السوقي، لأنها تعطي الحق لحاملها بامتلاك أسهم المنشأة، وبمفهوم أدق صاحب السند له حرية الاختيار ما بين الاحتفاظ بالسندات إلى غاية تاريخ الاستحقاق، واسترجاع قيمتها في شكل سيولة والرغبة في تحويلها إلى أسهم إذا كانت قيمة هذه الأخيرة مرضية.¹

يهدف المخاطر برأس المال من الاكتتاب في سندات قابلة للتحويل إلى أسهم، إما للاستفادة من عائد مستمر " معدل الفائدة " أو عدم الرغبة في التدخل الفوري في إدارة المنشأة.

هذا النوع من التمويل اعتمد عليه العديد من مؤسسات رأس المال المخاطر، فقد استطاعت المنشآت المصدرة للسندات القابلة للتحويل من تحقيق نتائج مرضية على المدى القصير وتدنية مستوى خطر الفشل أو التصفية للمشروع من طرف المسيرين، حيث مثلت هذه الأوراق المالية 80 % من السوق الأوروبية للأوراق المالية في 2011.

ثانياً: سندات مسددة في شكل أسهم

هي سندات متغيرة ORA حيث هناك إلزامية تسديد هاته السندات في شكل أسهم عند تاريخ الاستحقاق، فتتحول إجبارياً إلى أموال خاصة، هذه السندات لا يتحكم بها المستثمر وإنما المنشأة، لأن عملية التسديد محددة مسبقاً في عقد الإصدار (فترة التسديد، سعر التحويل...) يتحمل

¹Banque de France , Direction des entreprises, France, fiche N° 327, 31/12/2012, P 7.

المخاطر برأس المال خطرا يتمثل في الاكتتاب بأسهم ذات قيمة حالية منخفضة مقارنة بقيمة السندات، وهذا عند انخفاض قيمة المنشأة.¹

ثالثا: سندات مستقلة

تدعى بالسندات المستقلة أو كبنونات الاكتتاب في أسهم BASA، فتعطي الحق لحاملها بالاكتتاب في أسهم المؤسسة المصدرة بموجب شروط محددة مسبقا ضمن عقد الإصدار للسندات، فبمجرد بيع هذه السندات للمستثمرين تنطلق عملية إصدار أسهم جديدة، فهذه الكبنونات تشبه إلى حد ما خيار الشراء، لأنها ذات فترة زمنية محددة ومجلس إدارة المنشأة مسؤول عن عملية إصدارها (الفترة، السعر...)، كذلك توفر هذه الكبنونات بعض الامتيازات منها، الرفع لرأس المال، تسهيل فوري بمجرد بيع الكبنونات.

رابعا: أسهم ذات كبنونات اكتتاب في أسهم ABSA

أسهم جديدة لمنشأة تحمل كبنون أو عدة كبنونات تعطي صاحبها حق الاكتتاب في أسهم أخرى للمنشأة نفسها بسعر محدد وخلال فترة معينة، الهدف من إصدار هذا النوع من الأوراق المالية:

❖ الرفع من رأس المال؛

❖ قيمة إصدار هذه الأسهم مرتفعة نظرا لارتباطها بكبنونات اكتتاب.

¹ Les obligations remboursables en actions, , le site : www.comprendrelabourse.com/obligations/typologie/obligations – BSHTML, consulter le 10/11/2013 a 14 :30h.

خامسا: سندات ذات كيونات اكتتاب les warrants

عبارة عن سندات دين تقليدية ذات فائدة ثابتة وأقل من الفائدة السوقية، في المقابل يعرض المصدر على المكتتب " كبون " يعطي الحق في الاكتتاب، وليس الأمر بالاكتتاب في سهم أو سند:¹

أ. سندات ذات كيونات اكتتاب في أسهم OBSA : عبارة عن سندات تتكون

من عنصرين أو مكونين، سندات عادية وكبون أو عدة كيونات تسمح بالاكتتاب في أسهم حسب شروط محددة منذ إصدار هذه السندات. تحقق هذه السندات مزايا للمصدر أهمها:

1. يمكن إصدار هذا النوع من السندات بمعدلات فائدة أقل من السندات العادية الأخرى نظرا لوجود كبون متصل؛

2. إمكانية الرفع من رأسمال المنشأة بأسلوب مختلف، الجمعية العامة للمساهمين مسؤولة عن تحديد أساليب تداول الكيونات وكذا عدد الأسهم الممكن الاكتتاب بها. كما تحقق امتيازات للمكتتب أهمها:

❖ إمكانية التحول إلى مساهم مع بقاء السندات؛

❖ يملك المكتتب أو المستثمر خيارين، إما ممارسة حقه عندما يرى معدل الفائدة

على السند أقل بكثير من معدل السوق، أو عدم ممارسة حقه ويعيد بيع السند لمستثمر آخر.

¹ Les obligations remboursables en actions, Op cit, le site :

www.comprendrelabourse/obligations/typologies/obligations_BS.html, consulter le 10/11/2013 à 14 : 50h.

ب. **سندات ذات كيونات اكتتاب بسندات OBSO** : هاته السندات تحمل نفس المبدأ

تقريباً، مع السندات السابقة، إلا أن الكوبون يحمل الحق في الاكتتاب بسند آخر تقليدي

أو عدة سندات جديدة مع شروط محددة مسبقاً.

سادساً: خيارات الشراء

ذكرنا سابقاً إمكانية تحفيز المسيرين والموظفين للمنشأة من أجل إظهار قدراتهم

عن طريق الاكتتاب أو شراء عدد محدد من الأسهم (بسعر و خلال فترة زمنية محددتين مسبقاً)

الهدف منها حث المسيرين على خلق القيمة باعتبارهم مساهمين في المنشأة، فقد أظهرت دراسة

لـ 173 منشأة (Start – Up) أمريكية اعتمدت هذا الأسلوب على أن هاته المنشآت ذات فعالية

أكبر واعتبر أسلوب خيار الشراء رمزاً لمدى امتهان المؤسسات.

الفرع الثالث: أدوات مالية أخرى

هناك أداتين ماليتين يمكن لمؤسسة رأس المال المخاطر التعامل بها لتمويل المؤسسات،

تتمثل في الحسابات الجارية للمساهمين و القروض المشتركة.

أولاً: الحسابات الجارية للمساهمين

تساهم مؤسسة رأس المال المخاطر في رأسمال المنشأة بصفة مباشرة في أغلب الحالات

وكتكملة لعملية التمويل، تمنحها قرضاً أو تسبقاً للخزينة في شكل ضخ للأموال ضمن حساب

المساهمين، حيث تبقى هذه المبالغ جامدة لمدة سنتين على الأقل ومجلس الإدارة وحده المسؤول

عن اتخاذ القرار بفتح هاته الحسابات، الهدف منها هو ضبط درجة المخاطرة بالنسبة للمستثمر

وحل للاحتياجات المالية بالنسبة للمنشأة.¹

¹ Poittrinal, Op Cit, P 235.

ثانيا: القروض المشتركة

تستخدم القروض المشتركة بصفة نادرة، فهي قروض ذات معدلات فائدة ترتبط بأرباح المنشأة، القروض المشتركة **Le prêt participatif** يشبه الأموال الخاصة لأنه يمول الجانب العلوي للمنشأة، وكذا مستوى الخطر تتحمله المنظمة الموفرة للتمويل.¹

المطلب الثاني: آليات التنازل عن المساهمة

بعد فترة مشاركة ما بين المخاطر برأس المال والمؤسسة الطالبة للتمويل خلال مرحلة من حياتها، خاصة مرحلة الإنشاء، الانطلاق والنمو، ذات درجة المخاطرة المرتفعة، تنتهي عملية التمويل بآليات مختلفة لخروج مؤسسة رأس المال المخاطر، والتي تتحدد عند الدخول ضمن اتفاقية المساهمين، كذلك ترتبط آلية الخروج بحالة السوق المالي ومدى سيولته، والمطلب التالي يوضح مختلف الآليات المتاحة لخروج المخاطر برأس المال من المنشأة.

الفرع الأول: البيع بالتراضي **Le gré à gré**

الهدف الأساسي لمؤسسة رأس المال المخاطر تتمثل في تحقيق فائض قيمة مخصصة عند التنازل عن الحصص، أو عند الخروج، نتيجة ارتفاع القيمة السوقية للمنشأة، تشمل هذه التقنية أربع آليات:

أولاً: البيع لمؤسسة صناعية

لطالما اعتبرت عملية البيع لمؤسسة صناعية - أو مجموعة صناعية - من أحسن التقنيات، تتمثل هذه الآلية في بيع حصة الأقلية، حصة المخاطر لمؤسسة صناعية، هذه الأخيرة

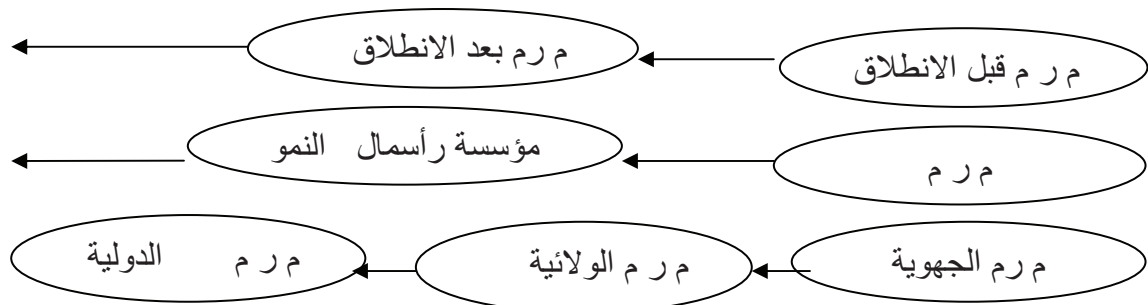
¹ Bouteilles, Op Cit, P 48.

تعتبر دافعة لانطلاقة إستراتيجية للمنشأة لاكتسابها شبكة مبيعات، حصص سوقية أي احتمال انتعاش تقني، تجاري، تسويقي...الخ.¹

أما مؤسسة رأس المال المخاطر، فتستفيد من تقييم أفضل لحصصها، لأن سعر البيع لمؤسسة صناعية تأخذ بعين الاعتبار القيمة الإستراتيجية² ومن جهة أخرى، نجد المؤسسة الصناعية ترغب في امتلاك أغلبية المساهمات وليس أقلية لذلك اصطدمت هذه الفكرة مع تطور مؤسسات رأس المال المخاطر المشتركة (مجموعة صناعية) **Corporate Venture**.

ثانياً: البيع لمستثمر مالي آخر

طالما أن المنشأة حققت مستوى من التطور، بما يتوافق وسياسة تدخل مؤسسة رأس المال المخاطر (م ر م)، تقوم هذه الأخيرة ببيع حصصها لمستثمر مالي آخر، سواء مؤسسة مالية أو مؤسسة رأس المال الاستثماري ذات التخصص الأوسع من المخاطرين برأس المال وهذا ما يوضحه الشكل التالي:



شكل رقم (14): شبكة رأس المال الاستثماري و منطق الخروج

Source : Eric Stephany, Op Cit, P 180.

تستفيد مؤسسة **OCR** من بيع تام لحصصها ومن ضمان لسيولة مالية، تسمح لهم بإعادة استثمارها في مشاريع جديدة.

¹ Lachmam , Op Cit, P 85.

² Stephany, la relation capital risque/pme, Op Cit, P 180.

تعتبر هاته الآلية أقل أهمية من سابقتها، لأن المستثمر المالي لا يحقق قيمة إستراتيجية وإنما تحويل للمخطر، فاللجوء إليها يترجم كعدم قدرة مؤسسة OCR من البيع لمستثمر صناعي.¹

تعتمد عملية البيع لمستثمر مالي على شبكة معلوماتية لرأس المال المخاطر، من خلال هياكل وسيطية، كالأسواق الثانوية لرأس المال المخاطر وسوق الجملة للسندات MGT الذي يمثل سوق gré à gré يلتقي فيه كل من المخاطرين الراغبين في بيع مساهماتهم وأولئك الطالبين لها.²

ثالثاً: شراء المساهمات من طرف المنشأة

هناك حالتين لشراء المساهمات من طرف المنشأة:

أ. البيع للمؤسسين والمساهمين والكوادر: عند عجز الاعتماد على إحدى الآليتين السابقتين، يمكن للمؤسسين إعادة شراء حصة مؤسسة OCR، إما بهدف امتلاك غالبية الأسهم، أو بهدف دعم موقفهم الإداري والرقابي، التحكم المطلق في جهاز الإدارة، كما يمكن بيع جزء من حصة المخاطرين لكوادر المنشأة بسعر منخفض مع خيار شراء بهدف تحفيزهم على تقييم أفضل للمنشأة مستقبلاً وبالتالي بيع باقي الحصص في وقت لاحق بسعر أكبر وتحقيق فائض قيمة.³

ب. إعادة الشراء بتخفيض رأس المال: تشتري المنشأة أسهم المخاطرين، حيث يتكفل جزء من مساهمي المنشأة أو احدهم بشراء جزء من حصة المخاطر وإلغاء باقي الأسهم وهذا ما يؤدي إلى تخفيض رأسمال المنشأة.⁴

¹ Poitrinal, Op Cit, P 534.

² Stephany, la relation capital risque/pme , Op Cit, P 181.

³ Lachmam , Op cit, P 85.

⁴ Ibid, P 84.

الفرع الثاني: الإدراج بالبورصة

إدراج المؤسسات الناشئة بالبورصة يعتبر الوسيلة الأفضل بالنسبة لمؤسسة OCR لتسهيل مساهمتها وتحقيق أفضل أكبر فائض قيمة.¹ فعملية الإدراج تستدعي عدة تغيرات لهيكل المنشأة (إعادة تنظيم داخلي...) وكذا استدعاء لمجالس خارجية (البنوك، محافظي الحسابات، هيئات قانونية وجبائية...) حيث توفر هذه الآلية مجموعة من الامتيازات وأيضا تعترضها مجموعة من المعوقات أهمها ما يلي:

أ. الامتيازات: أهم الامتيازات التي توفرها آلية الإدراج بالبورصة هي:³

1. أسلوب يضمن سيولة للحصص ويحقق فائض قيمة مخصصة (مستحدثة)، مما يسمح

لمؤسسة رأس المال المخاطر من تعويض مساهميها المؤسسين وأيضا تجديد محفظتها

المالية (إعادة الاستثمار)؛

2. الإدراج بالبورصة وسيلة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة من أجل اكتساب أدوات تمويلية

حديثة، وبالتالي تنويع هيكلها التساهمي بدخول مساهمين جدد؛

3. يوفر الإدراج بالبورصة الحل لصعوبات بيع المساهمات، مما يتيح الاستمرارية لهاته

المؤسسات الصغيرة والمتوسطة؛

4. التسعير في السوق المالي يسمح بتقييم مستمر للأسهم والسندات، ومنه تقييما لمساهمات

المستثمر؛

5. السوق المالي هو هيكل يسمح بالتعرف على إمكانيات تطوير وتنمية المنشأة؛

¹ Poitrinal, Op Cit, P 550.

² Stephany, la relation capital risque/pme , Op Cit, P 182.

³ Battini, Op Cit, P 196.

6. يساهم الإعلام في السوق المالي من دعم علاقات المنشأة بشركاء رئيسيين في البورصة ومنه توسيع دائرة تعاملاتها؛

7. سمعة المخاطر برأس المال تلعب دور ضمان لإستراتيجية المؤسسة، ووضعيتها المالية عند التسعير المستقبلي في البورصة أو السوق الثانوية.

ب. المعوقات: باعتبار أن المؤسسات المدرجة تخضع لمجموعة من القوانين والشروط بذلك

فإن عملية الإدراج تحتوي على مجموعة من المعوقات:¹

1. عملية الإدراج تستلزم توفر مجموعة من المعطيات المنتظمة ذات الجودة، حيث المنشأة

الممولة عن طريق مؤسسة رأس المال المخاطر تستجيب للتداعيات المعلوماتية للأسواق المالية، من خلال إعداد تقرير منتظم والذي يمثل أساس مرحلة المشارك مع المخاطرين.

2. تسيير السندات: تقييم السند يتأثر بالوضعية المالية، وتوقعات المستثمرين حول إستراتيجية المؤسسة ومدى تطوير النتائج والرفع منها، وبصفة عامة قيمة السند تتأثر

بقرارات المساهمين سواء ضمن الاجتماعات العامة أو مختلف المجالس للإدارة.

3. عملية معقدة تركز على توقيت استراتيجي مبرمج على أساس حالة السوق، ونتائجها المخصصة (المحققة)، ميزة التعقيد ترتبط بتدخل أطراف أخرى (محافظو الحسابات، البنوك، السلطات المتحكمة في السوق المالي...).

4. تكلفة العملية: تستدعي عملية الإدراج مجموعة من التكاليف تتمثل في مصاريف الاتصال، مصاريف المكاتب القانونية والمحاسبة، عمولات البنوك الوسيطة، مصاريف إدارية، فمثلا نجد مصاريف الاتصال المرتبطة بالتسعير في السوق الجديدة (الفرنسية) تعادل 23 % من إجمالي تكاليف الإدراج.

¹ Stephany, la relation capital risque/pme Op Cit, P 183.

الإدراج بالبورصة عبارة عن طريقة للخروج مميزة بالنسبة للمؤسسة ذات الجودة. وفي سبيل دعم وتنمية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة تم إنشاء مجموعة من الأسواق المالية في العالم مخصصة لإدراجها والحصول على تمويل جديد أهمها:

أ. سوق ناسداك **National Association of Securities Dealers Automated**

Quotations System: هاته السوق بمثابة المنفذ الطبيعي لصناديق رأس المال

المخاطر وهي ثاني أكبر سوق للأسهم في العالم بعد بورصة نيويورك، تقع هذه

السوق في الو م أ، وتتألف من السوق الوطنية ناسداك **NASDAQ National**

Market وسوق الشركات الصغيرة أي سوق ناسداك للرسملة الصغيرة **Nasdaq**

Small Cap Market، يتداول فيها حوالي 6 مليار سهم يوميا.¹ مركز مالي مثل

باقي المراكز المالية الأخرى يعني مكانا للمبادلات (الشراء والبيع) بالأوراق المالية،

خصوصية هاته السوق أن المبادلات (التبادلات) المستمرة تتم ضمن عدة مواقع متجمعة

في غرفة واحدة.

أنشئ سوق ناسداك في فيفري 1971 لاستقبال المؤسسات المصغرة من أجل إدراجها

في السوق المالي لنيويورك **NASDAQ NYSE** والذي يستحوذ حالياً على مكانة

مالية واسعة النطاق عالمياً. في الواقع سوق **NASDAQ** يضم أغلبية شركات تكنولوجيا

المعلومات الناشئة والتي استقبلها ما بين 1980 و 1990، يضم حوالي 3200 قيمة مالية

وحجمها في 2013/11/10 حوالي 1.9 مليار \$. المؤسسات المدرجة بسوق **NASDAQ**

هي مؤسسات ذات صلة بعالم الانترنت أو المعلوماتية، شركات كبيرة، المصرفية منها

¹ Le NASDAQ, le site : <http://www.bourseflex.com/lexique/nasdaq>, consulter le 25/11/2013 a 10 : 46h.

والتكنولوجيا الحيوية، النقل... الخ، أهم هذه الشركات مايكروسوفت، Dell, Oracle, Cisco, Apple, Microsoft... الخ.

بدأت بورصة ناسداك قبل أربعين عاما في الجمعية الوطنية لتجار الأوراق المالية **National Association of Securities**، أرادت الجمعية الوطنية خلق وسيلة للمستثمرين لشراء وبيع الأسهم على شكل نظام حاسوبي، شفاف وسريع، وهذا من شأنه القضاء على الأعباء وعدم الكفاءة للمعاملات السائدة في السابق ولمدة قرن تقريبا. شروط الإدراج ببورصة **nasdaq**:¹

❖ الربح يفوق 750.000 \$ سنويا؛

❖ تاريخ الإنشاء يفوق سنة؛

❖ حجم الأسهم المطروحة 1 مليون سهم؛

❖ حجم التداول يفوق 5 مليون \$؛

❖ عدد المساهمين يفوق 300 مساهم؛

❖ القيمة السوقية تفوق 50 مليون \$؛

تتكون سوق ناسداك من سوقين استنادا على حجم الشركات المدرجة:²

1. **NNM**: تم إنشاؤها في 1982 تعتبر السوق الأكثر أهمية نظرا لعدد الأوراق المالية

المدرجة بها حوالي 5000 سندا. عملية الإدراج بها مرتبطة بمجموعة من الشروط لا بد

للمؤسسات أن تستوفيها، من بينها الأرباح المحققة (المبلغ) أو حجم الأصول الحقيقية

(مثلا الربح أكبر من 1 مليون \$ إذا كانت الأصول أو الموجودات الحقيقية تفوق 15

مليون \$).

¹ Stephany, la relation capital risque/pme , Op Cit, P 194.

² Le NASDAQ, le site : <http://www.comprendrelabourse.com/cquoi/Nasdaq.htm>.,
consulter le 25/11/2013 a 11 : 15 PM.

2. **NSCM**: أنشئ في 1993 للمؤسسات صغيرة الحجم، ما يقارب 2000 مؤسسة مدرجة

بها، شروط الإدراج بهاته السوق أقل صرامة من السوق الوطنية (مثلا الربح أكبر

من 750.000 \$ وتاريخ إنشاء المؤسسة يفوق السنة).

الأطراف المتدخلة في سوق ناسداك يتداولون الأوراق المالية بالاستعانة بنظام حاسوبي متطور

وهناك نوعين من المتخلون:¹

1. **صانع السوق the Market Makers**: تجار مستقلون يتصرفون بالنيابة

عن المستثمرين، يقدمون الأوامر، و يمثلون عنصرا رئيسيا لحسن العمل بالسوق.

2. **شبكات الاتصال الالكترونية Les ECNs**: هي الأنظمة الجديدة **électronique**

communication networks الخاصة للتجارة أو المبادلات المتبناة في 1997

في ناسداك.

في 2006 انفصلت ناسداك عن NASD وبدأت العمل كسوق وطنية لتجارة الأوراق المالية

والعالمية، بعدما ضمت إليها مجموعة أو إم إكس **OMX** لتصبح رسميا مجموعة ناسداك أو إم

إكس.²

ب. **السوق الجديدة: le nouveau marché** : أنشئت السوق الجديدة بفرنسا في 1996،

صممت للمؤسسات التي تتمتع بإمكانات نمو عالية، تسعى لتمويل خطتها وتنمية

المؤسسات المبدعة، مؤسسات ذات تكنولوجيا عالية ذات مستوى إبداعي مستمر،

مؤسسات ذات احتمال نمو مرتفع، مؤسسات نامية ترغب في تحقيق مستوى أكبر

من التطور، شروط الإدراج بالسوق الجديدة:

¹ Le NASDAQ, le site : <http://www.comprendrelabourse.com/cquoi/Nasdaq.htm>, Op Cit.

² Le NASDAQOMX, le site : <http://www.nasdaqomx.com/aboutus/whatisnasdaq>, consulter le 25/11/2013 a 11 : 30 AM.

❖ رأس المال لا يقل من 1.5 مليون \$؛

❖ عرض 4.5 مليون \$ أسهم 50 % منها عن طريق الرفع من رأس المال.

السوق الجديدة كانت جزءا من شبكة أورو أن أم euro-NM والتي تضم نظائرها

الأوروبية الكبرى " NMAX Hollandaise, Neuer Market Allemand, Euro.NM

Belgium..", استندت هاته الشبكة على قواعد قبول وتداول متعارف عليها والتي تسمح

للمؤسسات الأوروبية بأن تدرج في السوق الذي ترغب فيه، بغض النظر عن جنسيتها الأصلية.¹

الهدف من هاته السوق هو تسهيل عملية التمويل للمؤسسات الصغيرة، من خلال رأس

المال المخاطر، حتى يتمكن المستثمرون من بيع أسهمهم في السوق الجديدة بعد سنوات، يسمح

بإدراج المؤسسات الصغيرة فقط والمسيرة من طرف مقاولون أو أصحاب مشاريع يملكون أغلبية

رأس مال المؤسسة، بالإضافة إلى إمكانية نمو عالية ذات رأسمال 8 مليون € وحجم الأسهم

(المتداولة) المطروحة 100000 سهم، منذ سنة 2000 هاته السوق عرفت سقوطا شديداً يظهر

من خلال انخفاض عدد المؤسسات المدرجة بها، واختفت السوق الجديدة سنة 2005 حيث أنشئ

محله سوق Alternext.²

ج. سوق Alternext: كجزء من عملية إزالة السوق الجديدة وإصلاح التسعير في السوق

الحرّة، Euronext أطلقت في 17 ماي 2005 Alternext للسماح للمؤسسات

الصغيرة والمتوسطة التي لا تملك الموارد المالية اللازمة من أجل إدراجها بسوق منظمة

(تطبق قواعد أكثر ليونة)، فيسمح بإدراج المؤسسات التي تتراوح قيمتها السوقية

ما بين 25 و 7 مليون €.

¹ Le Nouveau Marché, le site : www.lesechos.fr/finance-marches/vernimmen/definition-nouveaumarche.html, consulter le 25/11/2013 à 11 : 48 AM.

² Le Nouveau Marché, le site : www.wikipedia.org/wiki/nouveau-marché, consulter le 25/11/2013 à 12 :00 PM.

لتعزيز عملية الاكتتاب ضمنها تم تبسيط معايير القبول والقيود المفروضة على هاته المؤسسات، حيث نجد 60 % من المستثمرين في سوق Alternext قاعدين أو تأسيسيين و 40 % منهم خواص، وتبعا تطور هاته السوق تم إنشاء مؤشر ¹ Alternext . أهم شروط الإدراج بها:

❖ المؤسسات (على الأكثر) ذات سنتين من النشاط؛

❖ تتم عملية التسعير بعد طرح عام من 2.5 مليون € أو طرح خاص من 5 مليون €²؛

د. سوق **Euronext**: هو مجموعة من المؤسسات الأوروبية للأسواق المالية (مؤسسات تجارية تعمل في مجال إدارة سوق مالية أو عدة أسواق مالية) ناشئة من انتشار بورصات أوروبية هي بورصة فرنسا (**Euronext paris**) التي أنشأت في 1988 تحت اسم مؤسسات البورصات الفرنسية (SBF)، وبورصة أمستردام (**Euronext Amsterdam**) التي أنشئت 1996/12/31 و بورصة بروكسل (**Euronext Bruxelles**) في جويلية 1999 تحت تسمية المؤسسة الاجتماعية للأوراق المالية ببروكسيل **Social Société de la bourse des valeurs mobilières de**

Bruxelles وتحت التسمية التجارية **Bruxelles Exchanges** .

شكلت هاته البورصات سوق **Euronext** منذ 2000/09/22 مما سمح بإعادة تحديد مقصورات التسعير. تلتها 5 بورصات أوروبية تحالف البورصات الأوروبية من أجل خلق قاعدة تداولات أوروبية مع غياب نظام متكامل للمقاصة والتسوية.

بورصة البرتغال انضمت في 2001 وبورصة ليشبونة في 2002، وتلتها كل من سوق **Liffe**

لندن العالمية للمبادلات المستقبلية الدولية **London International Financial futures**

¹ Alternext, le site : www.bourse.be/centre-d-apprentissage/nyse-alternext, consulter le 25/11/2013 à 12:12h.

² Alternext, le site : lesechos.fr/finance-marches/vernimmen/définition-Alternext-htm , consulter le 25/11/2013 à 12:20h.

exchange، لتتشكل في 2007 Nyse-Euronext بانضمام بورصة Nyse بورصة نيويورك

لتبادل الأوراق المالية.¹ تشمل هاته المؤسسة ثلاث مقاصات للتسعير:²

1. المقاصة أ (A): تشمل الأوراق المالية ذات القيمة السوقية تفوق 1 مليار € (Blue

ships)

2. المقاصة ب (B): الأوراق المالية ذات القيمة السوقية التي تتراوح ما بين 150 مليون €

و 1 مليار \$ (القيم المتوسطة)؛

3. المقاصة ج (C): الأوراق المالية ذات القيمة السوقية تقل عن 150 مليون €

(Small Caps).

دور Nyse Euronext يكمن في تنظيم وضمان الدخول للسوق المالي وإدارة المعاملات،

فهو كصانع السوق، حيث يتم مراقبتها من قبل المنظمين المعنيين لكل بورصة، أهم مهامه هي:

❖ تسعير الشركات المدرجة في أسواقها؛

❖ تداول المنتجات النقدية؛

❖ تداول المشتقات المالية؛

❖ تداول السندات؛

❖ نشر المعلومات أو معطيات السوق.

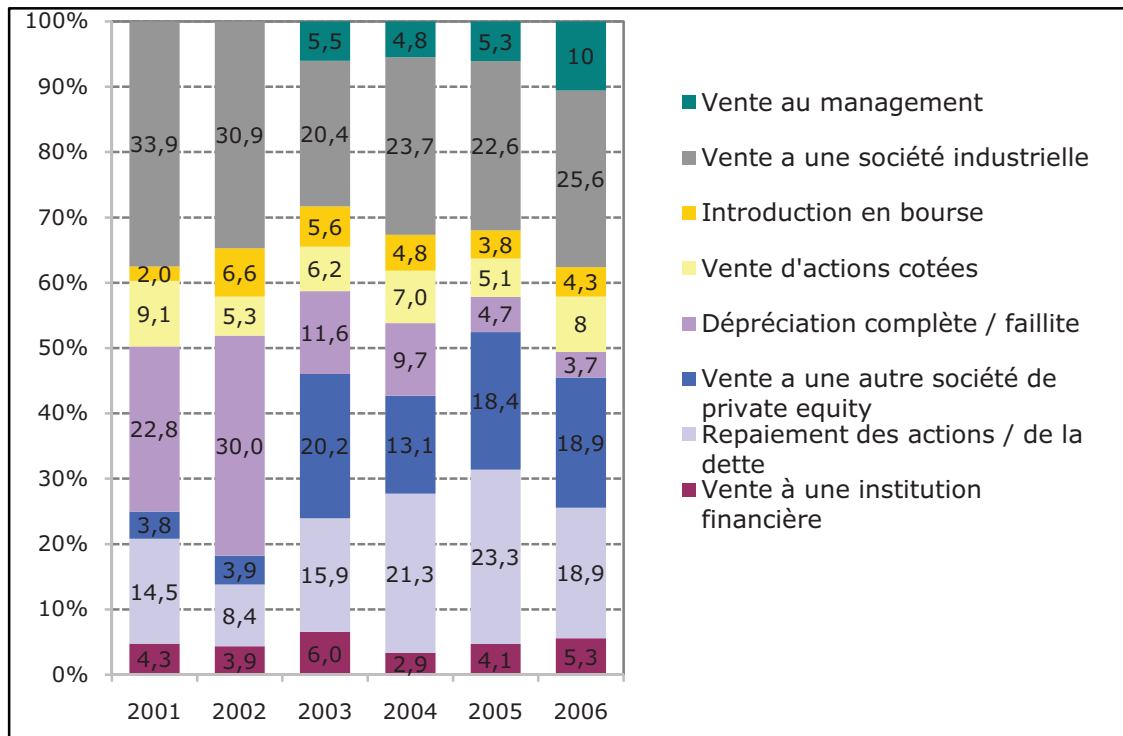
هاته السوق تضمن التسعير لنحو 15000 مليار € قيمة سوقية، رأسمالها في 2010 يعادل

2220 مليار €. في 2012، 1335 مؤسسة أوروبية مدرجة ضمنها، القيمة السوقية تفوق 230

¹ Euronext, le site : fr.wikipedia.org/wiki/Euronext, consulter le 25/11/2013 a 12 :30h.

² Euronext, le site : <http://europeanequities.nyx.com/fe/listing/fag/compartments>, consulter le 25/11/2013 a 12 :45h.

مليون € في 2013/01.¹ فعلى سبيل المثال نجد الدول الأوروبية تستعين بأساليب الخروج السابقة الذكر بنسب مختلفة وهذا حسب ما يبينه الشكل في الأسفل، حيث خلال مختلف السنوات نلاحظ أنَّ الخروج الصناعي له أكبر حصة وهذا دليل على أنه الأسلوب الأفضل لتحقيق أكبر فائض قيمة، أيضا إعادة بيع الأسهم للمساهمين المؤسسين للمشروع، تمثل أسلوب معتمد بدرجة كبيرة لأنه من حق المساهمين امتلاك إجمالي أسهمهم، من جهة أخرى نلاحظ أن نسب الإدراج بالبورصة ضئيلة ولكن هذا لا يعني قلة الاعتداد على هذا الأسلوب وإنما مرتبط باستثمارات مؤسسات رأس المال المخاطر والتي تعتبر منخفضة مقارنة باستثمارات مؤسسات رأسمال التحويل بأوروبا.



الشكل رقم(15): أنواع أساليب الخروج في أوروبا خلال الفترة (2006-2001).

Source : Bernard, David, Private equity: nouvelles tendances, nouvelles structures, paris, Thomson Financial & EVCA, 19 juin 2007, P 6.

¹ Nyse Euronext, le site : www.cis-catering.com/fr/press/actualités/CIS, consulter le 25/11/2013 a 12 :45 PM.

التمويل بمراحل أسلوب خاص بمؤسسات رأس المال المخاطر التي تتدخل في رأسمال المنشآت بتوظيف أموالها في منشآت متغيرة الأحجام خاصة منها الناشئة. تختار مؤسسة رأس المال المخاطر من بين أدوات مالية متعددة الأفضل والأكثر توافقاً مع معطيات المشروع الممول وإمكانياتهم مما يسمح بالتحكم وضبط مستوى المخاطر المتوقعة في سبيل تحقيق فائض قيمة على مساهمتها بإتباع إحدى آليات أو تقنيات الخروج.

خلاصة الفصل الثاني

نشاط رأس المال المخاطر يتمحور حول ثلاثة نقاط أساسية، أولاً اختيار أفضل المشاريع لتمويلها ومن ثم الالتزام بالمشاركة في رأسمالها وأخيراً تنتهي بعملية خروج مدروسة مسبقاً، الغاية منها تحقيق فائض قيمة مضمونة. تستدعي عملية اختيار المشاريع ذات جودة وإمكانية نمو مستقبلية، حيث لا بد من إلمام صاحب المشروع بكل حيثيات المشروع وتحديد أهداف واقعية يمكن تحقيقها، تسمح له بالإجابة على مختلف استفسارات المخاطرين بالاستعانة بالتقديم التسييري وخطة العمل التي تحتوي على مجموعة من المعطيات تحدد إمكانيات المنشأة المادية والبشرية بصفة خاصة، أهدافها أو سياستها الاستثمارية والإستراتيجية المستقبلية، والتي تكملها بنموذج العمل لتبرز من خلالها المستوى الإبداعي للمنشأة.

بناءً على هذه البيانات يقوم المخاطر برأس المال بدراسات معمقة ودقيقة ومقارنة مختلف المعطيات بمعايير اتخاذ القرار الاستثماري، حيث هذه الدراسات تسمح بالتحقق من مردودية المشروع المستقبلية انطلاقاً من عملية تقييم للمردودية بمختلف طرقها.

اتخاذ القرار الاستثماري بالمساهمة في رأسمال المنشأة يقود إلى غلق العرض بإعداد مجموعة من الوثائق القانونية والتعاقدية، أهمها اتفاقية المساهمين التي تحتوي على مجموعة من البنود منها ذات الغرض الرقابي سواء على مكونات رأس المال أو حماية الحصص من التميع أو الانخفاض نتيجة الرفع من رأس المال أو الاندماج. بالإضافة لبنود تلزم وجود إعلام مستمر في شكل تقرير دوري ومستمر، أهم أشكاله لوحات القيادة، ومنها أيضاً بنود تحدد دور المخاطر كعضو مراقب في مجلس الإدارة أو مجلس تنفيذي ورقابي، حيث هذا الدور يتجسد بناءً على درجة تدخله في المنشأة، سواء كان قوي وبالتالي متابعة نشطة للمخاطر، إما تدخل ضعيف يفسر بمتابعة خاملة.

تنتهي مرحلة الشراكة بخروج المخاطر برأس المال من المنشأة عن طريق إحدى آليات الخروج التي يجدها المخاطر الأفضل لتحقيق أكبر فائض قيمة مخصصة، كما تساهم في تحقيق ذلك الأداة المالية المتبناة، منها تلك التي تسمح بتدخل فوري في رأسمال المنشأة كأسهم العادية والممتازة..الخ ومنها تسمح بتدخل آجل في رأس المال كالسندات القابلة للتغيير..الخ. حيث المخاطر برأس المال يفضل الأداة التي توفر له التدخل في مجلس الإدارة وبالتالي في اتخاذ قرارات إستراتيجية مهمة للمنشأة وكذا ممارسة رقابة. أما آليات الخروج فيفضل المخاطر الإدراج بالبورصة لتحقيقها أكبر قيمة للحصص خاصة التكنولوجية منها، حيث نجد عدة دول قامت بإنشاء بورصات خاصة بعمليات رأس المال المخاطر والمؤسسات الصغيرة والمتوسطة منها ناسداك..الخ، وقد حققت نجاحاً باهراً.

الفصل الثالث

الفصل الثالث: رأس المال المخاطر في الجزائر

ظهر نشاط مؤسسة رأس المال المخاطر كإحدى تدابير إنشاء شراكة أوروبية جزائرية، بمبادرة من الاتحاد الأوروبي في التسعينيات، أين أنشئت الشركة المالية الجزائرية الأوروبية للمساهمة " فينالب" في 1991، حيث تعتبر أول مؤسسة متعاملة ضمن نشاط رأس المال المخاطر في الجزائر كشركة مساهمة. ولذلك ارتأينا دراسة حالتين تطبيقيتين في كل من مؤسسة فينالب ومؤسسة الجزائر استثمار كهيئة حديثة لرأس المال المخاطر.

يحتوي الفصل التطبيقي لحالة رأس المال المخاطر في الجزائر على الهيكل القانوني لهذا النشاط، الذي يضم كل من المعالجة القانونية والجبائية، وكذا مختلف مؤسسات رأس المال المخاطر المتواجدة والممارسة للنشاط في الجزائر. وكمرحلة ثانية لارثاء البحث قمنا بدراسة تطبيقية لحالة مساهمة واقعية لمشروع ممول عن طريق رأس المال المخاطر، خاص بمؤسسة فينالب، وكذا دراسة طلب تمويل لدى مؤسسة الجزائر استثمار يمكن المساهمة فيه مستقبلاً.

المبحث الأول: الهيكل القانوني لرأس المال المخاطر في الجزائر

يتبنى التشريع الجزائري مصطلح رأس المال الاستثماري كمرادف للمصطلح الانجليزي **Private Equity**، حيث تقنية رأس المال المخاطر تمثل جزءاً منه والمخصصة لتمويل المشاريع الناشئة والمبدعة. فمؤسسات رأس المال الاستثماري عبارة عن مؤسسات مالية، نشاطها يتمحور حول المساهمة في رأس المال الاجتماعي لمؤسسات في طور النشأة والنمو والتحويل أو الخوصصة، وكذا كل العمليات التي تشمل مساهمات في الأموال الخاصة وأشباه الأموال الخاصة. وبالتالي يرتئي لنا ضرورة تحديد مختلف التدابير التي اتخذتها السلطات الجزائرية لدعم هذا النشاط، وذلك من خلال المطلبين التاليين.

المطلب الأول: المعالجة القانونية والجبائية لرأس المال المخاطر

يعالج هذا المطلب مختلف التشريعات التي أطرت نشاط رأس المال الاستثماري أي نشاط رأس المال المخاطر بصفة خاصة في الجزائر، وأيضا التطرق إلى مختلف الامتيازات الضريبية الممنوحة.

الفرع الأول: المعالجة القانونية

قبل سنة 2006 لم يكن هنالك أي إطار قانوني يحدد وينظم نشاط رأس المال الاستثماري، فقد أولت الجزائر أهمية كبيرة للقطاع المصرفي والتي تظهر من خلال قانون النقد والقرض 90-10. ليأتي بعد ذلك الأمر 96-08 المؤرخ في جانفي 1996 والمتعلق بهيئات

التوظيف الجماعي للقيم المنقولة وتسييرها، في شكل شركات مساهمة تخضع لأحكام القانون التجاري ومعتمدة من طرف لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة والمتمثلة في:¹

➤ شركات الاستثمار ذات رأس المال المتغير: شركة أسهم هدفها تسيير القيم المنقولة وسندات الدين القابلة للتداول؛

➤ الصناديق المشتركة للتوظيف: هي ملكية مشتركة لقيم منقولة، تصدر حصصها ويعاد شراؤها حسب الطلب؛

نشاط هاته الهيئات لا يتطابق مع نشاط رأس المال الاستثماري، فهي تهدف إلى تنشيط بورصة القيم المنقولة. في حين الأمر 11-03 المتعلق بالنقد والقرض فتح مجالا لممارسة نشاط رأس المال الاستثماري في الجزائر على شكل مؤسسة مالية معتمدة من طرف بنك الجزائر، الذي يراقبها وهذا نتيجة ما جاء به من مهام يخولها للبنوك والمؤسسات المالية، أهمها ما نصت عليه المادة 74 من نفس الأمر، عن إمكانية البنوك والمؤسسات المالية أخذ مساهمات وحيازتها ولا يجوز أن تتعدى هذه المساهمات بالنسبة للبنوك الحدود التي رسمها مجلس النقد والقرض . وأيضا قد اشتمل هذا الأمر على مهام أخرى منها:²

➤ توظيف القيم المنقولة وكل منتج مالي، واكتتابها وشرائها وحفظها وبيعها؛

➤ الاستشارة والمساعدة في مجال تسيير الممتلكات؛

➤ الاستشارة والتسيير المالي والهندسة المالية، وبشكل عام كل الخدمات الموجهة لتسهيل إنشاء المؤسسات وإنمائها؛

¹ الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 3، الأمر 96-08 المؤرخ في جانفي 1996، المنشورة في 14 جانفي 1996، المادتين 02 و 13، ص ص 19-21.

² الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 52، 26 أوت 2003، الأمر 11-03 المتعلق بالنقد والقرض، المؤرخ في 26 أوت 2003، المادة 72، ص 12.

➤ تلقي الأموال من الجمهور ولكن لا تعتبر ودائع بالنسبة للمؤسسات المالية، كما أنها لا تنتج فوائد.

بهدف ترقية ودعم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، تم وضع إطار خاص بنشاط رأس المال الاستثماري في 2006، كتقنية تمويلية جديدة بالنسبة للجزائر ومتأخرة عن غيرها من الدول، حتى العربية منها، نظرا لمساهمة هذه التقنية في تطوير المؤسسات الاقتصادية. قانون 06-11 المؤرخ في 24 جوان 2006¹، حدد شروط ممارسة النشاط من طرف شركة رأس المال الاستثماري وكذا كفاءات إنشائها وتسييرها.

تمنح رخصة ممارسة النشاط من طرف وزارة المالية، بعد استشارة كل من لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة وبنك الجزائر، وهذا بناءً على ملف طلب الرخصة ومجموعة من الشروط والمقاييس التي لا بد من توفرها في مؤسسي الشركة وأعضاء مجلس إدارتها من كفاءة واحترافية.²

يمارس نشاط رأس المال الاستثماري من طرف الشركة لحسابها الخاص أو لحساب الغير - كالصناديق الاستثمارية الولائية المسيرة من طرف مؤسسات رأس المال الاستثماري حاليا- وهذا عن طريق التدخل في شكل رأس المال المخاطر، والذي يشمل رأسمال الجدوى أو الانطلاق ورأسمال الإنشاء أو التأسيس، وأيضا في شكل رأسمال النمو، رأسمال التحويل ورأسمال الاسترجاع الخاص باسترجاع مساهمات يملكها رأسمال استثماري آخر.³

تتأسس شركة رأس المال الاستثماري في شكل شركة مساهمة، ملك لأشخاص عموميين أو خواص، مواردها المالية تتكون من أموالها الخاصة المتمثلة في رأس المال، الاحتياطات، وشبه

¹ أنظر الملحق الثاني .

² الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 42، 25 جوان 2006، قانون 06-11 المؤرخ في 24 جوان 2006، المادة 10، ص4.

³ الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 42، مرجع سبق ذكره، المادة 4، ص4.

أموال خاصة، تتمثل في أموال الغير وأموال الدولة، وكذلك نجد الهبات. حيث الهدف من استثمار أموال الدولة هو المساهمة في دعم المؤسسات لصغيرة والمتوسطة، وذلك بالاكتماب في أسهم عادية، سندات قابلة للتحويل إلى أسهم، شهادات الاستثمار، حصص الشركاء وبشكل عام جميع فئات القيم المنقولة المماثلة الأموال الخاصة طبقاً للتشريع والتنظيم المعمول بهما.¹

تتحصل شركة رأس المال الاستثماري على مساهمات ضمن شروط أو قواعد حددها قانون 06-11 من المادة 17 إلى غاية المادة 20 كالتالي:

أ. التمويل لا يتجاوز 15% من رأسمالها واحتياطياتها كمساهمة بأموال خاصة في مؤسسة واحدة؛

ب. لا يجوز حيازة شركة رأس المال الاستثماري نسبة تفوق 49% من رأسمال مؤسسة واحدة؛

ج. لا تجوز المساهمة إلا في وجود عقد المساهمين، الذي يوضح بصفة خاصة مدة المساهمة وشروط الانسحاب؛

د. لا يجوز الحصول على قروض تفوق 10% من أموالها الخاصة، ولا يجوز استعمالها لتمويل مساهماتها.

تخضع مؤسسات رأس المال الاستثماري لرقابة لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة (cosob)، حيث تتأكد من مدى مطابقة نشاطها للأحكام التشريعية والتنظيمية المعمول بها. تعتمد عملية الرقابة على تقارير سداسية عن النشاط مرفقة بوضعية حافظة السندات، الوثائق المحاسبية والمالية لنهاية السنة المالية المعينة، تقارير محافظي الحسابات.² من جهة نجد لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة ومراقبتها الهيئة المتحكمة بنشاط مؤسسات رأس المال الاستثماري ومن جهة أخرى نجدها لم تستطع تنشيط بورصة الجزائر للقيم المنقولة والتي لا تزال ناشئة رغم

¹ الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 42، 25 جوان 2006، مرجع سبق ذكره، المواد 5، 21، 22، 23، ص ص 4-6.

² نفس المرجع أعلاه، المادة 24-26، ص 6.

مرور فترة لا بأس بها منذ التأسيس، فكيف يمكنها أن تتولى زمام أمور مؤسسات مالية لها دور حساس في الاقتصاد.

حدد المرسوم التنفيذي 56-08 المؤرخ في 01 فيفري 2008¹، المتعلق بشروط ممارسة نشاط شركة رأس المال الاستثماري، رأس المال الأدنى، كفاءات حيازته، شروط منح الرخصة وسحبها والنظام الجبائي². فالحد الأدنى لرأس مال شركة رأس المال الاستثماري هو 100 مليون دج، يسدد كليا عند التأسيس، أما فيما يتعلق بشروط منح الرخصة تم إضافة وثيقتين هما: تصريح شرفي يثبت عدم تعرض مؤسسي ومسيرى الشركة لأي من الإدانات المنصوص عليها في قانون 11-06 ومذكرة إعلامية تعرض إستراتيجية الاستثمار ولاسيما كفاءات التدخل ومدد الاستثمارات التي سوف يتم انجازها.

بالإضافة إلى الوثائق طلب الرخصة المحددة في كل من قانون 11-06 والرسوم التنفيذية 56-08، فقد ألزم القرار لـ 14 مارس 2009، توفير مجموعة من المعلومات حول المؤسسين والمساهمين الحائزين على أكثر من 10% من رأس مال الشركة المخاطرة، وحول مواصفات المشروع من خلال ملأ استمارتين، وأيضا رسالة تعهد من طرف المؤسسين إلى وزير المالية في إطار تأسيس شركة رأس المال الاستثماري.

الفرع الثاني: المعاملة الجبائية

ظلت مؤسسات رأس المال الاستثماري في الجزائر قبل 2006 دون إطار جبائي خاص ولا امتيازات ضريبية تستفيد منها، رغم أنه من العناصر المشجعة على إنشاء استثمارات جديدة في أية دولة يتطلب دعما من طرف الدولة، حيث مؤسسة رأس المال المخاطر تحتاج بدرجة كبيرة

¹ أنظر الملحق الثالث.

² الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 09، المنشورة في 24 فيفري 2008.

لهذا النوع من التحفيز، نظرا لدرجة المخاطرة العالية التي تتحملها والتي تتصف بها المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، خاصة في غياب ضمانات حقيقية. فهذا الأمر قد عانت منه مؤسسة رأس المال المخاطر في الجزائر وبالأخص سوء المناخ الاستثماري في فترة التسعينيات بسبب الأزمة الأمنية.

انتظرت مؤسسة رأس المال المخاطر إلى غاية قانون 2006 الذي حدد إطارها الضريبي ومنحها امتيازات ضريبيين بناء على المواد 27 و 28، أولها يتمثل في إعفاء من دفع الضريبة على الأرباح لمدة 5 سنوات ابتداء من انطلاق نشاطها، وهذا بالنسبة للمداخل المتمثلة في النواتج، نواتج توظيف الأموال، نواتج وفائض قيم التنازل عن الأسهم والحصص. ثانيا تستفيد من تخفيض بمعدل 5% للضريبة على الأرباح، حيث وضع المشرع الجزائري شرطا للاستفادة من هاته الامتيازات، والذي ينص على عدم سحب المخاطر برأس المال المبالغ المستثمرة في المؤسسات لمدة لا تقل عن 5 سنوات وهذا ابتداء من أول جانفي للسنة الموالية.

كما تخضع الشركة لرسم تسجيل ثابت مبلغه 520 دج عن كل صفحة بالنسبة لكل عقد تأسيسي، لعمليات زيادة رأس المال أو تخفيضه أو التنازل عن القيم المنقولة. ومن ثم أكد المرسوم التنفيذي لـ 2008 في المادة 14 على منح شركات رأس المال الاستثماري المتدخلة في شكل رأس المال المخاطر نفس المزايا الضريبية المنصوص عليها في قانون 06-11.

عموما أهم الأطر القانونية المنظمة لنشاط رأس المال المخاطر هو قانون 06-11 لاشتماله مختلف أساسيات هذا النشاط والذي تم تكملته بقانون 08-56 وقرار 2009. فحسب متعاملي رأس المال المخاطر وإلى غاية هذه الدراسة، لا تعاني مؤسسات رأس المال المخاطر من قيود تشريعية وخاصة بعد استفادتها من امتيازات جبائية محفزة. لكن ورغم ذلك نجد عدداً قليلاً من مؤسسات رأس المال المخاطر في الجزائر.

المطلب الثاني: مؤسسات رأس المال المخاطر في الجزائر

نجد من بين مؤسسات رأس المال الاستثماري المتواجدة على المستوى المحلي، الشركة المالية للاستثمار المساهمة والتوظيف، والشركة المالية الجزائرية الأوروبية للمساهمة، مؤسسة المغاربية للاستثمار، مؤسسة الجزائر استثمار، الصناديق الاستثمارية الولائية، صندوق دعم الاستثمار من أجل الشغل.

الفرع الأول: الشركة المالية للاستثمار، المساهمة والتوظيف

الشركة المالية للاستثمار، المساهمة والتوظيف Sofinance عبارة عن مؤسسة مالية عمومية، اعتمدت من طرف بنك الجزائر في 09 جانفي 2001 برأسمال يعادل 5 مليار دج، تم إنشاؤها بمبادرة من طرف المجلس الوطني لمساهمات الدولة (CNPE)، بهدف المساهمة في دعم الاقتصاد المحلي وتطوير منتجات مالية جديدة. مهام هذه الشركة يشمل النشاطات التمويلية الأساسية لتطوير المؤسسات الاقتصادية والتي تتمثل فيما يلي:

أ. المساهمة في رأس المال: تتدخل الشركة في رأسمال المشاريع سواء كانت في طور الإنشاء، النمو وإعادة الهيكلة لكل من القطاع الصناعي، قطاع الأشغال العمومية والبنائيات، الخدمات... الخ، فنقوم بتشخيص وتحليل الوضعية الإستراتيجية للمؤسسات الطالب للتمويل وإعداد خطة عمل عند تقييم المؤسسات. الهدف من هذا النشاط هو:

➤ تعزيز الأموال الخاصة؛

➤ توفير الدعم عن طريق الاستشارة والمتابعة.

فشروط المساهمة من طرف Sofinance في المقاولات يتمثل فيمايلي:

➤ مساهمة بأقلية ما بين 10% إلى 35% في رأس المال الاجتماعي؛

➤ الحد الأقصى لمبلغ المساهمة هو 25% من الأموال الخاصة لـ Sofinance؛

➤ مدة المساهمة تتراوح ما بين 3 إلى 5 سنوات؛

➤ الخروج يتم عن طريق البيع للمساهمين أو السوق المالي.

الجدول التالي سيحدد إجمالي مساهمات الشركة منذ 2007 إلى غاية 2012:

جدول رقم (11): إجمالي مساهمات Sofinance

الوحدة: 1 مليون دج

2012	2011	2010	2009	2008	2007	السنوات
622	622	622	9	613	609.4	حجم المساهمات

Source : les participations de sofinance, le site : www.sofinance-dz.com,
consulter le 12/05/2014 a 15 :30h.

نلاحظ من خلال الجدول أن الشركة شهدت عمليات خروج كثيفة في 2009 نتيجة انخفاض

حجم المساهمات، وهذا ما سمح لها بإعادة استثمارها في مشاريع أخرى في 2010 دون المساهمة

في أخرى من 2011 إلى غاية 2012.

ب. القرض الايجاري: مخصص للمجالات الصناعية، الأشغال العمومية، النقل للمسافرين

والسلع، الموانئ والأشغال البحرية...الخ.

ج. الهندسة المالية: بعد حل المجلس الوطني للمساهمات تولت الشركة المالية للاستثمار،

المساهمة والتوظيف عملية توفير التمويل للمؤسسات الاقتصادية العمومية وكذا تقديم

مجموعة من الخدمات منها المتابعة والمساعدة عن طريق تقديم المشورة للمؤسسات

الاقتصادية العمومية ضمن عمليات الخصخصة والبيع من مرحلة التقييم إلى غاية مرحلة

البيع، تقديم النصائح للمؤسسات الاقتصادية العمومية في إطار تعزيزها وتشجيعها، تسيير

الموارد العمومية وتطوير مركز للهندسة المالية لصالح المؤسسات العمومية.

ح. الإقراض متوسط الأجل والإقراض عن طريق الإمضاء المتمثل في كفالات جمركية، كفالات الصفقات العمومية (المناقصات)... الخ، هذه الأخيرة تسمح للمؤسسات الاستفادة من قروض لدى أطراف أخرى.

من بين مهام الشركة المالية للاستثمار، المساهمة والتوظيف، تحديث الجهاز الإنتاجي بهدف ترقية الاستثمار، تكثيف النسيج الصناعي عن طريق عمليات خلق مؤسسات، الدمج، التفرع والبيع، البحث عن شركاء ماليين و/أو تقنيين من أجل عملية الشراكة، بالإضافة إلى تسيير صناديق الاستثمار الولائية بناءً على قانون المالية التكميلي لـ 2009.

الفرع الثاني: صندوق دعم الاستثمار من أجل الشغل

كهيئة للتوظيف الجماعي للقيم المنقولة تأسس صندوق دعم الاستثمار من أجل الشغل (FSIE) في 2007م برأسمال يعادل 150 مليون دج وهذا بناء على قانون 21-04 لـ 21 ديسمبر 2004م والأمر 117-06 لـ 12 مارس 2007م. هذا الصندوق ولید فكرة الفدرالية العمالية الكندية التي أنشئت صندوق التضامن في سنوات الثمانينات الذي يضم 550 عضواً ورقم أعمال يقارب 7.5 مليار \$ كندي. لذلك كان الصندوق نتيجة دعم ودراسة من طرف الاتحاد العام للعمال الجزائريين بالاعتماد على خبراء محليين.¹

صندوق دعم الاستثمار من أجل الشغل، عبارة عن مؤسسة مالية تتلقى أموالاً من أشخاص طبيعيين مقيمين بالجزائر وتستثمرها في الأوراق المالية وفي المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من خلال المساهمة في رأس المال، لذلك هو يمثل صندوق رأس المال المخاطر التضامني. حيث تلقى مساندة من طرف السلطات المحلية خاصة باستفادته من إعفاء للضريبة على الأرباح وإعفاء

¹ Présentation et histoire de fsie, le site : www.fsie.dz, consulter le 12/10/2013 à 9 :30h.

من رسوم التسجيل المتعلقة بتسجيل عقود هيئات التوظيف الجماعي، على شكل قيم منقولة. كما يتخصص بمجموعة من المهام قد حددت ضمن شروطه التأسيسية أهمها:

أ. تحسيس وحث العمال الجزائريين على الادخار من أجل تقاعدهم والمساهمة في تنمية الاقتصاد عن طريق الاكتتاب في أسهم الصندوق؛

ب. تدريب وتكوين العاملين في المجال الاقتصادي وتمكينهم من زيادة تأثيرهم على التنمية الاقتصادية في الجزائر؛

ج. خلق مناصب عمل والحفاظ عليها عن طريق الاستثمار في مؤسسات ذات الأثر الاقتصادي مع توفير خدمات تسمح لهم بتنمية هذه المؤسسات؛

د. تطوير الاقتصاد الجزائري بتحفيز استثمارات جديدة يستفيد منها العمال الجزائريون والشركات.

لدى مجلس إدارة الصندوق سياسة لإيداع موارده واستثمارها، حيث يحدد هيكل الودائع ويراقب التزام المسيرين بها، كما يسهر على تفعيل استثماراته في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بصفة دورية وفقا لأحكام النصوص سابقة الذكر، وهذا حسب شروط هي:¹

أ. 50% من موارد الصندوق وكحد أقصى تأخذ شكل استثمارات في مؤسسات صغيرة ومتوسطة والمصنفة كشركات ذات أسهم وتستغل لمدة 3 سنوات على الأقل وأيضا ذات

رقم أعمال لا يقل عن 2 مليون دج؛

ب. 50% الباقية من أموال الصندوق توضع في شكل ودائع تحضى بأقصى حد من الضمان من بينها سندات الخزينة؛

¹ Le formulaire de souscription, le site : www.fsie.dz , consulter le 12/10/2013 a 9 :40h.

ج. يحق فقط للأشخاص الطبيعيين الاكتتاب في الصندوق من خلال الاكتتاب في أسهمه إلى حين التقاعد، الوفاة، الإعاقة أو التوقف عن العمل.

يهدف الصندوق إلى توفير عائدا ماليا كافيا لحصص المساهمين، القيام باستثمارات هيكلية في مؤسسات صغيرة ومتوسطة والمساهمة في خلق مناصب عمل والحفاظ عليها، وكذا تحسين العلاقات الاجتماعية داخل المؤسسة من خلال التدريب والتكوين الاقتصادي المالي.

تمكن الصندوق من ضم 6300 مكتب في 2010م بعد ما كان 250 مكتب فقط وهذا كخلاصة للاتفاقية بين الاتحاد العام للعمال الجزائريين وبنك الفلاحة والتنمية الريفية ولذلك قرر مجلس إدارة الصندوق اتخاذ قطاع البنوك، التأمين، الطاقة والصناعة كمجالات مستهدفة من أجل تعبئة مدخرات العمال.¹

الفرع الثالث: صندوق الاستثمار المغربي

صندوق الاستثمار المغربي أو صندوق رأس المال الاستثماري المغربي، شركة رائدة في منطقة شمال إفريقيا، يعد أكبر صندوق مخصص لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في المغرب العربي أي في كل من تونس، المغرب، الجزائر وليبيا، مهمته الأساسية هي تمويل رأسمال المنشآت الاقتصادية وتسيير رؤوس الأموال. تأسس الصندوق من طرف المؤسسة المالية الدولية (SFI) في 20 جوان 2000م بـ 23.1 مليون \$ كرأسمال والمسير من طرف المؤسسة المالية **Tunisinvest**، نشاطه يتمحور حول المساهمة في رأسمال مؤسسات المغربية في طور الإنشاء، النمو والتحويل، في سبيل مساعدتها على التطور.

¹ Le FSIE, compte ses souscripteurs, les placements attendront, le site : www.djazairss.com/fr/mghrebemergent/1357, consulter le 12/10/2013 a 10 :35h.

فالمؤسسة المالية **Tunisinvest** تعتبر الراعي الرسمي للصندوق، وهي عبارة عن صندوق استثماري خاص تونسي، يملك خبرة في منطقة المغرب العربي، ففي 2010م سيّر 9 صناديق و 170 مليون € في شمال إفريقيا. أما المؤسسة المالية الدولية التي تمثل فرعاً للبنك الدولي، تسعى إلى تطوير قادة إقليميون في القطاعات ذات إمكانات عالية في المغرب العربي ومساندة المؤسسات التجارية والصناعية ضمن مجالات الصناعة الغذائية، الاتصالات، الخدمات المالية، النقل والتوزيع بالتجزئة (المحلات الكبرى و المتوسطة).

المساهمون التأسيسيون للصندوق هم : البنك الدولي الذي تمثله المؤسسة المالية الدولية، البنك الأوروبي للاستثمار، المؤسسة المالية الهولندية للتطوير (FMO)، الوكالة المالية السويسرية للتطوير المؤسسة البلجيكية للاستثمار من أجل الدول النامية، المؤسسة المالية **Averroès**، مجموعة الوكالة الفرنسية للتطوير (AFD)، مؤسسة الترقية والمساهمة من أجل التعاون الدولي

¹.Proparco

بعدما أصدر التشريع الجزائري قانوناً خاصاً بنشاط رأس المال الاستثماري، أنشئ مباشرة في الجزائر صندوق رأس المال الاستثماري المغربي¹ في 2006م، برأسمال يقدر بـ 56 مليون €، يهتم بتمويل رأسمال مؤسسات القطاع الخاص ومساعدتها على الانفتاح نحو العالم الخارجي، عمليات الخصخصة الخاصة بالمؤسسات العمومية، عمليات الاسترجاع من طرف المسيرين (LMBO) وكذا الاستثمار في مؤسسات تنتظر معدلات نمو عالية.

يهدف الصندوق المغربي¹ إلى تشجيع الاستثمار الأجنبي المباشر في منطقة المغرب العربي ونقل الخبرة والمهارة عن طريق عمليات شراكة مع مؤسسات كبرى عالمية، تطوير

¹ Mebarek.A, le directeur de la société tunisinvest, Maghreb private invest equity fund II lancé en Algérie, le site : <http://www.djazairess.com/fr/maghrebemergent/1357>, consulter le 14/10/2013 a 11 :45h.

المؤسسات لمحافظتها المالية من خلال شراكة يمكن أن تصل إلى 7 مليون € ومتابعة ودعم استراتيجي ناتج عن تواجدها ضمن بلدان المنطقة، كما يساهم الصندوق في الشركات الخاصة ذات رأسمال يتراوح ما بين 2 و 6 مليون € لفترة من 4 إلى 8 سنوات والتدخل في الأموال الخاصة للقطاع الخاص في الجزائر والتدخل في برامج الخصخصة كما ذكرنا في السابق.¹

فإلى غاية 2010م استثمر الصندوق فيما يقارب 150 مؤسسة على المستوى الإفريقي نتيجة للخبرة التسييرية والتوجيهية للصناديق نحو قطاعات ذات قيمة مضافة عالية، فمن بين القطاعات التي ينشط فيها نجد: الصناعة الغذائية، تكنولوجيا المعلومات، الصيدلانية... الخ، كما ساهم في إنشاء مؤسسة القرض الايجاري في الجزائر والتي استفادت من متابعة مالية واستشارية منذ تواجدها بالجزائر.²

الفرع الرابع: مؤسسة الجزائر استثمار

مؤسسة الجزائر استثمار عبارة عن شركة رأس المال الاستثماري، أنشئت في 28 ديسمبر 2009م وبدأت نشاطها في 7 جويلية 2010م على شكل شركة مساهمة. المساهمون المؤسسون لهذه المؤسسة هما بنك الفلاحة والتنمية الريفية (BADR) ب 70% والصندوق الوطني للتوفير والاحتياط CNEP-Banque ب 30% وهذا في رأسمال يقدر ب 1 مليار دج. مهمة الجزائر استثمار تتمثل في منح المؤسسات الصغيرة والمتوسطة منتوجاً مالياً لمعالجة العجز في أعلى الميزانية (الأموال الخاصة)، تشجيع المستثمرين على خلق مؤسسات جديدة

¹ Le fonds MaghrebInvest opérationnel, le site : <http://www.djazairess.com/fr/maghrebemergent/1357>, consulter le 14/10/2013 a 11 : 50h.

² Taalba, Yacine, maghrebinvest a un portefeuille d'entreprises qui se porte très bien en algérie, le site : www.archives.maghrebemergent.info, consulter le 11/01/2014 a 21 :16h.

في مجال تكنولوجيا الإعلام والاتصال، المشاركة في برنامج تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والمشاركة في تنمية السوق المالي - البوصة -.

تتدخل الجزائر استثمار بمساهمة نقدية فقط ذات أقلية وبصفة مؤقتة في رأسمال الشركة المستهدفة وبذلك تجسيد شراكة تتمثل في المساهمة في الأموال الخاصة وشبه الخاصة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة. حيث تمارس نشاط رأس المال الاستثماري لحسابها الخاص أو لحساب أطراف خارجية (كتسيير الصناديق الولاثية الـ 16).

أشكال تدخل الجزائر استثمار في المؤسسات مرتبط بمراحل مختلفة من تطورها وباستخدام رؤوس أموال مختلفة هي:

أ. رأسمال المخاطر: تتدخل لتمويل مؤسسة في مرحلة ما قبل الإنشاء والذي يدعى برأسمال

الجدوى؛

ب. رأسمال النمو؛

ج. رأسمال التحويل: عملية إعادة الهيكلة سواء استرجاع المؤسسة من طرف مستأنف داخلي

أو خارجي؛

د. رأسمال الاسترجاع: كذلك هي عملية إعادة الهيكلة، استرجاع المساهمات من طرف

مؤسسة رأس مال استثماري آخر؛

الفرع الخامس: الشركة المالية الجزائرية الأوروبية للمساهمة

أنشئت المالية الجزائرية الأوروبية للمساهمة **FINALEP** سنة 1991م كشركة ذات أسهم، تعد أول شركة ذات رأسمال استثماري في الجزائر، بحيث يقدر رأسمالها بـ 159,750 مليون دج، تحوز عليه كل من بنك التنمية المحلية (BDL) بنسبة 40%، والوكالة الفرنسية للتنمية (AFD) بنسبة 28.74% والقرض الشعبي الجزائري (CPA) بنسبة 20% والبنك الأوروبي للاستثمار **BEI** بنسبة 11.26%.

الهدف من إنشاء شركة فينالب هو تجسيد شراكة جزائرية أوروبية عن طريق تمويل مشاريع جزائرية_أوروبية فقط، نظراً لوجود بند ضمن قانونها التأسيسي، والهدف من هذا الخليط هو نقل التكنولوجيا للمؤسسة الجزائرية أو الشريك الجزائري والاستفادة من فتح سوق جديدة بالجزائر بالنسبة للشريك الأجنبي (الأوروبي). لكن إلى غاية 1997م توسع نطاق الشراكة ليشمل تمويل مشاريع جزائرية بحتة، و منذ 1998م تعد فينالب وسيطاً معتمداً للجزائر في إطار برنامج ASIB (برنامج الجماعة الأوروبية لاستثمار الشركاء)، حيث يتعلق الأمر بأداة مالية مخصصة لتشجيع عملية إنشاء مؤسسات جزائرية مع شركاء أوروبيين، كما تقدم الوحدة الأوروبية تمويلاً ومساعدة مالية مكيفة مع كل مراحل المشروع: التعريف بالمشروع المقترن، دراسة قابلية تنفيذ المشروع وكذا التكوين والإعانة التقنية.

فالهدف الأساسي لفينالب هو إعطاء الدعم المالي الضروري لانطلاق المشاريع وذلك بتدعيم الأموال الخاصة.

مهمتها تكمن في تمويل وترقية ودعم عملية تأسيس وتنمية المؤسسات، تتدخل فينالب بعمليات المساهمة في الأموال الخاصة لاستثمارات تتمتع نوعاً ما بالمخاطرة، بإمكان هذه التدخلات أن تتخذ شكل حساب جاري للمساهمين، سندات قابلة للتحويل أو قروض مساهمة. كما تشارك

أيضا في خوصصة المؤسسات العمومية، وبهذا الشكل تستطيع فينالب الانضمام إلى المقاولين للمشاركة في شراء وتطوير الشركات الجديدة.

ساهمت فينالب في تمويل 12 مؤسسة منذ 1992م إلى غاية 2001م بإجمالي 2 مليون \$، حيث المشروعان الأوليان لم يُتما مدة المساهمة المتفق عليها، بل خرجت المالية الجزائرية بعد سنتين من التمويل لأسباب تسييرية، أما الـ 10 مشاريع الأخرى فقد تحققت 5 منها، مشروعين لم تستطع الشركة تحقيق أرباح من خلالهما، أما المشاريع الثلاثة تعتبر مشاريع ناجحة، وبقية المشاريع لا تزال في مرحلة المشاركة. الجدول التالي سيبين إجمالي المشاريع:

جدول رقم(12): المشاريع الممولة من طرف شركة فينالب

مساهمة فينالب		رأس المال الاجتماعي ب 1 مليون دج	الولاية والسنة	النشاط	شكل التمويل	اسم الشركة
الحساب الجاري للشركاء ب 1 مليون دج	في رأس المال ب %					
-	10 10% من رأس المال	100	تيازة 1995	زراعة التبغ	رأس المال المخاطر	ALPHA TOBACCO SPA
-	9,5 19% من رأس المال	50	عناية 1998	صناعة فلاحية	رأس المال المخاطر	CETA INDUSTRIE SPA
7,2	15 25,32%	59,240	تلمسان 2000	صناعة الزجاج	رأس المال النمو	MAGHREB VERRE SPA
-	20,6 17,86%	115,31 5120	عناية 2000	ترقية العقارات	رأس المال المخاطر	REALMED SPA
4,314	9 30% من	30	الجزائر 1998	الصناعة الإلكترونية	رأس المال النمو	ELECT SYS SPA

	رأس المال					
–	50 %35,71	140	الأغواط 2001	المياه المعدنية	رأس المال المخاطر	MILOX SPA
–	10 %10	100	الجزائر 2000	الطاقة الشمسية	رأس المال المخاطر	AL SOLAR SYSTEMES SPA
–	37,8 %9,48	398,8	الجزائر 1998	صناعة صيدلانية	رأس المال النمو	MEDIALC O SPA
–	3,2 %20	16	الجزائر 2000	السبابة	رأس المال المخاطر	BRONZ FONDERI E SPA
0,204658	2,06 %20	10,3	البلدية 2000	تجهيزات إلكترونية	رأس المال النمو	PRELCO SPA

المصدر: وثائق إدارية للشركة المالية الجزائرية الأوروبية للمساهمة، 2014.

أولاً: شروط تدخل شركة فينالب:

تستثمر المالية الجزائرية في مجال الطاقة الشمسية، الصناعة الصيدلانية، صناعة الزجاج،

الصناعة الالكترونية، صناعة المنتجات الغذائية، الصناعة التحويلية (كالتبغ) و حسب الشروط

التالية:¹

¹ لقاء مع المكلف بالمهام، الشركة المالية الجزائرية الأوروبية للمساهمة، سطوالي، لقاء شفهي.

أ. مساهمة مباشرة في رأسمال المشروع بوجود شريك أوروبي أو غيابه، يعني شراكة أوروبية جزائرية أو جزائرية بحتة ترغب في التوجه الجزئي أو الكلي نحو التصدير؛
 ب. التدخل بأشباه الأموال الخاصة (السندات، قروض المشاركة، الحساب الجاري للشركاء...)

ج. مشاركة محدودة في الزمن ما بين 5 إلى 10 سنوات؛
 د. شروط الخروج أو كيفية الخروج، تستدعي ضرورة إعداد عقد مساهمين يحتوي على مدة المساهمة، المستأنفين، طريقة الخروج... بصفة أساسية.

ثانيا: طبيعة و تموقع المشاريع الممولة:

تتدخل المالية الجزائرية عن طريق رأس المال المخاطر (Start – Up) ورأس مال النمو في المشاريع ذات الطبيعة التالية:

أ. المشاريع التي تعاني من صعوبات تجارية أي تعاني عجز في الطلب، وهي في حالة عرض؛

ب. المشاريع الراغبة في تصدير منتجاتها و/أو التي تسمح بإحلال الواردات؛

ج. مشاريع ذات مخاطر تكنولوجية قليلة؛

د. الأنشطة التي تعطي أهمية للموارد المحلية؛

هـ. مشاريع ذات مردودية متوقعة تفوق العائد على الودائع لأجل لدى البنوك؛

و. المشاريع المقيمة بالجزائر وذات إمكانية الامتداد نحو أوروبا من أجل جوانب البحث

والتطوير والتسويق... الخ.

ثالثا: نشاطات شركة فينالب:

تتكفل المؤسسة المالية الجزائرية الأوروبية بمجموعة من النشاطات أهمها:

أ. البحث عن شركاء عن طريق شبكة البنوك المساهمة وبنوك المعلومات العالمية

؛BRE,BC-NET

ب. تحليل السوق، دراسة الجدوى، تشخيص الوضعية الاقتصادية للمؤسسات أو المقاولات؛

ت. إعداد بروتوكول الاستثمار؛

ج. الإعداد المالي؛

د. اعداد عقد المساهمين؛

ذ. المساعدة في إعداد التركيب الإداري و القانوني (Notaire – ANDI...) أو المساعدة

في إتمام إجراءات الإنشاء؛

ن. البحث عن التمويل بالدينار بالاستعانة بعلاقاتها مع قطاع البنوك المحلية أو بالعملات

الأجنبية عن طريق تسيير أموال ناتجة عن مؤسسات مالية محلية ودولية مثل (BEI)؛

هـ. المساعدة والإرشاد؛

و. المتابعة عند تحقق المشاريع، مساعدتها عند الانطلاق، تقديم النصائح حول التسيير

التجاري، المالي والمحاسبي.

تشارك فينالب من جهة أخرى في عدة تظاهرات اقتصادية تجري على الساحة المغربية

في إطار الوحدة الأوروبية. تهدف فينالب إلى إقامة قاعدة من المعطيات والاتصالات المثمرة

بين المتعاملين الجزائريين والأوروبيين وكذا تدعيم وضعيتها كأداة وصل ضرورية لتركيب العمليات

المقترنة.

الفرع السادس: الصناديق الاستثمارية الولائية

رأت السلطات الجزائرية ضرورة لدعم نشاط رأس المال المخاطر، فعملت على إنشاء 48 صندوق استثماري ولائي وفقاً لأحكام المادة 100 من الأمر المتعلق بقانون المالية التكميلي لـ 2009م، يتدعم كل صندوق بموارد تقدر بـ 1 مليار دينار جزائري. تقوم بتسييرها 3 مؤسسات رأس المال الاستثماري المتواجدة حالياً ومؤسستين مصرفيتين لحساب الخزينة العمومية ووفق ما ينص عليه قانون 06-11 لـ 26 جوان 2006م والمتعلق بشركات الرأسمال الاستثماري:¹

أ. الجزائر استثمار: تتولى تسيير 16 صندوق لكل من ولاية الجزائر، عين الدفلى، عين تيموشنت، عنابة، بسكرة، قسنطينة، قالمة، اليزي، خنشلة، المدية، ورقلة، غيليزان، سوق أهراس، تمنراست، تيسة، تلمسان؛

ب. المؤسسة المالية للاستثمار، المساهمة والتوظيف تتكفل بـ باتنة، بجاية، البليدة، وهران، أم البواقي، تيارت؛

ج. الشركة المالية الجزائرية الأوروبية للمساهمة تسيير صناديق ولاية البيض، جيجل، سطيف، سيدي بلعباس، سكيكدة، تيبازة؛

د. فرع البنك الوطني الجزائري: لا تزال السلطات تعمل على إنشاء هذا الفرع والذي يتولى إدارة الصناديق الاستثمارية لـ أدرار، بشار، البويرة، الطارف، معسكر، ميله، مستغانم، النعامة، تندوف؛

¹ صناديق الاستثمار الولائية، تاريخ الاطلاع : 2013/10/17 على AM09:20، الموقع:

<http://www.andi.dz/index.php/ar/fonds-d-investissement>

هـ. فرع البنك الخارجي الجزائري: هو الآخر لم ينشأ بعد والذي يهتم بتسيير صندوق ولاية

برج بوعريريج، الشلف، الجلفة، الوادي، غرداية، الاغواط، المسيلة، تيسمسيلت، السعيدة،

تيزي وزو.

تتدخل مؤسسات رأس المال الاستثماري عن طريق رأس المال المخاطر، رأس المال النمو، رأس المال التحويل، رأسمال الاسترجاع لأسهم و/أو حصص شركة يملكها رأسمال استثماري آخر. بنسبة مساهمة لا تتعدى 49% من رأسمال المؤسسة الممولة، وكحد أقصى يعادل 5% من إجمالي موارد الصندوق الاستثماري أي مبلغ 50 مليون دج لكل مؤسسة ممولة وبحد أدنى هو 5 ملايين دينار جزائري.¹

يستفيد من التمويل كل صاحب مشروع يزاول نشاطه في محيط القطاع الإنتاجي والخدماتي وهذا في جميع المجالات الاقتصادية، مع ضرورة أن يستوفي شروط الاستفادة، التي تضم شروطا إدارية وقانونية منها: المساهمة في شركات الأموال (شركة ذات المسؤولية المحدودة أو شركة ذات أسهم)، المشاركة في التسيير ومراقبة المؤسسة الممولة، تعيين محافظ الحسابات، إبرام وثيقة عقد المساهمين يتم التفاوض عليها مسبقا، وتضم: مدة المساهمة، شروط وسبل الخروج والتنازل عن الأسهم أو الحصص الاجتماعية وكذا مجموعة من البنود الموجهة لتنظيم حقوق وحماية السلطة للمستثمر صاحب الأقلية. بالإضافة لمعايير الانتقاء والمتمثلة في:²

أ. المردودية الاقتصادية والمالية للمشروع، التي يتم تقديرها من خلال خطة العمل

والتي تضمن عودة للأرباح سريعة ومرضية للمساهمين؛

ب. الكفاءات التقنية والتسيرية التي يتمتع بها أصحاب المشاريع؛

¹ Les 48 Fonds d'investissement de Wilaya, l'agence nationale de développement et d'investissement, le site : <http://www.andi.dz/index.php/fr/fonds-d-investissement> , consulter le 25/01/2014 a 10 : 30h.

² Ibid, le site : <http://www.andi.dz/index.php/fr/fonds-d-investissement> .

ج. الشفافية في تسيير حسابات المؤسسة؛

د. خلق مناصب الشغل؛

هـ. أهمية المشروع في التنمية الاقتصادية والاجتماعية للولاية؛

و. الحفاظ على البيئة؛

المبحث الثاني: دراسة طلب تمويل لدى الشركة المالية الجزائرية الأوروبية

للمساهمة

مؤسست فيناليب تمثل أول مؤسسة رأس المال الاستثماري أنشئت في الجزائر كشركة مساهمة، تمارس هذا النشاط منذ فترة طويلة الى حد ما، مما يؤهلها بأن تتمتع بالدراية الكافية لحثثيات نشاط رأس المال الاستثماري والمخاطر بصفة خاصة، من هذا المنطلق تطرقنا لإبراز مختلف خطوات اختيار المشاريع الاستثمارية من هاته المؤسسة وكذا عرض تجربة واقعية لعملية تمويل سابقة.

المطلب الأول: خطوات دراسة طلب التمويل

تكفلت الشركة المالية الجزائرية بتمويل 10 مؤسسات اقتصادية منها جزائرية بحتة أو أوروبية جزائرية، معتمدة على رأسمالها فقط، والأرباح المحققة سنويا التي تعيد استثمارها في كل مرة، مما جعلها حاليا تحتاج إلى إعادة التمويل، ولكنها مسؤولة عن تسيير صناديق استثمارية حجمها يقدر بـ 6 مليار دج لصالح الخزينة العمومية، متبينة أسلوب رأس المال الاستثماري.

لذلك اعتمدت الشركة المالية الجزائرية الأوروبية للمساهمة عند تمويل المشاريع السابقة على مجموعة من الخطوات يتبعها المكلف بالمهام في الشركة. فتنطلق هذه الخطوات

من الاتصال الأول، أين يلتقي صاحب المشروع بالمكلف بالمهام ويعرض بصفة مختصرة من خلال المقابلة مجال النشاط والهدف من المشروع وتكلفته، حجم مساهمة المقاول وحجم التمويل المطلوب...، وبدوره المكلف بالمهام يشرح أسلوب التمويل والشروط... الخ ويسعى للتأكد من مدى التزام المقاول، فمن المقابلة الأولى سوف يقرر المكلف بالمهام:

❖ متابعة الدراسة: بعد التشاور مع المدير العام يتقرر متابعة دراسة المشروع وموافقة مبدئية عليه، نظرا لأهمية النشاط ويقدم للمقاول وثيقة لابد من أن يوافق عليها حتى تتم عملية الدراسة، تدعى بروتوكول الاستثمار¹ تحتوي على مختلف مراحل الدراسة ومدة انتظار المكلف لصاحب المشروع حتى اللقاء الثاني، وإلا يصبح المشروع غير قابل للدراسة وأيضا دون أن يعني ذلك التزاما بالمساهمة.

❖ توقف الدراسة: يرفض طلب المساهمة بعد التشاور أيضا، نظراً لعدم توافق المشروع مع شروط التمويل أو اكتشاف عدم كفاءة المسير.

الفرع الأول: المرحلة الأولى للمشاركة

أولى مراحل اختيار المشاريع الاستثمارية تتمثل في دراسة الجدوى، يليها عقد كل من اللجنة الداخلية والتنفيذية.

أولاً: دراسة الجدوى

يتكفل المقاول بإعداد دراسة الجدوى، أو خطة العمل والتي تضم تحليلاً للسوق ودراسة تقنو_اقتصادية، لكن دراسته لا يعتمد عليها لعجز المقاول عن إعدادها بدقة، لذلك في الغالب تكون من مهمة المكلف بالمهام ويمكن أيضا أن تعد بتعاون كليهما. تأخذ الشركة عمولة مقابل

¹ أنظر الملحق الرابع.

إعدادها لهذه الدراسة في غياب مكاتب مختصة، تأخذ العمولة إحدى الأشكال التالية والمتفق عليها مسبقاً:

- 15% من الأرباح؛
- 15% من القيمة المضافة؛
- 1% من قيمة الاستثمار، أي حصة في رأس المال.

يعدّ المكلف بالمهام ملفين، ملف الأخذ بعين الاعتبار وملف المساهمة، يعرضان على اللجنة التنفيذية والجمعية العامة. عملية الدراسة يقوم بها مكلفان بالمهام، الأول مسؤول عن دراسة الجدوى، أما المكلف الثاني يقوم بإعداد الملفات ويساهم في كل الاجتماعات المنعقدة ويكون على دراية بكل حيثيات المشروع.

ثانياً: الاجتماع الأول للجنة الداخلية

تتكون اللجنة الداخلية من المكلفين بالمهام والمدير العام، تهتم اللجنة بمناقشة مختلف النقاط الأساسية التي توصلت إليها دراسة الجدوى، إزالة بعض الالتباسات حول المشروع إن وجدت، وكذا الإجابة عن الأسئلة حوله. الهدف منها تقديم عرض واضح للمشروع للجنة التنفيذية.

ثالثاً: اللجنة التنفيذية

تتعقد اللجنة التنفيذية لتقرر بناءً على الدراسة المجرات من طرف اللجنة الداخلية، إما بالموافقة وبالتالي أخذ المشروع بعين الاعتبار ومواصلة إجراءات المساهمة أو الرفض، حيث يتم إعلام صاحب المشروع بقرار اللجنة من خلال مدونة بالنتائج تسميها الدول الأجنبية كفرنسا رسالة النية.

رابعاً: الاجتماع الثاني للجنة الداخلية

تجتمع اللجنة الداخلية مرة ثانية لتصحح النقاط التي قدمتها اللّجنة التنفيذية، لينتقل الملف إلى مجلس الإدارة من أجل اتخاذ قرار أخذ المساهمة.

الفرع الثاني: المرحلة الثانية للمشاركة

تأتي كمرحلة ثانية عملية أخذ المساهمة واتخاذ الإجراءات القانونية اللازمة وهذا حسب

النقاط التالية:

أولا : تحقق الشراكة

بعد اطلاع مجلس الإدارة على دراسة الجدوى للمشروع والاطلاع على مختلف آراء المكلفين بالمهام المدونة، يتخذ قراره بالمساهمة أو الرفض مع إعطاء أسباب ذلك خلال الاجتماع. وعند قبول الالتزام بالمساهمة يكلف مجلس الإدارة المديرية العامة بإعداد وتوقيع اتفاقية المساهمين¹، النظام الأساسي والقيام بالإجراءات الإدارية لتحرير المساهمة.

ثانيا: الإجراءات القانونية للمساهمة

تهتم المديرية العامة بإعداد اتفاقية المساهمين ومن ثم توقيعها من طرف مختلف الشركاء، والتي تحتوي على مجموعة من البنود تحمي حقوق الشركة المالية للمساهمة، تحدد الشكل القانوني للمنشأة، محافظ للحسابات مقترح من الشركة المالية، أسلوب الخروج ومدة المساهمة... الخ بما أن أسلوب التمويل برأس المال المخاطر خالية من الضمانات، فالشركة تحاول أن تقلل من مستوى المخاطرة من خلال البنود الواردة في اتفاقية المساهمين وكذلك عن طريق توقيع اكتتاب أو اتفاقية ضمان الخصوم، والتي تحمي شركة فينالب من ظهور ديون لم يتم الإعلان عنها وبالتالي لا تلتزم فينالب بهذه الديون، وكذا يلتزم المقاول بتعويض حصة الشركة في رأس المال كاملة عند ظهور خسائر لم يتم الإعلان عنها.

¹ أنظر الملحق الخامس.

الفرع الثالث: المرحلة الثالثة للمشاركة

تتوج مرحلة الشراكة بتأسيس المنشأة وانطلاق عملية المتابعة:

أولاً: مرحلة تأسيس المنشأة

عند إنشاء منشأة حديثة تساعد شركة فينالب المقاول في مجمل الأمور القانونية والمتعلقة بمرحلة الإنشاء ألا وهي: إعداد النظام الأساسي بالاستعانة بالموثق، تكوين ملف الوكالة الوطنية لترقية الاستثمار للحصول على الامتيازات، الإعلان، البحث عن التمويل سواء قروض من البنوك المحلية أو شركاء أجانب بالاستعانة ببنوك المعطيات، حيث هذه الخدمات تكون مقابل أجر متفق عليه، كما يمكن للمنشأة أن تتكفل بأمور الإنشاء إن كانت قادرة على ذلك.

ثانياً: المتابعة

عملية المتابعة للمساهمات من طرف شركة فينالب تتم بعد الإنشاء حيث تلتزم توفر عنصرين لتجسيدها، تعيين ممثل لها في مجلس إدارة المنشأة واستخدامه في اجتماعات مجلس الإدارة وكذا إمدادها بتقارير سداسية للمنشأة. إذا تتجسد عملية الرقابة من خلال التركيز على العناصر التالية: رقم الأعمال المحقق، العقود المبرمة مع الزبائن، حركة المخزونات، حجم الاستهلاك، الالتزامات الموقعة...الخ.

المطلب الثاني: دراسة طلب تمويل

ساهمت فيما مضى الشركة المالية الجزائرية الأوروبية في تمويل مشروع اقتصادي في مرحلة الإنشاء تمت دراسة جدواه من طرف المكلف بالمهام لدى الشركة، والذي سيتم عرض كل مراحل دراسته في هذا المطلب.

الفرع الأول: تقديم المشروع

المشروع عبارة عن إنشاء جديد لشركة ذات أسهم جزائرية - أوروبية تنشط في المجال الصناعي، محلها ولاية عنابة ووحدة إنتاج تتربع مساحة قدرها 13.000 م² ملك للشريك الجزائري.

يتجسد المشروع من خلال شراكة جزائرية وأوروبية تضم ثلاثة شركاء أوروبيين وشريكاً جزائرياً، حيث الشركاء الأوروبيون يمثلون شركتين فرنسيتين كبيرتين وشركة ألمانية ذات أداء عالي في مجال نشاط الشركة الجديدة، ولقد تم توقيع اتفاقية الاستثمار مع الشركاء والتي تظهر في الملحق الرابع وكذا عقد المساهمين في الملحق الخامس، ومن أجل الحفاظ على الأسرار المهنية سوف يتم ترميز الشركاء وحسب ما يبينه عقد المساهمين كمايلي :

- الشركة SEEGEL: تمثل الشريك الجزائري؛
- الشركة METAL: تمثل الشريك الألماني؛
- الشركتين ALSAR و ELEG: تمثلان الشريكان الفرنسيان؛
- الشركة المالية الجزائرية الأوروبية للمساهمة.

أولاً: تقديم الشركاء

سوف يتم عرض أهم مميزات للشركاء في المشروع فيمايلي:

أ. الشركة **SEEGEL** : شركة جزائرية تنشط في مجال صناعة الحديد والتعدين، ذات رأسمال الاجتماعي يقدر بـ 500 مليون دج، نشاطها الرئيسي يتركز حول النجارة المعدنية والهياكل الخفيفة...

ب. الشركة **METAL**: رأسمالها الاجتماعي يقدر بـ 10 ملايين £، يتمثل نشاطها في تصميم وتجهيز المخازن الآلية للحبوب، صناعة آلات تنظيف وفرز الحبوب، صناعة مجففات ومبردات الحبوب، صناعة الناقلات والرافعات، صناعة الصوامع بالصفائح المموجة وبالإسمنت. قدر رقم أعمالها لسنتي 1995 و1996 بـ 47 و61 مليون دوتش مارك على الترتيب، كما استطاعت الشركة تحقيق أكثر من 2000 مشروع في مجال صناعة الحبوب والصناعة الغذائية على العموم، حيث تستخدم تقنيات جد متطورة في الإنتاج.

ج. الشركة **ALSAR**: مؤسسة عائلية فرنسية أنشئت سنة 1991 برأسمال اجتماعي قدر بـ 300 ألف فرنك فرنسي، يتمثل نشاطها في انجاز مصانع كاملة قابلة للاستغلال، قدر رقم أعمالها لسنتي 1995 و1996 على التوالي بـ 1,48 و2,6 مليون فرنك فرنسي، كما تملك المؤسسة خبرة واسعة في الجزائر في مجال الهندسة، فأهم إنجازاتها الأساسية نجد :

- انجاز وحدة إنتاج الأسمدة تقدر طاقتها بـ 100 طن/08 ساعات؛

- انجاز 04 وحدات لتكييف البذور؛

- إنجاز 80 وحدة لسحق الفضلات البلاستيكية.

د. الشركة ELEG: شركة عائلية فرنسية أنشئت سنة 1984 برأسمال إجتماعي قدره 1 مليون فرنك فرنسي، قدر رقم أعمالها لسنتي 1995 و 1996 على التوالي 55 و 49 مليون فرنك فرنسي وتتمثل نشاطاتها في تصنيع الخزائن الكهربائية ، صناعة، بيع وتصلح أجهزة التدفئة، التبريد، تكييف الهواء؛

ثانيا: موضوع نشاط المشروع

نشاط المشروع يتمحور حول إنشاء وحدات للصناعة الفلاحية من أجل تصنيع وتوزيع وصيانة تجهيزات النقل والتفريغ المتعلقة بصناعة الحبوب، كما لها تطلعات مستقبلية من حيث المنتجات في كل من قطاع الميكانيك والكهرباء .

أ. المنتجات الميكانيكية: تتمثل في:

- إنتاج تجهيزات النقل والتفريغ لصناعة الحبوب: الناقلات والرافعات، أنابيب مختلفة، مخارج الطواحن والصفائح المعدنية؛
- إنتاج معدات التنظيف كالمكنسة الكهربائية؛
- الخدمات: التجميع، التركيب في الورشات والتجريب، وخدمات ما بعد البيع.

ب. المنتجات الكهربائية: تتمثل في إنتاج خزائن صغيرة للتوزيع الكهربائي وصناديق التحكم والتوزيع، حيث جزء منها تهتم بإنتاجه المنشأة والجزء يتم استيراده.

ثالثا: دراسة السوق

معطيات السوق مصدرها مكتب دراسات معتمد وبالتالي موثوقة المصدر. يتمثل الزبائن المحتملون للمؤسسة المنشأة في مختلف المطاحن وصانعي أغذية المواشي ،حيث يتعلق سوق المؤسسة في إنجاز حاملات (SILOS) جديدة أو إصلاح حاملات المنشأة قبل 1970 .

وحسب نتائج التقييم التي أجريت من طرف مكتب الدراسات أنه سيتم إنشاء ثماني حاملات في السنة، في حين كانت عدد الحاملات المنشأة قبل 1970 تقدر بخمسين (50) حاملة، و لهذا تهدف المؤسسة إلى امتلاك حصة في السوق تقدر بـ 10% ويتمثل السوق الأول للشركة في إنجاز مرفأ في بجاية .

رابعاً: التنظيم ومسار التصنيع

عملية إنتاج تجهيزات نقل البضائع يقتضي البدء في المساعدة التقنية والمقدمة من طرف مجلس المهندسين الألماني، وكذلك من طرف برامج التكوين لدى الشريك الألماني، ولهذا صناعة تجهيزات البضائع تستوجب خبرة ودراية، وأيضاً التكامل الكلي للإنتاج الذي يتم تدريجياً مع المستثمرين الإضافيين للتجهيزات والتكوين لمدة خمسة (05) سنوات .

خامساً: التمويل

تتطلب عملية الإنتاج شراء مواد أولية محلية منها تستخدم في صناعة تجهيزات (الناقلات والحاملات)، والمتمثلة في الصفائح الحديدية الصلبة، قواضيب للتلحيم ...، أما المواد المستوردة عبارة عن المحركات، المروحات، آلات المراقبة والأمن... الخ.

الفرع الثاني: الجوانب المالية للمشروع

تتمثل الجوانب المالية للمشروع في الاستثمارات، التمويل والاستغلال.

أولاً: الاستثمارات

عملت الشركة الألمانية على تحديد إجمالي الاستثمارات الواجب حيازتها من أجل تحقق المشروع والمتمثلة في الغالب في المواد الأولية، وهذا ما يبينه مخطط الاستثمار عبر 07 سنوات.

جدول رقم (13): مخطط الاستثمار

الوحدة: 1000 دج

2003	2002	2001	2000	1999	1998	البيان
					2 000	المصاريف الإعدادية
					2 000	دراسات ومخططات
15 000	25 500	19 600	4 375	10 850	10 133	معدات الإنتاج
					2 000	تركيب وإنشاء
				210	2 862	معدات مكتبية وبرمجيات
				112	820	أثاث مكتب
				3 400	800	معدات النقل
					6 300	تكوين ومساعدة
					61 063	BFR
					2 005	حقوق جمركية
					4 458	الطوارئ
15 000	25 500	19 600	4 374	14 572	94 441	المجموع

المصدر: وثائق مالية للشركة المالية الجزائرية الأوروبية للمساهمة، 2014.

تكلفة الاستثمار في السنة الأولى للانطلاق قدرت بحوالي 95 مليون دج.

ثانيا: التمويل

يتم تمويل المشروع كليا بالأموال الخاصة (رأس المال الاجتماعي والحساب الجاري للشركاء) والمجزأ بين الشركاء بما في ذلك الشركة المالية الجزائرية الأوروبية للمساهمة، كما هو مبين في الجدول أدناه.

جدول رقم (14): مخطط التمويل

الوحدة: 1000 دج

الشركاء	النسبة %	الأموال الخاصة	الرأسمال الاجتماعي	الحساب الجاري للشركاء
SEEGEL	21	19 950	10 500	9 450
METAL	20	19 000	10 000	9 000
ALSAR	20	19 000	10 000	9 000
ELEG	20	19 000	10 000	9 000
FINALEP	19	18 050	9 500	8 550
المجموع	100	95.000	50.000	45.000

المصدر: وثائق مالية للشركة المالية الجزائرية الأوروبية للمساهمة، 2014.

يتحصل الشركاء على نسبة 12% مقابل أموالهم المستثمرة في الحساب الجاري للشركاء، حيث يعاد النظر في هذا المعدل من طرف مجلس الإدارة كلما تغيرت معدلات الفائدة بالبنوك. فتساهم الشركة الألمانية بجزء نقدي يقدر بـ 4 مليون دج والباقي عيني، أما الشركة الجزائرية كذلك تجزأ مساهمتها على شكل عيني يقدر بـ 5 مليون دج و باقي المبلغ في الشكل النقدي، وكل من الشركتين الفرنسييتين فمساهمتها عينية.

ثالثاً: الاستغلال المتوقع

لتقييم أداء استثمار شركة فينالب، يستلزم الأمر تحليل الاستغلال المتوقع للمنشأة الممولة من خلال التنبؤ بنتائجها وتدفقاتها النقدية وحصل الأرباح الموزعة .

أ. حسابات النتائج:

التوقعات المعتمد عليها من أجل الدراسة سمحت بإعداد الجدول التالي:

جدول رقم (15): حسابات النتائج

الوحدة: 1000 دج

الحسابات	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
رقم الأعمال	500 000	550 000	600 000	700 000	800 000	800 000	800 000
المواد الأولية	319 000	315 000	277 000	316 000	348 000	348 000	348 000
الخدمات	6 000	8 400	9 240	10 164	10 672	11 206	11 766
المناولة	40 000	48 000	88 000	90 000	100 000	100 000	100 000
القيمة المضافة	135 000	178 60 0	225 760	283 836	341 328	340 794	340 234
مصاريف العاملين	84 906	98 585	113 208	132 075	150 943	152 289	152 289
ضرائب ورسوم	5 094	5 915	6 792	7925	58 278	58 688	58 688
مصاريف	15 500	17 000	18 500	21 000	24 000	25 000	25 000

							مختلفة
13 818	15 988	17 425	18 057	14 137	13 262	10 253	مخصصات الامتلاك
16 000	16 000	16 000	14 000	12 000	11 000	10 000	مصاريف مالية
74 439	72 829	74 682	90 779	61 123	32 838	9 247	النتيجة العادية قبل الضرائب
28 287	27 675						الضرائب IBS
46 152	45 154	74 682	90 779	61 123	32 838	9 247	النتيجة الصافية
13 818	15 988	17 425	18 057	14 137	13 262	10 253	مخصصات الامتلاكات
59 970	61 142	92 107	108 836	75 260	46 100	19 500	التدفق النقدي

المصدر: وثائق مالية للشركة المالية الجزائرية الأوروبية للمساهمة، 2014.

ب. التدفقات النقدية:

ليتم حساب القيمة الحالية للمشروع ومعدل العائد الداخلي يكفي تحديد القيمة التدفقات

النقدية الصافية والتي تظهر في الجدول التالي:

جدول رقم(16): التدفقات التقديرية المتوقعة

الوحدة: 1000 دج

2005	2004	2003	2002	2001	2000	1999	البيان
59 970	61 142	92 107	108 836	75 260	46 100	19 500	CAF
				2 896	1 642	462	الاحتياطات القانونية
8 550							تسديد الحساب الجاري
	93	313	10 229	10 132	2 910	3 347	تغير BFR
		15 000	25 500	19 600	4 375	13 672	استثمارات جديدة
51 420	61 049	76 794	73 107	42 632	37 173	2 019	التدفق النقدي الصافي
344 194	292 774	231 725	154 931	81 824	39 172	2 019	التدفق النقدي المتراكم

المصدر: وثائق مالية للشركة المالية الجزائرية الأوروبية للمساهمة، 2014.

بناءً على هذا الجدول فإن المكلف توصل إلى:

• القيمة الحالية الصافية بمعدل خصم 10% و لـ 7 سنوات 116 408 754 دج؛

• معدل العائد الداخلي هو 35%؛

• فترة استرداد رأس المال هي 3 سنوات و 3 أشهر.

رابعاً: تقدير مردودية فينالب:

تحقق الشركة المالية أرباحاً من ثلاثة مصادر هي: الأرباح السنوية المتعلقة بمساهمتها في رأس المال الاجتماعي، فائدة عن الأموال المستثمرة في الحساب الجاري؛ فائض القيمة المحقق عند التنازل عن الأسهم.

أ. تقدير الأرباح السنوية لفينالب:

حسب السياسة الاستثمارية لفينالب فإنه توزع 50% من الأرباح أو النتيجة القابلة للتوزيع الصافية وابتداءً من السنة الثالثة للتمويل، مع مساهمة بـ 19%.

جدول رقم(17): الأرباح السنوية المتوقعة

الوحدة: 1000 دج

البيان	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
التدفق النقدي الصافي	2 019	37 173	42 632	73 107	76 794	61 049	51 420
الأرباح المحتجزة				21 316	47 211	62 002	61 525
النتيجة القابلة للتوزيع	2 019	37 173	42 632	94 423	124 005	123 051	112 945
الأرباح الموزعة			21 316	47 211	62 002	61 525	56 472
أرباح فينالب			4 050	8 970	11 780	11 690	10 730
استحداث أرباح فينالب	28 590 بمعدل خصم 10% و لـ 7 سنوات						

المصدر: وثائق مالية للشركة المالية الجزائرية الأوروبية للمساهمة، 2014.

ب. فائض القيمة المتوقعة للشركة المالية:

لتحديد عائد الأسهم لابد من تحديد سعر التنازل عن السهم والذي يحسب بالطريقة

التالية:

سعر التنازل الكلي = الأصول الصافية + فائض القيمة للأسهم.

= رأس المال + الاحتياطات + الأرباح المحتجزة + فائض القيمة.

يتم حساب فائض القيمة للأسهم بطريقة الـ Good Will كالتالي:

$$GW = [3(R_{n-3}) + 2(R_{n-2}) + (R_{n-1})] / 6N$$

حيث:

R : النتيجة قبل المصاريف المالية ومخصصات الإهلاك.

N : عدد الأسهم .

n : سنة التنازل عن الأسهم .

تتطلب مقتضيات الحساب تحقق الفرضيات الموالية :

- الإتفاق على صيغة الخروج؛

- الخروج في السنة الثامنة؛

- القيمة الإسمية للسهم تقدر بـ 100 000 دج؛

- الرأسمال الاجتماعي يقدر بـ 50 000 000 دج مقسم إلى 500 سهم؛

- مساهمة الشركة المالية الجزائرية الأوروبية للمساهمة في الرأسمال الاجتماعي تكون

بـ 9 500 000 دج مقسمة على 95 سهم.

الجدول الموالي يبين محددات المردودية المتوقعة بعد بيع الأسهم لفينال:

جدول رقم (18): العائد المتوقع عند التنازل عن الأسهم

الوحدة: 1 دج

المبلغ	الصيغة	البيان
180 000	$500 * 6 / [(90\,438\,000)^3 + (88\,829\,000)^2 + (90\,682\,000)]$	Good will للسهم الواحد
116 525	$50\,000\,000 + 5\,000\,000 + 61\,525\,000$	الاصول الصافية
413 000	$180\,000 + (116\,525\,000 / 500)$	قيمة التنازل عن السهم
39 235 000	$413\,000 * 95$	القيمة الاجمالية للتنازل
29 735 000	$39\,235\,000 - 9\,500\,000$	فائض القيمة المحقق
15 258 756	$29\,735\,000 / (1.10)^7$	استحداث فائض القيمة الاجمالية

المصدر: وثائق مالية للشركة المالية الجزائرية الأوروبية للمساهمة، 2014.

المردودية المتوقعة لشركة فينالب تمثل إجمالي العناصر التالية:

(الفائدة + الأرباح السنوية المستحدثة + فائض القيمة) / مبلغ المساهمة

$$(5\,000\,000 + 28\,590\,000 + 15\,258\,756) / (9\,500\,000 + 8\,550\,000) = 270\%$$

1. عند اتخاذ القرار النهائي بتمويل هذا المشروع أضيف ثلاثة شركاء طبيعيين، لكل منهم

حصة تعادل 5 أسهم؛

2. خلال مرحلة الشراكة حققت المنشأة سيولة أغنتها من الاستعانة بالحساب الجاري

للمساهمين؛

3. استطاعت مؤسسة فينالب تحقيق 80% من إجمالي توقعاتها بعد الخروج؛

4. أغلبية المردودية المحققة تمثلت في الفائدة على الحساب الجاري للمساهمين.

المبحث الثالث: دراسة حالة طلب مساهمة لدى الجزائر استثمار

تطرقنا سابقا إلى عرض موجز لمؤسسة الجزائر استثمار، من خلال هذا المبحث سنتطرق إلى مختلف مراحل عملية المشاركة أو اختيار المشاريع الاستثمارية مع تقديم دراسة تطبيقية لمشروع استثماري سيتم تمويله عن طريق رأسمال النمو.

المطلب الأول: خطوات دراسة طلب تمويل لدى الجزائر استثمار

تتلقى الجزائر استثمار طلبات التمويل من المقاولين عن طريق الاتصال المباشر والتمثل في المقابلة مابين الطرفين والتي كسابقتها، يتم خلالها عرض موجز للمشروع. وبدوره المكلف بالمهام لدى الجزائر استثمار يعرف بالمؤسسة، أسلوب التمويل والمشاريع التي يمكن أن تستثمر فيها وهي كالتالي:

- المؤسسات الناشئة في قطاعات مرتبطة بالتنمية المستدامة (القطاعات المتجددة، مشاريع

اقتصادية، اجتماعية...)

- مؤسسات تنشط في ميادين تكنولوجيا الإعلام والاتصال؛

- مؤسسات استفادت من برنامج إعادة التأهيل المقدم من طرف السلطات العمومية؛

أما المؤسسات غير المؤهلة بالتمويل تنحصر في: المؤسسات الناشطة في مجال الاستيراد، المؤسسات التي استفادت من دعم الدولة كالفلاحين، السكن... الخ ومؤسسات لها شكل قانوني شخص مادي.

كما تختار أيضا ضمن الشروط التي حددها مسبقا قانون 06-11 وشروطها الخاصة والمتمثلة

فيمايلي:

- مدة المساهمة تتراوح ما بين 5 و 7 سنوات؛
 - الاكتتاب في أسهم عادية، شهادات استثمارية، سندات قابلة للتحويل، حصص الشركاء وكل القيم المنقولة الأخرى المماثلة للأموال الخاصة؛
 - ضرورة وجود مساهمة من طرف المقاول إما في الشكل النقدي أو العيني، حيث المساهمة العينية تتمثل في الأراضي، المعدات والآلات...الخ والتي يضبطها القانون التجاري في المادتين 568 و 601، والذي يفرض وجود خبرة قضائية تعمل على تقييم هاته الممتلكات؛
 - تمويل الشركة ذات أسهم في حدود 34% إلى 49% من رأسمالها؛
 - تمويل المؤسسات ذات المسؤولية المحدودة في حدود 26% إلى 49%.
- عندما يتوافق المشروع مع مختلف الشروط، تنتقل عملية الاختيار إلى المرحلة الموالية، أين يملأ المقاول وثيقة معلومات حول المشروع، وبالتالي ينتقل الطلب عبر مراحل¹.

الفرع الأول: المرحلة الأولى

خلال المرحلة الأولى تعقد ثلاثة اجتماعات مختلفة من أجل اتخاذ القرار النهائي بالاستثمار من عدمه:

أولاً: لجنة الاختيار المسبق

تتكون اللجنة من المكلفين بالمهام ومديرهم، الهدف منها التشاور ومن ثم تحديد ما إذا كان المشروع مقبولاً مبدئياً أو مرفوضاً. ففي حالة القبول يطلب من المقاول إعداد خطة عمل، ويعتمد على بعض المعطيات المتواجدة فيها، يوقع كلا الطرفين على مذكرة اتفاق تدعى بخطاب النية

¹ لقاء مع المكلف بالمهام، مؤسسة الجزائر استثمار، الجزائر العاصمة، لقاء شفهي، 2014.

والذي يهدف إلى تأكيد عزم الطرفين على إنشاء علاقة شراكة وتنص على مختلف الإجراءات لعقد الشراكة.

ثانيا: اللجنة الاستثمارية

بعد دراسة تفصيلية للمشروع أو دراسة الجدوى من طرف المكلف بالمهام والتدقيق القانوني، يعرض الملف على اللجنة الاستثمارية التي تضم المكلفين بالمهام ومديرهم، المسؤول القانوني ومسؤول الإدارة والمالية، تتناقش اللجنة حول مدى مردودية المشروع ومختلف الأمور المالية والقانونية.

إذا لم تتعد تكلفة المشروع 50 مليون دج، يمكن للقرار الاستثماري النهائي أن يتخذ من طرف اللجنة الاستثمارية، وإن فاقت تكلفته هذا المبلغ، يتخذ القرار من طرف مجلس الإدارة الذي يضم أعضاء اللجنة الاستثمارية والمدير العام.

ثالثا: اتخاذ القرار بالمساهمة

اتخاذ القرار الاستثماري بالقبول من طرف اللجنة الاستثمارية أو مجلس الإدارة، يعني التزام الجزائر استثمار بتمويل المشروع في رأس المال من خلال إحدى الحالتين:

- الحالة الأولى: تساهم الجزائر استثمار نقديا بـ 49% و 51% مساهمة شخصية

من طرف المقاول إما نقدية أو عينية؛

- الحالة الثانية: يدعى تمويل ثلاثي الأبعاد، يضم المقاول، مؤسسة الجزائر استثمار

والبنك، حيث تجزأ تكلفة المشروع إلى نوعين من التمويل، الأول قرض والثاني مساهمة

في رأس المال وهذا الأخير يتشارك فيها كل من المقاول والجزائر استثمار.

تتم المشاركة بإضفاء الطابع الرسمي من خلال توقيع اتفاقية المساهمين. حيث هذه الأخيرة تشمل مختلف البنود التي تضبط نشاط المؤسسة الممولة ومراقبتها، بند حق الانسحاب في حالة عدم احترام شروط المساهمة، تعيين محافظ للحسابات في الجمعية العامة العادية.

الفرع الثاني: المرحلة الثانية

تأتي في المرحلة الثانية عملية تأسيس المنشأة باتخاذ مختلف الإجراءات القانونية، وبداية

مرحلة الشراكة:

أولاً: تأسيس المنشأة

يتخذ الطرفان الإجراءات القانونية لتأسيس المنشأة من إعداد النظام الأساسي للمنشأة بمساعدة الجزائر استثمار، التسجيل بمركز السجل التجاري،...الخ، وبصفة عامة تساعد المنشأة على إعداد إجراءات التأسيس.

ثانياً: متابعة المشروع

الهدف من المتابعة هو تحقيق الحوكمة الرشيدة والتي تسعى الجزائر استثمار تجسيدها من خلال تعيين ممثل في مجلس الإدارة، زيارات ميدانية وتقارير دورية تشمل النقاط التالية:

- الوضعية المادية والمالية للاستثمارات المحققة والتي في صدد التحقيق؛
- وضعية المبيعات، الاستهلاك، أعباء العاملين ومصاريف استغلال أخرى؛
- وضعية الخزينة والبيانات البنكية؛
- تطور الموارد البشرية للمنشأة؛
- وضعية الحقوق والديون؛
- الانطلاقات التجارية المحققة؛
- وضعية النزاعات.

ثالثاً: الخروج من المساهمة

- عملية الخروج من المشاريع الاستثمارية تتبنى الجزائر استثمار 3 طرق للخروج هي:¹
- بيع حصة الجزائر استثمار للمقاول أي ضمان حق الشفعة مع إعطاء مدة للرد على ذلك تقدر بـ 3 أشهر وفي حالة الرفض المباشر أو عدم الرد يعتبر رفضاً لشراء الأسهم؛
 - بيع (بالتراضي) أغلبية رأسمال المؤسسة إلى مستثمر صناعي (من نفس القطاع) أو إلى صندوق استثمار آخر؛
 - التنازل التدريجي عن حصصها عن طريق البورصة.

المطلب الثاني: دراسة طلب تمويل لدى الجزائر استثمار

سوف تتم دراسة مشروع حقيقي في مرحلة النمو تم تمويله عن طريق صندوق الاستثمار لولاية الجزائر، والمسير من طرف مؤسسة الجزائر استثمار.

الفرع الأول: عرض المشروع

المشروع يتمثل في توسيع نشاط شركة وطنية ذات الشخص الوحيد وذات المسؤولية المحدودة، متخصصة في مجال الأشغال العمومية. الهدف من المشروع هو إضافة نشاط جديد يسمح بنمو حجم الشركة من خلال تعظيم رقم أعمالها واكتساب حصة سوقية أكبر من السابق. فالنشاط محور المشروع يتمثل في أعمال الحفر والتسوية، تعبيد الطرقات والأرصفة.

¹ لقاء مع المسؤول القانوني، مؤسسة الجزائر استثمار، الجزائر العاصمة، لقاء شفهي، 2014.

يتجسد المشروع محل التطوير عن طريق شراكة مابين الجزائر استثمار والشركة المعنية وبالتالي يتغير الشكل القانوني لهاته الشركة وتصبح مؤسسة ذات المسؤولية المحدودة، وحفاظا على مبدأ السر المهني، قررنا الترميز للشركة الطالبة للتمويل بالحرف D.

تأسست الشركة D في سنة 2005 برأسمال اجتماعي يعادل 100.000 دج وجه نحو نشاط نقل مواد البناء - الركام- والأشغال العمومية، حيث اتخذت ولاية الجزائر كموقع لها. استطاعت بعد ذلك المؤسسة من تطوير مجال عملها بإدخال أنشطة أخرى منها استيراد وتصدير كل المعدات والمواد المرتبطة بميدان الاتصال في 2009، وهذا برأسمال اجتماعي وصل إلى 10 مليون دج. المقر الاجتماعي للشركة D عبارة عن مسكن مستأجر لمدة سنة واحدة .

ساهمت الشركة في إقامة عدة مشاريع عمومية كتمديد خط السكة الحديدية بتيزي وزو، انجاز الطريق السيّار شرق/غرب بعين الدفلة...الخ، وهذا بالاستعانة بعناد إنتاجي يتكون إجمالا من 20 شاحنة وعنصر بشري يشمل 5 إطارات متخصصة و 23 موظف آخرين.

من جهة نجد أن الشركة D حققت رقم أعمال ارتفع تدريجيا للسنوات 2009، 2011 على التوالي: 4,7 مليون دج و 52.9 مليون دج، إلا أنه لا يعبر عن الوضعية المالية الحقيقية. ومن جهة أخرى، نجدها قد حققت خسارة في السنوات 2009 و 2011، حيث نسب التسيير كانت سلبية. ففي 2009 هامش الربح كان تقريبا معدوماً والذي يفسر بعدم تغطية حجم المبيعات للمشتريات المستهلكة، ولكنها حققت قيمة مضافة قدرت بـ 20,3 مليون دج نتيجة امتلاكها مخزوناً غير مستهلكاً، ولذلك تفسر الخسارة بارتفاع المصاريف المالية للقروض، فنجد حجم الديون طويلة الأجل تعادل 16 مليون دج وقصيرة الأجل 26,7 مليون دج، وهذه الأخيرة تقلصت أو انخفضت في 2010 وبالتالي تدني حجم المصاريف المالية، كما عادت القيمة المضافة المحققة 23,6 مليون دج.

أما في سنة 2011 لاحظنا أن مقدار القيمة المضافة 1.9 مليون دج والذي لا يغطي مصاريف التشغيل، وبالتالي عجز في صافي الاستغلال في حدود 2.37 مليون دج، يفسر بارتفاع تكاليف الاستغلال. بالإضافة إلى ذلك، نجد اختلالاً بين الحسابات المحاسبية وما هو موجود في الحقيقة بالنسبة لسنتي العجز. يتمثل هذا الاختلال في وجود فرق بين قيمة الأصول المتاحة محاسبياً وقيمتها ضمن الكشوف البنكية، وهذا ما حدده محافظ الحسابات.

تتطلب إقامة المشروع مبلغاً إجمالياً يساوي 450 مليون دج موجهة لشراء عتاد جديد للأشغال العمومية، يمول عن طريق ثلاثة أساليب تمويلية ألا وهي : قروض بنكية تقدر بـ 349 مليون دج أي 77,5% من إجمالي التمويل، الرفع من رأس المال بقيمة 44 مليون دج كنسبة تمثل 9,8% وتمويل ذاتي بـ 57 مليون دج أي 12,7% .

تساهم الجزائر استثمار في عملية الرفع من رأسمال الشركة D كشريك مالي، بنسبة 49% من إجمالي رأسمالها الاجتماعي، وهذا حسب ما يورده قانون رأس المال الاستثماري في الجزائر، أما باقي النسبة أي 51% تعود للشركة D.

إذاً حجم المساهمة النقدية للجزائر استثمار تمثل 36 مليون دج كقيمة لا تتعدى 5% من إجمالي موارد الصندوق، أما مساهمة الشركة D تقدر بـ 38 مليون دج، حيث 8 مليون دج عبارة عن مساهمة نقدية و 30 مليون كمساهمة عينية، ومنه يصبح رأسمالها في حدود 74 مليون دج.

توقعت الشركة D أن أصولها العينية قد حققت فائض قيمة يعادل 20 مليون دج، مما يسمح بارتفاع رأسمالها من 10 مليون دج إلى 30 مليون دج، ولكن كتعقيب على هذا التوقع ، الشركة لم تستعن بخبرة قضائية عند إعادة تقييم أصولها.

فيما يتعلق الأمر بالمصدر الثاني للتمويل، فالشركة تتفاوض حالياً مع البنك X للحصول على ثلاثة قروض تستغل عبر 3 سنوات وبإجمالي 349 مليون دج، حيث تستحق خلال 7 سنوات بمعدل فائدة يساوي 5,5% مع سنتين كفترة سماح.

من جهة أخرى، تتوقع الشركة D تحقيق أرباح في السنة الأولى من التمويل -2013- تعيد استثمارها في السنة الثانية والثالثة على شكل تمويل ذاتي، بمقدار 25 مليون دج و 32 مليون دج على التوالي.

أولاً: التعريف بالمسير

مسير الشركة D متحصلة على عدة شهادات منها شهادة بكالوريا في 1985، شهادة مهندس دولة في الإلكترونيك، شهادة نجاح في مجال البنوك والمالية في 2011، كما قامت بتربصات في المجال البنكي والإعلام الآلي. كذلك اكتسبت خبرة مهنية لتوليها مناصب مختلفة منها مسيرة لمؤسسة عائلية للنقل، مكلفة سابقة بالمهام بالبنك الجزائري للتنمية، رئيسة قسم في المؤسسة الوطنية للنقل عبر الطرقات، وممثلة لمؤسسات أجنبية بالجزائر.

ثانياً: دراسة السوق

قطاع الأشغال العمومية عبارة عن قطاع يساهم في تفعيل عجلة التنمية الاقتصادية، خلق مناصب عمل وكذا تحفيز قطاعات اقتصادية أخرى. لذلك هو قاعدة أساسية من أجل تطوير الاستثمارات الوطنية والأجنبية. فمن خلال تجسيد مشاريع البنى التحتية يساهم القطاع في نجاح عملية التنمية المحلية.

الوسيلة المتبعة من طرف السلطات المحلية الجزائرية لبلوغ هدف التنمية الاقتصادية، هو إنجاز مشاريع البنى التحتية المتمثلة في الطريق السيّار شرق - غرب، الطريق السيّار للهضاب العليا والطريق العابر للصحراء، والتي تعتبر حتمية لا مناص منها في سبيل خلق مناخ مهياً، قادر

على جلب استثمارات محلية أو أجنبية، وكذا إنعاش الأنشطة الاقتصادية وتعبئة المبادرات الفعالة، وهذا في إطار تجسيد معالم العولمة.

يسير قطاع الأشغال العمومية من طرف الوزارة المكلفة به، بالإضافة إلى هيئات أخرى منظمة للسوق المحلية لهذا القطاع والمتمثلة في:

أ. الوكالة الوطنية للطرق السيارة ANA : عبارة عن مؤسسة عمومية ذات الطابع الصناعي والتجاري، تتكفل بالمشاريع الحالية والمستقبلية للبنى التحتية الخاصة بالطرق السيارة، بمعنى ضمان تحقق مشاريع شبكة الطرق.

ب. الجزائرية لتسيير الطرق السيارة AGA: مؤسسة عمومية ذات الطابع الصناعي والتجاري، تهتم بتسيير، متابعة وصيانة كل مشاريع الطرق السيارة.

ج. المنظمة الوطنية للرقابة التقنية على الأشغال العمومية CTPP.

يعتمد القطاع على سياسة التخطيط والتي تظهر في شكل برامج خماسية، ذات أهداف متعددة ومتكاملة تتوافق مع متطلبات التنمية الاقتصادية، تتجسد عن طريق إنجاز عدة مشاريع عبر التراب الوطني وبغلاف مالي ضخم جدا بما يقارب آلاف الملايير من الدينار الجزائري، وهذا منذ بداية 2005 إلى غاية 2025. حيث استلزم البرنامج الخماسي 2010-2014 مبلغاً قدر بـ 286 مليار دولار - 21.214 مليار دج-. أما البرنامج الخماسي 2015-2020 فقد خصص له حوالي 53 مليار دولار أي 4.300 مليار دج لتطوير منشآت الطرق، الطرق السيارة والمنشآت الفنية.

سيوجه مبلغ 4.000 مليار دج لتطوير وتحسين شبكات الطرق والتي تتلخص في 1000 كلم من الطرق السيارة و700 كلم من الطرق السريعة والطرق الاجتتابية أو الدائرية وأزيد من 7000 كلم من الطرق الوطنية والمسارات الولائية إضافة إلى حوالي 1500 منشأة فنية.

فيما يخص المشاريع المحدد انجازها في إطار البرنامج الخماسي 2015-2020 نجد

منها مايلي:

- انجاز الطريق السريع للهضاب العليا الذي تقدر تكلفته بـ 700 مليار دج وسيقسم هذا المشروع البالغ طوله 1000 كم إلى عدة أجزاء؛
- إنجاز مشاريع لكل من المداخل الرابطة بين موانئ الشمال التنس وبجاية وجيجل والطريق السيار شرق/غرب؛
- إكمال مشروع الطريق السيار شمال جنوب الذي هو في طور الإنجاز؛
- إكمال إنجاز مشاريع مدرجة في إطار المخطط الخماسي الجاري، حيث حوالي 90% من المشاريع المقررة قد شرع فيها؛
- مشروع تطوير واد الحراش بالجزائر العاصمة والتي يجب أن تتم الموافقة عليه في عام 2015؛
- إنجاز 700 مشروع من أجل حماية المدن من الفيضانات منها الجزائر العاصمة بغلاف مالي يقدر بـ 260 مليار دج، وكذا تخصيص 50 مليار دج لمكافحة هذه الظاهرة؛
- إعادة تأهيل أزيد من 170 كلم من الطريق السيار شرق-غرب بتكلفة تفوق 69 مليار دج أي 1 كلم يتم تأهيله من 50 إلى 70 ألف \$ ، أبرزها مقاطع ولايات الجزائر-البويرة، البليدة، برج بوعريرج؛
- مشروع الطريق السريع الذي سيربط سيدي بلعباس بكل من ولاية سعيدة وعين تيموشنت؛
- تنفيذ أشغال إضافية متعلقة بالطريق السيار شرق-غرب بتكلفة تقدر بـ 150 مليار دج؛
- مشاريع تتعلق بتهيئة أحياء الجزائر العاصمة وإعادة الاعتبار للواجهة البحرية لها، وهذا في سبيل تمكين العاصمة من احتضان أكبر حدث دولي.

ثالثاً: هيكل الاستثمار

ضمن هيكل الاستثمار يتعين تحديد إجمالي استثمارات الشركة D منها الموجودة حالياً وأخرى مستقبلية في إطار تجسيد المشروع.

أ. الاستثمارات الموجودة

تتمثل استثمارات الشركة في مجموعة من التثبيات المادية والتي تقدر بحوالي 16 مليون دج كقيمة صافية في نهاية 2011، تتكون هاته التثبيات مما يلي:

جدول رقم (19): الاستثمارات الحالية للشركة D

الوحدة : 1 مليون دج

رقم الحساب	الاستثمارات	المبلغ
212	عمليات النضيد والتهيئة للقطع الأرضية الممنوح امتيازها	294 762,15
215	المنشآت لتقنية، المعدات والأدوات الصناعية	4 636 628,99
218	التثبيات المادية الأخرى	41 000,00
2180	معدات النقل الثقيلة	54 325 000,00
2181	معدات النقل الخفيفة	5 825 213,67
21810	أثاث المكتب	262 346,15
21811	معدات المكتب	110 301,55
2182	الخطوط الهاتفية	20 608,00
	المبلغ الإجمالي	80 750 048,54
	إجمالي الاهتلاكات	64 656 951,55
	المجموع	16 093 096,00

المصدر: وثائق مالية لمؤسسة الجزائر إستثمار، 2014.

توقعت الشركة D أن استثماراتها الحالية سوف تحقق فائض قيمة عند إعادة تقييمها، تقدر بـ 20 مليون دج، لتصبح في حدود 36 مليون دج ، مما سيسمح لها بارتفاع رأسمالها من 10 إلى 30 مليون دج.

ب. الاستثمارات المستقبلية

في إطار توسيع النشاط، تحتاج الشركة D إلى تثبيات مادية أخرى تتمثل في العتاد الخاص بالأشغال العمومية، تكلفتها تعادل 450 مليون دج. اعتمدت الشركة على برنامج للإستثمار، عملية اقتناء هاته الأصول بالتوافق مع مخطط التمويل، وهذا حسب الجدول التالي:

جدول رقم (20): الاستثمارات المستقبلية

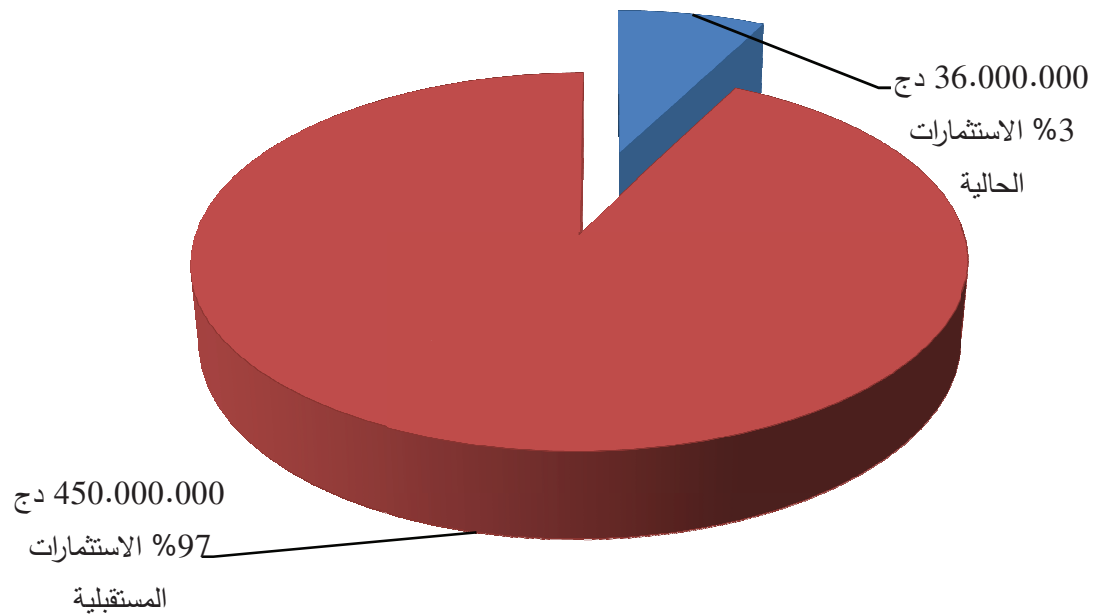
الوحدة : 1000 دج

Les matériels	2014		2015		2016	
	Q	M	Q	M	Q	M
Bulldozer	1	50 000			2	100 000
Chargeuse sur pneus	1	9 223	2	18 446	1	9 223
Compacteurs monocylindre	1	13 410			1	13 410
Compacteurs sur pneus 35t	1	18 000			1	18 000
niveleuse	1	26 640			1	26 640
Pelle hydraulique sur chenille	1	15 280				
Pelle hydraulique sur chenille-brise roche			1	16.000		
Camions à benne 14m ³	2	20 000	5	50 000	3	30 000
Camions citerne	1	12 000			1	12 000
Foreuse			1	40 000	1	40 000
Divers matériels	447		554		727	
Total des investissements	165 000		125 000		160 000	

المصدر : وثائق مالية لمؤسسة الجزائر إستثمار ، 2014.

كخلاصة لهيكل الاستثمار للمشروع، الشكل التالي يعبر عن إجمالي الاستثمارات الحالية

والمستقبلية:



الشكل رقم (16): إجمالي استثمارات المشروع

المصدر: إعداد الباحثة

الشكل السابق رقم 16 يبين قيمة الاستثمارات الحالية للشركة D التي تمثل 36 مليون دج بنسبة 3%، وترغب في رفعها الى 486 مليون دج بإضافة إستثمارات جديدة تعادل 450 مليون دج.

رابعاً: هيكل التمويل

اعتمد المشروع على خطة معينة لتمويل استثماراته المستقبلية، حيث هذه الخطة مجزأة

على ثلاثة سنوات كما يبينها الجدول التالي:

جدول رقم(21): الهيكل التمويلي للمشروع

الوحدة : 1 مليون دج

البيان	نوع التمويل	المبلغ	معدل التدخل
السنة الأولى	تمويل داخلي	74 000 000	%40
	1. المشروع:		
	• رأس المال الاجتماعي الحالي	10 000 000	%13,5
	• فائض قيمة	20 000 000	%27
	• مساهمات نقدية	8 000 000	%10,5
	2. الجزائر استثمار	36 000 000	%49
	• مساهمة نقدية		
	تمويل خارجي	121 000 000	%60
	• قرض بنكي	121 000 000	
المجموع الأول		195 000 000	%40
السنوات	تمويل داخلي	تمويل خارجي	نوع التمويل
	تمويل ذاتي من طرف المشروع	قرض بنكي	
السنة الثانية	25 000 000	100 000 000	حجم التمويل
	%20	%80	
المجموع الثاني	125 000 000	%26	المجموع الثاني
السنة الثالثة	32 000 000	128 000 000	حجم التمويل
	%20	%80	

المجموع الثالث	34%	160 000 000	المجموع الثالث
تكلفة المشروع الإجمالية	100%	480 000 000	تكلفة المشروع الإجمالية

المصدر: إعداد الباحث بناء على معطيات لمؤسسة الجزائر استثمار، 2014.

بناء على هيكل التمويل يمكن إعداد جدول مختصر لأشكال التمويل المختلفة ولهيكـل

رأسـمال المشروع كمايلي:

جدول رقم(22): أشكال التمويل

الوحدة : 1 مليون دج

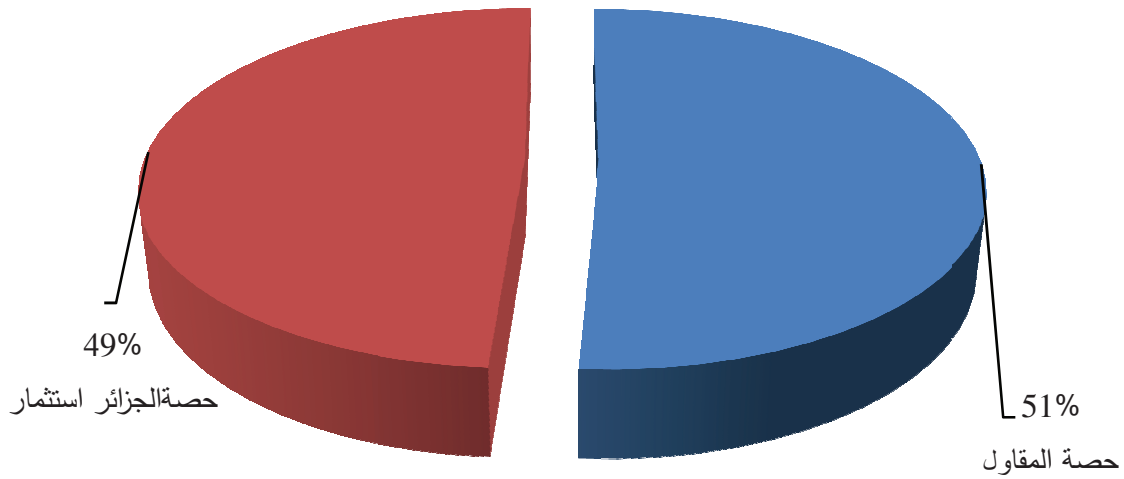
تمويل رأس المال الاجتماعي	التمويل الخارجي	التمويل الذاتي	
74 000 000	349 000 000	57 000 000	المبالغ المستثمرة

المصدر: إعداد الباحث بناء على معطيات لمؤسسة الجزائر استثمار، 2014.

جدول رقم (23): هيكل رأس المال

الوحدة : 1 مليون دج

المقاول	الجزائر استثمار	
38 000 000	36 000 000	حجم المساهمة في رأس المال
51%	49%	

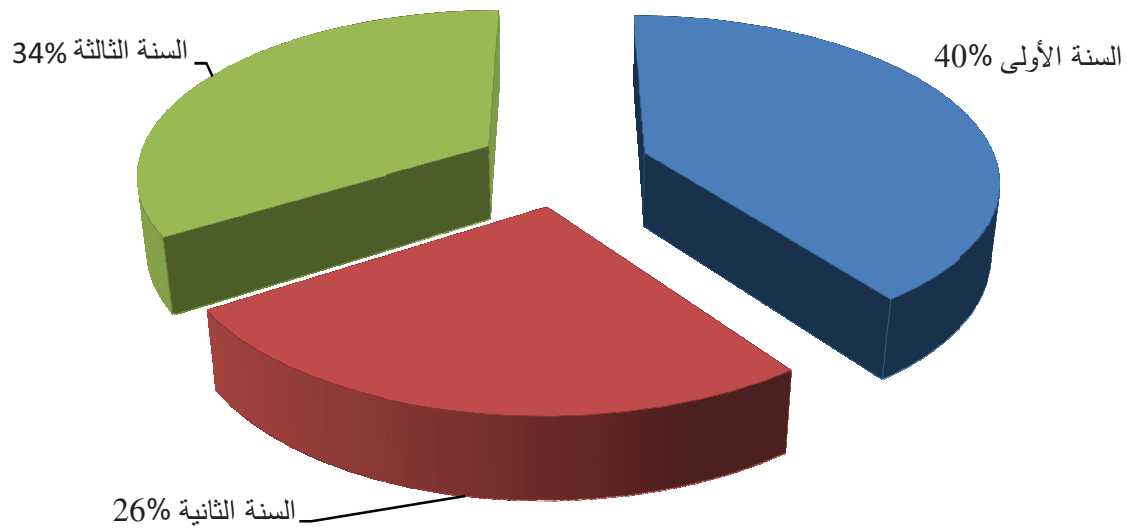


الشكل رقم (17): هيكل رأس المال

المصدر: إعداد الباحثة بناءً على وثائق مالية لمؤسسة الجزائر استثمار، 2014.

يوضح الشكل أعلاه نسب مساهمة كل من الشركة الطالبة للتمويل ومؤسسة الجزائر

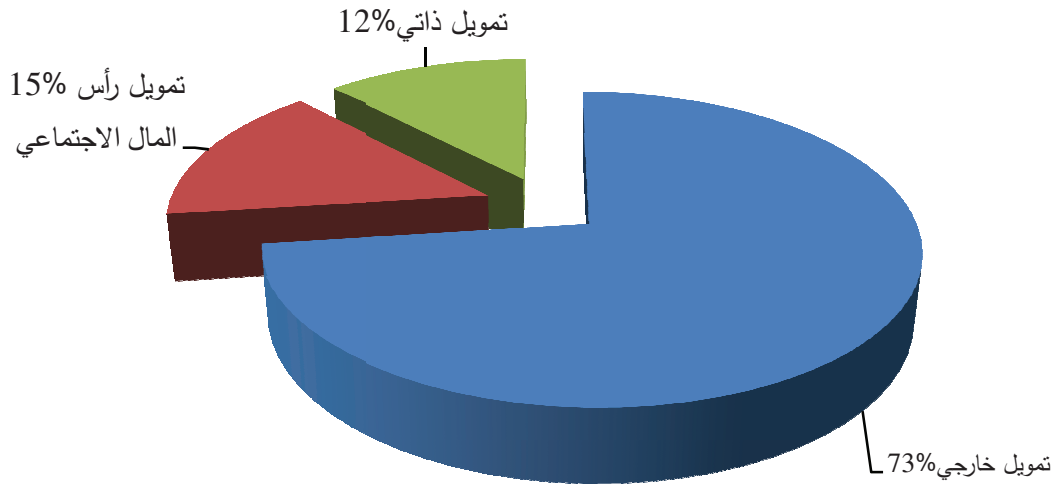
استثمار، حيث نلاحظ أنها تتوافق مع ما يسمح به القانون الجزائري.



الشكل رقم (18): توزُّع حجم التمويل

المصدر: إعداد الباحثة بناءً على وثائق مالية لمؤسسة الجزائر استثمار، 2014.

حسب إستراتيجية الشركة D، عملية التمويل تتم على ثلاث سنوات فالسنة الأولى تستلزم 40% من إجمالي تكلفة المشروع، 34% و 26% في السنة الثانية والثالثة على الترتيب، وهذا بما يتوافق مع المصادر المالية.



الشكل رقم (19): نسب أنواع التمويل

المصدر: إعداد الباحثة بناء على وثائق مالية لمؤسسة الجزائر استثمار، 2014.

يبين هذا الشكل مختلف المصادر المالية التي سوف تمويل بها مشروعها، حيث رأسمالها الاجتماعي يمول عن طريق مساهمة الجزائر استثمار، التمويل الخارجي يوفره البنك بنسبة كبيرة وكذا تستعين بالتمويل الذاتي بعد ما تحققه من عوائد مالية في السنوات المقبلة.

الفرع الثاني: دراسة التوقعات المستقبلية

خلال هذه المرحلة يتم التنبؤ بعدة متغيرات محاسبية ومالية تسمح بالحكم على مدى نجاعة المشروع مستقبلا، حيث دراسة التوقعات تكون على أساس 5 سنوات لأنها تمثل مدة المساهمة وهذا ابتداءً من 2014.

أولاً: التنبؤ بالمتغيرات المحاسبية

خلال هاته المرحلة يتم التنبؤ بمختلف المتغيرات المحاسبية من رقم الأعمال حجم المشتريات...الخ، من أجل إعداد حسابات النتائج وتقدير القدرة على التمويل الذاتي.

أ. رقم الأعمال

ينتج رقم أعمال المشروع عن حجم الأشغال العمومية التي تساهم في إنجازها خلال السنة، ولذلك يستدعي الأمر تحديد حجم أشغال التسوية أو التهيئة المحتمل إنجازها والتي لابد أن تلتزم بها خلال مرحلة الشراكة. الجدول التالي يبين حجم رقم الأعمال المتوقع:

الجدول رقم (24): رقم الأعمال المتوقع

الوحدة: 1000 دج

حجم رقم الأعمال	المجموع الثاني	السعر لل م ³	كمية أعمال التسوية بال م ³	المجموع الأول	السعر لل م ³	كمية أعمال الحفر بال م ³	
134 000	74 000	1850	40 000	60 000	750	80 000	2014
267 500	185 000	1850	100 000	112 500	750	150 000	2015
502 500	277 500	1850	150 000	225 000	750	300 000	2016
632 500	370 000	1850	200 000	262 500	750	350 000	2017
707 000	407 000	1850	220 000	300 000	750	400 000	2018

المصدر: إعداد الباحثة بناء على وثائق مالية لمؤسسة الجزائر استثمار، 2014.

ب. المشتريات المستهلكة:

مجمّل المشتريات المستهلكة تمثل نسبة متوسطة تقارب 42% من رقم الأعمال، الجدول

الموالي يوضح حجم هاته المشتريات:

جدول رقم(25): حجم المشتريات المستهلكة

الوحدة: 1000 دج

البيان	2014	2015	2016	2017	2018
المبلغ	52 700	124 250	222 375	256 000	302 600
النسبة	%39	%42	%44	%40	%43

المصدر: إعداد الباحثة بناء على وثائق مالية لمؤسسة الجزائر استثمار، 2014.

ج. الخدمات الخارجية:

مختلف الخدمات الخارجية التي تتحصل عليها المشروع قدرت بـ 15% من رقم الأعمال

وعليه تظهر في الجدول الموالي بالقيم التالية:

جدول رقم(26): الخدمات الخارجية

الوحدة: 1000 دج

	2014	2015	2016	2017	2018
قيمة الخدمات	20 100	44 625	75 375	94 875	106 050

المصدر: إعداد الباحثة بناء على وثائق مالية لمؤسسة الجزائر استثمار، 2014.

د. أعباء العاملين:

فيما يتعلق بجهاز المستخدمين سوف يتم تعيين 60 موظف جديد خلال 3 سنوات، حيث

34 عامل يوظف عند بداية النشاط و 26 عامل يدرجون في السنة الثالثة، بمتوسط أجر سنوي

يعادل 814 ألف دج وكإجمالي مصاريف للمستخدمين يعادل 27,690 مليون دج والتي تتزايد كل سنة بمعدل 5%.

جدول رقم (27): أعباء العاملين

الوحدة: 1000 دج

2018	2017	2016	2015	2014	
52 663	50 155	47 767	29 075	27 690	أعباء العاملين

المصدر: إعداد الباحثة بناء على وثائق مالية لمؤسسة الجزائر استثمار 2014.

ر. الضرائب و الرسوم:

يستفيد المشروع من إعفاء جبائي لمدة 3 سنوات من بداية النشاط كامتياز متحصل من طرف الوكالة الوطنية لتطوير الاستثمارات، حيث إجمالي الرسوم تتمثل في الرسم على النشاط المهني TAP والتي تقدر بـ 2% من رقم الأعمال وهذا حسب لجدول التالي:

جدول رقم (28): الرسم على النشاط المهني

الوحدة: 1000 دج

2018	2017	2016	2015	2014	
14 140	12 650	0	0	0	La TAP

المصدر: إعداد الباحثة بناء على وثائق مالية لمؤسسة الجزائر استثمار، 2014.

م. مخصصات الاهتلاكات:

حسب هيكل الاستثمار يتم حساب الاهتلاكات بالنسبة للاستثمارات الموجودة من قبل مع الأخذ بعين الاعتبار حجم فائض القيمة وكذا الاستثمارات التي يرغب المشروع في اقتنائها.

جدول رقم(29): مخصصات الاهتلاكات

الوحدة: 1000 دج

2018	2017	2016	2015	2014	
41 400	41 400	41 400	22 700	22 700	مخصصات الاهتلاكات

المصدر: إعداد الباحثة بناء على وثائق مالية لمؤسسة الجزائر استثمار، 2014.

نلاحظ حسب الجدول أن قيمة المعدات لم تتغير في السنة الثانية رغم شراء عتاد استثماري

جديد في نفس السنة، وهذا راجع لاستعماله في السنة الموالية.

ن. مخصصات المؤنات:

تأخذ نسبة 3% من رقم الأعمال كمخصصات للمؤنات، وهذا ما يوضحه الجدول التالي:

جدول رقم (30): مخصصات المؤنات

الوحدة: 1000 دج

2018	2017	2016	2015	2014	
21 210	18 975	15 075	8 925	4 020	قيمة المؤنات

المصدر: إعداد الباحثة بناء على وثائق مالية لمؤسسة الجزائر استثمار، 2014.

هـ. أعباء عملياتية أخرى:

كإجراء للتقليل من حجم المخاطر ، تأخذ نسبة 2% من رقم الأعمال كأعباء عملياتية

أخرى، تظهر في الجدول التالي:

جدول رقم (31): أعباء عملياتية أخرى

الوحدة: 1000 دج

2018	2017	2016	2015	2014	
14 140	12 650	10 050	5 950	2 680	الأعباء العملياتية الأخرى

المصدر: إعداد الباحثة بناء على وثائق مالية لمؤسسة الجزائر استثمار، 2014.

ن. الأعباء المالية:

تتكون الأعباء المالية من الفوائد على مختلف القروض البنكية، فيكفي لتحديد إعداد

جدول هاته القروض ومن ثم نستخرج مبالغ الفوائد المستحقة الدفع.

جدول رقم (32): اهتلاك القروض البنكية

الوحدة: 1000 دج

القرض الأول: 121 مليون دج					
أصل القرض	الفائدة	الاهتلاك	الدفعات	باقي القرض	
121 000	6 655	0	6 655	121 000	2014
121 000	6 655	0	6 655	121 000	2015
121 000	6 655	24 200	30 855	96 800	2016
96 800	5 324	24 200	29 524	72 600	2017
72 600	3 993	24 200	28 193	48 400	2018
48 400	2 662	24 200	26 862	24 200	2019
24 200	1 331	24 200	25 531	0	2020
المجموع					
33.275	121 000	154 275	-		

المصدر: إعداد الباحثة بناء على وثائق مالية لمؤسسة الجزائر استثمار، 2014.

القرض الثاني: 100 مليون دج					
أصل القرض	الفائدة	الامتلاك	الدفعات	باقي القرض	
100 000	5 500	0	5 500	100 000	2015
100 000	5 500	0	5 500	100 000	2016
100 000	5 500	20 000	25 500	80 000	2017
80 000	4 400	20 000	24 400	60 000	2018
60 000	3 300	20 000	23 300	40 000	2019
40 000	2 200	20 000	22 200	20 000	2020
20 000	1 100	20 000	21 100	0	2021
المجموع					
27 500	100 000	127 500	-		

المصدر: إعداد الباحثة بناء على وثائق مالية لمؤسسة الجزائر استثمار، 2014.

القرض الثالث: 128 مليون دج					
أصل القرض	الفائدة	الامتلاك	الدفعات	باقي القرض	
128 000	7 040	0	7 040	128 000	2016
128 000	7 040	0	7 040	128 000	2017
128 000	7 040	25 600	32 640	102 400	2018
102 400	5 632	25 600	31 232	76 800	2019
76 800	4 224	25 600	29 824	51 200	2020

25 600	28 416	25 600	2 816	51 200	2021
0	27 008	25 600	1 408	25 600	2022
-	163 200	128 000	35 200	المجموع	

المصدر: إعداد الباحثة بناء على وثائق مالية لمؤسسة الجزائر استثمار، 2014.

جدول رقم (33): فوائد القروض

الوحدة: 1000 دج

2018	2017	2016	2015	2014	
15 433	17 864	19 195	12 155	6 655	الفوائد

المصدر: إعداد الباحثة بناء على وثائق مالية لمؤسسة الجزائر استثمار، 2014.

ي. احتياجات رأس المال العامل المعياري:

تمثل إجمالي مصاريف الاستغلال ثلاثية المدة وبناءً على ذلك يمكن إعداد الجدول

التالي:

جدول رقم (34): إحتياجات رأس المال العامل المعياري

الوحدة : 1000 دج

البيان	2014	2015	2016	2017	2018
المشتريات المستهلكة	13 175	31 063	55 564	64 000	75 650
الخدمات الخارجية	5 025	11 156	18 844	23 719	26 513
أعباء العاملين	6 923	7 269	11 942	12 539	13 166
الرسوم	0	0	0	3 163	3 535
BFRN	25 123	49 488	86 380	103 421	118 863
تغير BFRN	25 123 %0	24 365 %96	36 891 %74	17 041 %19	15 443 %15

المصدر: إعداد الباحثة بناء على وثائق مالية لمؤسسة الجزائر استثمار، 2014.

ثانيا: مختلف التوقعات المالية

تتمثل هذه التوقعات في القدرة على التمويل الذاتي، القيمة الحالية للمشروع، معدل العائد

الداخلي، وبالتالي تحديد المردودية المتوقعة لمؤسسة الجزائر استثمار.

أ. جدول حسابات النتائج المتوقع:

يظهر لنا جدول حسابات النتائج في الجدول الموالي اعتمادا على المعطيات المتنبأ بها

سابقا:

جدول رقم (35): حسابات النتائج

الوحدة: 1000 دج

2018	2017	2016	2015	2014	
707 000	632 500	502 500	297 500	134 000	رقم الأعمال
302 600	256 000	222 375	124 250	52 700	المشتريات المستهلكة
106 050	94 875	75 375	44 625	20 100	الخدمات الخارجية
408 650	350 875	297 750	168 875	72 800	استهلاك السنة المالية
298 350	281 625	204 750	128 625	61 200	القيمة الاستغلال المضافة
52 663	50 155	47 767	29 075	27 690	أعباء العاملين
14 140	12 650	0	0	0	الرسوم و الضرائب
231 547	218 820	156 983	99 550	33 510	فائض إجمالي الاستغلال
41 400	41 400	41 400	22 700	22 700	مخصصات الاهتلاكات
21 210	18 975	15 075	8 925	4 020	مخصصات المؤونات
14 140	12 650	10 050	5 950	2 680	الأعباء العملياتية الأخرى
154 797	145 795	90 458	61 975	4 110	النتيجة العملياتية
15 433	17 864	19 195	12 155	6 655	الأعباء المالية
-15 433	-17 864	-19 195	-12 155	-6 655	النتيجة المالية
139 364	127 931	71 263	49 820	-2 545	النتيجة العادية قبل الضرائب
26 479	24 307	0	0	0	الضرائب على النتيجة العادية
707 000	632 500	502 500	297 500	134 000	مجموع منتجات الأنشطة

					العادية
794 116	528 876	431 237	247 680	136 545	مجموع أعباء الأنشطة العادية
112 884	103 624	71 263	49 820	-2 545	النتيجة الصافية للأنشطة العادية
112 884	103 624	71 263	49 820	-2 545	صافي نتيجة السنة المالية
41 400	41 400	41 400	22 700	22 700	+ مخصصات الاهتلاكات
154 285	145 024	112 663	72 520	20 155	القدرة على التمويل الذاتي

المصدر: إعداد الباحثة بناء على وثائق مالية لمؤسسة الجزائر استثمار، 2014.

يوضح جدول حسابات النتائج مختلف أرصدة التسيير الوسيطة والتي يمكن التعقيب عليها

كالتالي:

➤ القيمة المضافة: تعتبر أهم الأرصدة لأنها تمثل الذروة المحققة من طرف المشروع، حيث نلاحظ

أنها ذات قيم متزايدة يمكنها تغطية مصاريف المستخدمين والرسوم والضرائب المفروضة

على دورة الاستغلال.

➤ فائض إجمالي الاستغلال: نلاحظ انخفاضاً كبيراً بالنسبة لرقم الأعمال، وهذا يعود لحجم المشتريات

المستهلكة، لأن أثر مصاريف المستخدمين والرسوم كان ضعيفاً نوعاً ما على فائض الاستغلال.

➤ النتيجة التشغيلية: تظهر لنا متزايدة إلا أنها ذات قيم منخفضة مقارنة برقم الأعمال وبصفة خاصة

في السنة الأولى، والذي يعبر عن ضعف الأداء الخاص بنشاط المشروع.

➤ النتيجة العادية قبل الضرائب: هناك أثر سلبي للسياسة المالية المتبعة خلال السنة الأولى نتيجة

عدم تمكن النتيجة التشغيلية من تغطية الأعباء المالية والتي انحصرت في فوائد القروض.

➤ النتيجة الصافية: حسب التقدير سوف يحقق المشروع خسارة خلال السنة الأولى والتي سوف تشكل عائقاً على المشروع من أجل تمويل السنوات المقبلة.

➤ القدرة على التمويل الذاتي: يستطيع المشروع توفير مصدر داخلي من أجل تمويل استثماراته ولكنه غير كافٍ. فحسب احتمالات الشركة D يمكن تحقيق تدفق نقدي يعادل 25 مليون دج يستخدم لتمويل السنة الثانية، إلا أنه حسب التوقعات، حجم التمويل الذاتي لا يكفي لذلك.

ب. معايير المردودية:

بناء على جدول حسابات النتائج يمكن استخراج عدة نسب مالية، تسمح بتفسير الوضع

المالي للمشروع بعد فترة زمنية معينة، تتلخص في الجدول التالي:

جدول رقم (36): معايير المردودية

الوحدة: 1000 دج

2018	2017	2016	2015	2014	
291 516	272 876	208 862	123 430	83 845	الأعباء الثابتة
404 400	376 500	280 125	173 250	81 300	هامش الربح التجاري
%57	%60	%56	%58	%61	
511 432	454 793	372 968	212 810	137 450	عتبة المردودية
9 أشهر	9 أشهر	9 أشهر	9 أشهر	12 شهرا	
33 973 بمعدل تعديل 10,65%					القيمة الحالية الصافية
13,90%					معدل العائد الداخلي
4 سنوات و 10 أشهر					مدة الاسترجاع

المصدر: إعداد الباحثة بناء على وثائق مالية لمؤسسة الجزائر استثمار، 2014.

ج. حصة الجزائر استثمار من عوائد المشروع

لتحديد حصة الجزائر استثمار نتبنى الفرضيات التالية:

1. تتدخل الجزائر استثمار كشريك في المشروع في سنة 2014 بنسبة 49%؛
2. السياسة الاستثمارية المتبعة تنص على توزيع نسبة 50% من الأرباح السنوية وهذا ابتداءً من السنة الثالثة للمساهمة؛
3. خروج الجزائر استثمار يتم في نهاية السنة الخامسة -2018-.

جدول رقم (37): حصة الجزائر استثمار في الأرباح السنوية

الوحدة: 1000 دج

2018	2017	2016	2015	2014	
112 885	103 624	71 263	49 820	-2 545	النتيجة الصافية
56 443	51 812	35 632	-	-	الأرباح الموزعة
27 657	25 388	17 459	-	-	حصة الجزائر استثمار
53 045	42 847	-	-	-	الأرباح المتراكمة
70 504					إجمالي الأرباح السنوية
46 498					استحداث الأرباح
83 870					Good will
50 567					GW actualisé
24 778					GW على حجم المساهمة
71 276					GW + القيمة الحالية للأرباح
%197					المردودية الإجمالية

المصدر: إعداد الباحثة بناء على وثائق مالية لمؤسسة الجزائر استثمار، 2014.

الجدول أعلاه يبين أنَّ مؤسسة الجزائر استثمار يمكن أن تحقق أرباحاً سنوية إجمالية تقدر بحوالي 46 مليون دج وفائض قيمة لحصصها تقدر بـ 24 مليون دج، وبالتالي إمكانية تحقيق مردودية إجمالية تعادل 197% أي تسترجع رأسمالها و 97% كربح إضافي.

عوائد الجزائر استثمار تتمثل في عنصرين، الأرباح المحاسبية السنوية وفائض قيمة الأسهم عند الخروج والتي تحسب بطريقة le Good will.

د. خطة التمويل:

تشمل خطة التمويل إجمالي استخدامات وموارد المشروع خلال فترة المساهمة وهذا حسب الجدول التالي:

جدول رقم (38): خطة التمويل

الوحدة: 1000 دج

2018	2017	2016	2015	2014	
الموارد					
31 971	-16 060	23 155	-40 968		الرصيد المرحل
-	-	-	-	30 000	رأس المال
-	-	-	-	44 000	الرفع من رأس المال
154 285	145 024	112 663	72 520	20 155	إجمالي CAF
-	-	128 000	100 000	121 000	القروض
154 285	145 024	240 663	172 520	215 155	المجموع
الاستخدامات					
56 443	51 812	35 632	-	-	الأرباح الموزعة
-	-	160 000	125 000	231 000	الاستثمارات
69 800	44 200	24 200	-	-	دفعات القروض
118 863	103 421	86 380	49 488	25 123	BFRN
15 443	17 041	36 891	24 365	25 123	تغير BFRN
141 686	113 053	256 723	149 365	256 123	المجموع
12 599	31 971	-16 060	23 155	-40 968	رصيد الخزينة

المصدر: إعداد الباحثة بناء على وثائق مالية لمؤسسة الجزائر استثمار، 2014.

نلاحظ من خلال الجدول أن رصيد الخزينة سالب في السنة الأولى أي إجمالي موارد السنة الأولى لا تغطي استخداماتها وهذا راجع لعدم كفاية هاته الموارد ومقدار التمويل الذاتي للسنة الأولى لا يتوافق مع ذلك المقدار المرغوب تحقيقه والواجب لتمويل الاستثمارات المقبلة، وأيضا ما يمكن تحقيقه في السنة الثانية غير كافٍ لتغطية العجز في السنة الأولى.

خلاصة الفصل الثالث

وفرت السلطات الجزائرية هيكل قانوني منظم لنشاط رأس المال المخاطر، باعتباره آلية تمويلية تساعد على ترقية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وهذا ما سمح بإنشاء مؤسسات رأس المال الاستثماري في الجزائر، منها من تتمتع بالخبرة الأجنبية ومنها حديثة النشأة تفتقر لهذه الخبرة.

فمؤسسة فينالب تعتبر المتعامل الأسبق ضمن مجال رأس المال المخاطر في الجزائر، تتمتع بخبرة مسيرتها نظرا لوجود مساهمين تأسيسيين أوروبيين يسهرون على إدارة مؤسسات أجنبية عديدة. تنتقي مؤسسة فينالب أفضل مشروع استثماري بناءً على مجموعة من معايير الكفاءة وكذلك دراسة الجدوى للتأكد من مردودية المشروع. تسعى هاته المؤسسة الى تحقيق حوكمة رشيدة من خلال متابعة مستمرة لمساهماتها، حيث توفر المساعدة والتوجيه للمنشآت الممولة.

الجزائر استثمار مثال عن مؤسسة رأس المال المخاطر الحديثة في الميدان، تسعى هي الأخرى إلى دعم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الناشطة في قطاعات مرتبطة بالتنمية المستدامة، كما نجد مجمل تمويلاتها تنحصر في رأسمال الإنشاء ورأسمال النمو. خطوات اختيارها للمشاريع الاستثمارية تماثل تلك الخاصة بمؤسسة فينالب، لكن الاختلاف الجوهرى يتمثل في الهيئة المسيرة والمتخذة للقرارات الاستثمارية.

خاتمة

خاتمة

عالج البحث موضوع نشاط مؤسسات رأس المال المخاطر من كل جوانب، بناءً على أدوات بحث موثوقة، استخلص منها مجموعة من الأحكام، فقد تبين لنا من خلال الجانب النظري أن رأس المال المخاطر ظهر في الدول الأجنبية كالولايات المتحدة الأمريكية منذ عدة سنوات، لذلك هو ليس بحديث النشأة، حيث خصص لتمويل المقاولات المصغرة، الصغيرة والمتوسطة، نظراً لقدرة المتعاملين به على تحمل المخاطرة العالية التي تتميز بها هاته المقاولات، وبالتالي هذا النوع من التمويل يتوافق ويرتبط بصفة مباشرة بالمؤسسات المبدعة والمبتكرة حتى لو كانت في شكل فكرة، إذ أن المخاطرون برأس المال يوفرون الدعم المالي والإداري للمشاريع ذات احتمال نمو مرتفع. حيث نجد هؤلاء المخاطرون برأس المال يأخذون شكلين، رسمي وغير رسمي، الشكل الأول عبارة عن مؤسسات صريحة النشاط، أما الشكل غير الرسمي فهو عبارة عن أشخاص طبيعيين يدعون بصفة خاصة ملائكة الأعمال.

توسع نشاط رأس المال المخاطر ليشمل تمويله مختلف مراحل تطور المشروع الاستثماري، ليصبح تحت مصطلح أكثر شمولاً ألا وهو رأس المال الاستثماري، والذي يهدف إلى المساهمة في رأسمال المشاريع الاستثمارية مقابل تحقيق عوائد مالية مستقبلية، هاته المساهمة أو الشراكة أضفت على مؤسسة رأس المال المخاطر صفة الشريك في الأصول وهذا بخلاف المؤسسة المصرفية التي تعتبر شريكاً في الخصوم.

الدراسة النظرية سلطت الضوء على مختلف مراحل نشاط مؤسسة رأس المال المخاطر أي التعرف على المراحل التي تمر بها عملية الشراكة، ابتداءً من اختيار المشاريع، متابعة المشروع

الممول وكذا مرحلة الخروج من طرف المخاطرين، حيث ارتكزت بصفة أساسية عملية أخذ المساهمة على مدى تمتع صاحب المشروع بالكفاءة ومدى درايته بالسوق وبكل حيثيات المشروع، فنجد مؤسسة رأس المال المخاطر تهتم بالجانب الإداري والتسييري من خلال التأكد من كفاءة العنصر البشري المسير -صاحب المشروع-، وهذا راجع للدور الذي يلعب هذا الجانب في دفع المشروع نحو الرقي.

لذلك نجد التمويل عن طريق رأس المال المخاطر مختلف عن غيره من آليات التمويل خاصة القروض البنكية، باعتبار أنّ التمويل المخاطر يعتمد على دراسة مستقبلية دقيقة لمردودية المشروع، مبنية على مجموعة من التنبؤات، تحتويها خطة العمل.

أهم ما يميز هذا التمويل أنه لا يوفر مصادر مالية فقط، وإنما يمنح مجموعة من النصائح والإرشادات ضمن المجال الإداري، وأيضا المساهمة في اتخاذ القرارات الإستراتيجية التي تسمح بترقية المشاريع الممولة، بالإضافة للاستفادة من شبكة اتصالات ومعارف مختلفة ضمن القطاع وكل هذا بناءً على الخبرة والدراية التي تتمتع بها مؤسسات رأس المال المخاطر.

بعد الدراسة التطبيقية تبين لنا مختلف المجالات الاقتصادية التي تسعى السلطات الجزائرية دعمها وترقيتها، من خلال خلق نسيج من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، ونظرا للدور الذي تؤديه مؤسسات رأس المال المخاطر، رأت السلطات ضرورة تقنين نشاط رأس المال المخاطر والاستثماري وتحفيزه من أجل مساعدة هذا النوع من المؤسسات على التطور أكثر، وبالتالي سمحت هاته الخطوة من نشئت مؤسسات رأس المال الاستثماري في الجزائر في مختلف مجالاته أو أشكاله المخاطر، النمو، التحويل. سهرت هاته المؤسسات على توفير التمويل اللازم مع تحمل مقدار أو مستوى معين من المخاطرة، وكذا المساهمة في تسيير المشاريع الاستثمارية الحاصلة على التمويل بمختلف الأساليب.

اختبار الفرضيات:

كشفت الدراسة حقائق ساعدت على اختبار الفرضيات المطروحة في المقدمة كالتالي:

- اختبار الفرضية الأولى: تنص الفرضية الأولى أن: " قدرة التمويل برأس المال المخاطر على تحمل مخاطرة عالية تكسبه إمكانية أكبر على توفير الدعم المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة "، هاته الفرضية صحيحة، لأن رأس المال المخاطر يعتبر وسيلة فعالة لحل مشكل التمويل بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة خاصة في غياب الضمانات، وهذا ما يساعد على تحقيق التنمية والتطوير من خلال دعم المشاريع المبدعة ذات فائض قيمة مستقبلي مرتفع.
- اختبار الفرضية الثانية: تعتبر الفرضية الثانية صحيحة بما أن مؤسسة رأس المال المخاطر تمنح أهمية أكبر للجانب البشري والإداري من خلال تطبيق متابعة منتظمة تسمح بالمشاركة في اتخاذ مختلف القرارات المتعلقة بالمشروع، وفرض رقابة دورية في سبيل تحقيق حكومة رشيدة ينتج عنها عوائد مالية .
- اختبار الفرضية الثالثة: ينحصر نشاط مؤسسات رأس المال المخاطر في تمويل مرحلة النمو للمشاريع الاستثمارية صحيح نوعا ما، لأنه رغم إنشاء السلطات الجزائرية صندوق استثماري لكل ولاية جزائرية، تشرف على تسييرها مؤسسات رأس المال الاستثماري الموجودة ضمن القطاع المالي، نجد حجم المشاريع الممولة ضعيف والتمويل عن طريق رأس المال المخاطر قليل وليس له علاقة إطلاقا بالإبداع والتكنولوجيا. و هذا يمكن أن يكون راجعا لغياب عنصر المخاطرة لدى مسيري مؤسسات رأس المال الاستثماري في الجزائر أو لغياب مشاريع مؤهلة للتمويل برأس المال المخاطر.

النتائج:

بعد إجراء البحث واختبار الفرضيات، تبين لنا أن رأس المال المخاطر له خصوصيات وعوامل تؤثر عليه، سمحت لنا بالتوصل إلى النتائج التالية:

– مؤسسة رأس المال المخاطر تمثل التمويل الأمثل للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة غير المدرجة بالبورصة، لأنها شريك في الأصول.

– رأس المال المخاطر هو آلية التمويل بصيغة المشاركة بأقلية، سواء في الأموال الخاصة أو شبه الخاصة، لمؤسسات صغيرة ومتوسطة لا يمكنها الحصول على مصادر مالية من المؤسسات المصرفية.

– مؤسسة رأس المال المخاطر وسيط مالي بين المستثمرين التأسيسيين والمقاولات، تسعى إلى تسيير أموال هؤلاء المستثمرين عن طريق استثمارها ضمن مؤسسات ذات احتمال نمو مرتفع، وهذا خلال فترة زمنية محددة تتراوح من 7 إلى 10 سنوات، لذلك يسمون بالشركاء المحدودون.

– المخاطر برأس المال يستثمر أمواله في المنشآت ذات درجة مخاطرة عالية واحتمال نمو قوي والتي تتمثل في الغالب مؤسسات تكنولوجية مبدعة، وبالتالي يمكنه تمويل المراحل الثلاثة الأولى من بداية المنشأة، مرحلة قبل الانطلاق حيث المشروع بأكمله عبارة عن فكرة فقط، رأس المال الذي هو الذي يمول هذه المرحلة ويساعد على تجسيد هذه الفكرة ، مرحلة الإنشاء أو الانطلاق أين يرغب المشروع بطرح منتوجه الأول مرة في السوق، حيث يخصص لها رأسمال الإنشاء لتمويلها، وهاته المؤسسات تدعى les Start ups، أما آخر مرحلة فهي بعد الإنشاء أين يتدخل المخاطر رأس المال عند طريق رأسمال بعد الإنشاء لتمويل عملية تطوير الإنتاج.

- رأس المال المخاطر جزء من رأس المال الاستثماري الذي يحمل نفس أساسيات التمويل المخاطر إلا أنه يشمل تمويل مختلف مراحل تطور المنشأة إلى إنشاء النمو، التحويل والاسترجاع.
- تحقق مؤسسة رأس المال المخاطر بصفة خاصة نتائج إيجابية على مستوى الدولي إذا ما توفرت وحدة مشاريع إبداعية مع تحلي أصحابها مستوى من الكفاءة والخبرة ضمن قطاع نشاطها.
- الجمعيات المهنية لرأس المخاطر والاستثماري تساهم بدرجة كبيرة في ترقية ودعم هذا النشاط من خلال توفير التكوين اللازم، باعتبارها قاعدة بيانات موثوقة يمكن اللجوء إليها، تعمل بالتنسيق مع مؤسسات رأس المال المخاطر على إيجاد حلول لصعوبات تواجهها، تعتبر كذلك مركز للبحث حول نشاط رأس المال المخاطر والاستثماري، زيادة على ذلك تسعى لإيجاد أساليب أو طرق تقييم حديثة تقترب أكثر من التقييم الحقيقي، وأيضاً تساعد في البحث عن المقاولات، بالإضافة لمساهمتها في تمويل المشاريع عن طريق رأس المال المخاطر.
- مؤسسة رأس المال المخاطر تعطي اهتماماً كبيراً للجانب الإداري، فهي تعمل على متابعة تطور المشروع ومراقبته من خلال مختلف المعطيات المحاسبية والمالية الدورية وكذا التواجد ضمن مجلس الإدارة وتقديم الدعم الفني والتقني اعتماداً على خبرتها ودرابرتها بالقطاع.
- عملية مشاركة رأس المال المخاطر تتم خلال فترة زمنية محدودة، حيث تتخذ أساليب مختلفة لإنهاءها أو للخروج مقابل تحقيق فائض قيمة عند بيع حصصها، وأفضل

الأساليب يتمثل في الخروج الصناعي والإدراج ببورصة القيم المنقولة خاصة بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة التكنولوجية.

- تعاني الجزائر من نقص المشاريع الاستثمارية التي تتمتع بالكفاءة خاصة ضمن المجال الصناعي وأيضا غياب المشاريع المبدعة، لذلك نجد حجم المؤسسات الممولة في الجزائر من طرف مؤسسات رأس المال الاستثماري والمخاطر متواضع.
- غياب قاعدة بيانات أو معلومات متينة حول نشاط المقاولات وأسواقها في الجزائر وهذا ما يؤثر على دقة الدراسة المستقبلية لجدوى المشاريع، وغياب مكاتب متخصصة للدراسات المحاسبية والتدقيق la due diligence في الجزائر.
- مؤسسات رأس المال المخاطر في الجزائر قدرتها على تحمل المخاطر محدودة ، وهذا نظرا لوجود شرط ضمن قانون 2006 يمنع تعدي نسبة المشاركة 49% في رأسمال المشروع، حيث هذه النسبة تؤثر كذلك على القدرة التسيير للمخاطرين.
- تمويل الأفكار الحديثة أو النماذج التسويقية الحديثة لا يمكن أن توفره مؤسسات رأس المال المخاطر في الجزائر، إذاً هذا النشاط لم يتجسد حقيقة أي هو غير موجود في الجزائر.

التوصيات:

- ضرورة إنشاء مراكز للبحوث العلمية تسمح بخلق أفكار جديدة إبداعية وتكنولوجية، وضرورة إنشاء جمعية مهنية لرأس مال المخاطر والاستثماري تساهم في تحفيز ودعم هذا النشاط الذي يساهم بدوره في تنمية وتطوير الاقتصاد المحلي.
- التنسيق بين مختلف المعاهد والجامعات ومؤسسات رأس المال المخاطر بدافع اكتشاف قدرات جديدة أو مشاريع يمكن تجسيدها.

- يستحسن إزالة القيد القانوني لنسبة المشاركة في رأسمال المؤسسات المحدودة ورفعها فوق 50%. وكذا إنشاء صناديق ضمان المخاطر في الجزائر، لأن دورها يتمحور حول التقليل من المخاطر التي يتحملها مؤسسات رأس المال المخاطر وعلمًا أنه توجد صناديق ضمان القروض للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة.
- السعي المكثف أو تكثيف الجهود نحو تفعيل نشاط البورصة، لأنها تمثل آلية خروج ضرورية ومثلى للمؤسسات رأس المال المخاطر عالميا .
- إنشاء هيئات رأس المال المخاطر المتمثلة في ملائكة الأعمال، وهذا لقدرتهم على تمويل المرحلة الأولية من نشأة المشروع، بالإضافة لضرورة إنشاء حاضنات تدعم النمو الأولي للمنشأة وتحمل درجة مخاطر مرتفعة.
- توفير التكوين اللازم للمكلفين بالمهام ضمن مؤسسات رأس المال المخاطر مما يسمح بدراسات جدوى دقيقة وذات كفاءة، ومن أجل تسيير أفضل للمحفظة المالية المتكونة من مشاريع استشارية مختلفة.

آفاق الدراسة:

- نظرا لأهمية رأس المال على الصعيد الدولي في ترقية مؤسسات صغيرة ومتوسطة وحتى مصغرة، لتصبح مؤسسات رائدة كبرى وعالمية، فإنه من الضروري إجراء المزيد من الدراسات والأبحاث في هذا المجال، وهذا يقترح الباحث المواضيع الآتية:
- مدى مساهمة البورصة في تفعيل نشاط رأس المال المخاطر.
 - دراسة تطبيقية لنشاط رأس المال المخاطر الأمريكي.
 - اكتشاف العوامل المساعدة على نجاح رأس المال المخاطر.

قائمة المراجع

• المراجع باللغة العربية

1. بريش، السعيد، "رأس المال المخاطر بديل مستحدث لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر دراسة حالة شركة SOFINANCE"، العدد 05، مجلة الباحث، عنابة، جامعة باجي مختار، (2007).
2. الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 09، المرسوم التنفيذي 56-08 المؤرخ في 11 فيفري 2008، المنشورة في 24 فيفري 2008.
3. الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 3، الأمر 08-69 المؤرخ في جانفي 1996، المنشورة في 14 جانفي، (1996).
4. الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 42، قانون 11-06 المؤرخ في 24 جوان 2006، المنشورة في 25 جوان، (2006).
5. الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 52، الأمر 11-03 المتعلق بالنقد والقرض، 26 أوت، (2003).
6. صناديق الاستثمار الولائية، تاريخ الاطلاع : 2013/10/17 على AM09:20، الموقع: <http://www.andi.dz/index.php/ar/fonds-d-investissement>
7. العنزي، سعد علي حمود وآخرون، "نظرية الخيارات الحقيقية وتطبيقاتها في إدارة الموارد البشرية الإستراتيجية"، ورقة بحثية، بغداد، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة بغداد، (2009).
8. لقاء مع المسؤول القانوني، مؤسسة الجزائر استثمار، الجزائر العاصمة، لقاء شفهي، 2014.

9. لقاء مع المكلف بالمهام، مؤسسة الجزائر استثمار، الجزائر العاصمة، لقاء شفهي، (2014).

10. لقاء مع المكلف بالمهام، مؤسسة فينالب، سطوالي، الجزائر، لقاء شفهي، (2012).

● المراجع باللغة الفرنسية

1. Alternext, le site : lesechos.fr/finance-marches/vernimmen/définition-Alternext-htm.
2. Alternext, le site : www.bourse.be/centre-d-apprentissage/nyse-alternext.
3. Annales des mines, "Le rôle du capital risque dans le développement des petites entreprises", les nouvelles formes d'organisation de la recherche, annales des mines, (février 1998). le site : <http://www.annales.org/ri/1998/ri02-98/rab.pdf>.
4. Azoulay H. Kriegere et Poullaing, "de l'entreprise traditionnelle à la Start up : les nouveaux modèles de développement", document de recherche, France, Edition d'organisation, (2000).
5. Banque de France , "Direction des entreprises", France, fiche N° 327, (31/12/2012).
6. Battini, Pierre, capital risque mode d'emploi, edition d'organisation, paris, (2000).
7. Belaid, Omar, "FINALEP : Une Expérience de capital investissement en Algérie", directeur générale de la Finalep, Article publié, le site : http://www.ubm.org.tn/upload/pdf/s4/Omar_belaid.pdf.
8. Ben haj, Youssef, "le capital risque industriel quand les grands groupes financent les entrepreneurs-le cas de la France télécom", document de recherche, France, l'université de Mans.
9. Bernard, David, "Private equity: nouvelles tendances, nouvelles structures", paris, Thomson Financial & EVCA, (19 juin 2007)
10. Bouatouta, Kamel Eddine, "le capital investissement_ capital risque", Algérie, grand-Alger livres, (2005).

11. Bourrie, Quenillet, " droit et entreprise" t2, France, economica, (1997).
12. Bouteiller, Christophe, Karyotis Catherine, " l'essentiel du private equity et des LBO", France, Gualino lextenso éditions, (2011).
13. Certhoux, Gilles, Jean Rédis , "Réussir la levée de fonds auprès des business Angels: approche théorique et pratique", 7ème Congrès de l'Académie de L'Entrepreneuriat et de l'Innovation, Paris, Université Paris Est, (12-15 octobre 2011).
14. Direction des Affaires Juridiques, Accord de confidentialité, le site : http://www.dgdr.cnrs.fr/daj/modele/contrat/doc/MODELE3_AC_BILATERAL_FRANCAIS.pdf
15. Dudocage, Emmanuelle, Dorothée, Rivaud Danset, " L'organisation des échanges sur le marché capital-risque", la revue d'économie industrielle, n°101, (4^{ème} trimestre 2002).
16. Euronext, le site : fr.wikipedia.org/wiki/Euronext.
17. Euronext, le site : <http://europeanequities.nyx.com/fe/listing/fag/compartments>.
18. European Private Equity and Venture Capital Association (EVCA), rapport, le site: <http://www.evca.eu/about-private-equity/>.
19. Ferrier, Olivier, " les très petites entreprises", Belgique, Ed deBoeck université, (2002).
20. Gaëtan, Irramnn, "le capital investissement : source de développement économique ou nouvelle forme de colonialisme, l'exemple de maghreb", cahier de recherche, France, majeure alternative management-HEC, (2007-2008).
21. Guedj, Norbert, "finance d'entreprise : les règles du jeu", France, Edition d'organisation, (2000).

22. L'AFIC, " Capital de développement : le guide du partenariat", rapport statistique, paris, agache salama Ed,(2012)
23. L'AFIC, " le capital de développement : guide pratique", paris, Ayachsalma édition, (novembre 2008)
24. L'AFIC, "capital risque et valorisation de la recherche", rapport statistique, France, (2005)
25. L'AFIC, "capital risque guide des bonnes pratiques", rapport statistique, France, (2010).
26. L'AFIC, "Le capital investissement en France", France, dossier de presse, (février 2012), le site : <http://www.afic.asso.fr/>.
27. L'AFIC, les investisseurs institutionnels, article publier, le site <http://www.afic.asso.fr>.
28. L'association française d'investissement en capital (L'AFIC), rapport, le site : http://www.afic.asso.fr/Website/site/fra_rubriques_lecapitalinvestissement.htm.
29. L'association française des investisseurs en capital, la fiche thématique du capital investissement n°35, (juillet 2007).
30. Lachmann, Jean," Le capital risque et le capital investissement", France, collection connaissance de la gestion, (1999).
31. Le fonds MaghrebInvest opérationnel, le site : <http://www.djazairess.com/fr/maghrebemergent/1357>.
32. Le formulaire de souscription, le site : www.fsie.dz.
33. Le FSIE, compte ses souscripteurs, les placements attendront, le site : www.djazairess.com/fr/mghrebemergent/1357.
34. Le NASDAQ, le site : <http://www.bourseflex.com/lexique/nasdaq>.
35. Le NASDAQ, le site : <http://www.comprendrelabourse.com/cquoi/Nasdaq.htm>.

36. Le NASDAQOMX, le site : <http://www.nasdaqomx.com/aboutus/whatisnasdaq>.
37. Le Nouveau Marché, le site : www.lesechos.fr/finance-marches/vernimmen/definition-nouveaumarche.html
38. Le Nouveau Marché, le site : www.wikipedia.org/wiki/nouveaumarche.
39. Legoupil, Hervé et d'autres, "le capital-investissement, le guide des investisseurs institutionnels", France, l'association française des investisseurs en capital, (2005).
40. Leroy, caroline, "le pacte d'actionnaires dans l'environnement sociétaire", thèse de doctorat de droit privé, paris, université de paris – est Créteil val de mare, (14 juin 2010).
41. Les 48 Fonds d'investissement de Wilaya, l'agence nationale de développement et d'investissement, le site : <http://www.andi.dz/index.php/fr/fonds-d-investissement>.
42. Les obligations remboursables en actions, le site : [www.comprendrelabourse.com/obligations/typologie/obligations – BSHTML](http://www.comprendrelabourse.com/obligations/typologie/obligations_BSHTML)
43. Les obligations remboursables en actions, Op Cit, le site : [www.comprendrelabourse.com/obligations/typologies/obligations - BS htm](http://www.comprendrelabourse.com/obligations/typologies/obligations_BShtm).
44. les participations de sofinance, le site : www.sofinance-dz.com.
45. Mas, David, "compétence et organisation du capital risque", thèse de doctorat en sciences économique, paris, l'université de Panthéon-Assas, (2008).
46. Mebarek.A, le directeur de la société tunisinvest, Maghreb private invest equity fund II lancé en Algérie, le site : <http://www.djazairess.com/fr/maghrebemergent/1357>.

47. Milgrom P. et Roberts J, "économie, organisation et management", France, Ed de boeck université, (2003).
48. Mondher, Cherif et Dubreuille, Stéphane, "création de valeur et capital investissement", papier de recherche, France, Pearson éducation, (2005).
49. Mondher, Cherif, "Le Capital risque pour financer la croissance et l'emploi", France, banque éditeur, (2000).
50. Mondher, Cherif, "Ingénierie financière & Private Equity", France, Revue Banque Edition, (2003).
51. Mougenot, Gille, "tout savoir sur le capital investissement, capital risque, capital de développement, LBO", Paris, édition Guolino, (2007).
52. Mougenot, Gille, Jasper Xavier et autres, "inspire du live : tout savoir sur le capital investissement-capital risque-capital développement, LBO", France, (2006), le site : <http://loicmorand.free.fr/document/Capital%20Investissement%20LA%20BASE.pdf>.
53. Mynard.A, Doucard-panel.D, "la nouvelle donne de capital risqué aux Etats-Unis : entre changement de modèle et crise économique structurelle", document de recherche, les Etats-Unis, l'ambassade de France aux Etats-Unis, (novembre 2010)
54. Noel ,Claude," les pactes d'actionnaires", document de recherche, Luxembourg, Filor Avocats Editeur, (19 mai 2011).
55. Nyse Euronext, le site : www.cis-catering.com/fr/press/actualités/CIS.
56. Paoli-Gaginn , Delalande V, " le capital risque : acteur pratique et outils ", France, Gualino Editeur, (2000).
57. pastre O. " le gouvernement d'entreprise : questions de méthodes et enjeux théorique", revue d'économie financière, vol 31, (1994).

- 58.** PER définition, calcul et synonymes, le site : www.journaldument.com/business/pratique/déctionnaire-éco-rt-financier.html.
- 59.** Poitrinal, François-Denis, "capital investissement le guide juridique et fiscal", France, la revue banque, (2010).
- 60.** Pouget, Jérôme, Stephany, Eric, "gouvernance de la relation capital risque-entrepreneurs", le 6° congrès international francophone sur la pme, canada, HEC-Montréal, (octobre 2002).
- 61.** Présentation et histoire de fsie, le site : www.fsie.dz.
- 62.** Stéphanie, Eric, "la relation capital-risque / PME", France, Boeck université, (2003).
- 63.** Taalba, Yacine, maghrebinvest a un portefeuille d'entreprises qui se porte très bien en algérie, le site : www.archives.maghrebemergent.info.
- 64.** Taalba, Yazid, "Le Capital-risque : Réalités algériennes et perspectives de développement", Mémoire de fin d'étude : DSEB, l'Algérie, Ecole Supérieur de Banque, (2003).
- 65.** Vernimin, Pierre," finance d'entreprise", France, Edition dollaz, (2010).

● المراجع باللغة الانجليزية

1. Avnimelech, Gil, Kenney, Martin, Teubal, Morris, "Building venture capital industries: Understanding the US and the Israel experience", a research paper, UC Berkeley, Berkeley Roundtable on The International Economy, (03-01-2004).
2. Cumming, Douglas, "Venture Capital : Investements strategies , structures and practices" , new jersey, published by sons & Inc Hoboken, (2010).
3. Ernst, young, "Globalizing Venture capital", London, England, EY publishing, a research paper, (2012).
4. EVCA, "activity data on fundraising-investments and divestments", UK, statistic report, (2012), le site: <http://www.evca.eu>
5. EVCA, "facts and figures", statistic report, (December 2007).
6. Gompers, Paul A., Lerner, Josh, "What drives venture capital fundraising", a research paper, England, National bureau of economic research, Cambridge University, (January 1999a).
7. Gompers, Paul, Lerner, Josh, "Venture Capital Revolution", Journal of Economic, number 2, (2001).
8. Greg N. Gregoriou, Kraeussi, Raman, "Venture Capital in Europe", a research paper, England, Elsevier Publishing, (2007).
9. H. Hsu, David, Kenney, Martin, "Organizing venture capital: the rise and demise American Research & Development corporation 1946-1973", a research paper, USA, Industrial and corporate change advance access, (21 June 2005).
10. Lundstrom, Hans, "research on institutional venture capital: the past, the present, the future", a research paper, Sweden, institute of economic research, lund university, (2007).

11. Meckling W, Jensen M, "Theory of the firm: Managerial behavior, an agency cost and ownership structure", Journal of Financial Economics, vol. 3, (1976).
12. Pindyck R, Dixit A, "the options Approach to capital investment", a research paper, Harvard Business Review, (1995).
13. Sahlman, William A, "The Structure and governance of venture capital organizations", USA, journal of financial economics, N° 27, (1990).
14. Schmidt, Klein, Maik, "Venture Capital, corporate governance and firm value", a research paper, Germany, Deutscher University Verlag, (2007).
15. Viamgani, Hitesh, "Fundamentals of Entrepreneurship", a research paper, India, APH Publishing, (2007).

LETTRE D'INTENTION TYPE

CAPITAL-RISQUE

Avertissement :

- *La lettre d'intention est normalement éditée sur le papier à en-tête de l'Investisseur et signée par lui.*
- *Les passages entre [] indiquent soit des informations à compléter, soit des solutions alternatives à choisir en fonction de l'opération envisagée.*
- *Les motivations et objectifs de l'investissement sont usuellement précisés dans un préambule ou dans une lettre de couverture.*
- *Le modèle présenté ici est relativement détaillé et développé. Il est possible de le simplifier, les questions non traitées dans la lettre devant alors être discutées après la signature de la lettre d'intention et avant la réalisation de l'investissement.*

Cette lettre d'intention présente les principales conditions et modalités selon lesquelles l'investissement envisagé dans la société [] pourrait être réalisé. Elle ne constitue pas à ce stade un engagement ferme et irrévocable des parties de procéder à cet investissement et ne doit en aucun cas être considéré comme tel.

Cette lettre d'intention a été préparée sur la base et en l'état des informations reçues de la Société, et particulièrement de la table de capitalisation figurant en **Annexe A** (la « **Table de Capitalisation** ») et du business plan pour les années [] à [] [qui figure] / [dont le résumé figure] en **Annexe B** (le « **Business Plan** »). Ces documents ont été préparés par les Fondateurs et les Investisseurs se sont fondés sur eux pour rédiger cette lettre d'intention.

1. La Société

[] (la « **Société** »)

société [anonyme / par actions simplifiée] au capital de [] €, siège social : [], immatriculée au RCS de [] sous le numéro [].

La Société a pour activité []. [La Société détient []% du capital de la société [] et []% du capital de la société [] (les « **Filiales** »).]

La Société a pour actionnaires principaux :

- Actionnaires dirigeants (les « **Fondateurs** ») :
 - [Fondateur 1]
 - [Fondateur 2]
- [Investisseurs (les « **Investisseurs Existants** ») :
 - [Investisseur Existant 1]
 - [Investisseur Existant 2]

[Note : la définition de ces différentes catégories permet de bien définir les droits et obligations de chacun]

2. Investissement

Le montant total de l'investissement dans le capital de la Société sera de [] € (l'« **Investissement** »), [apporté en [deux] tranches comme indiqué ci-après et] réparti

comme suit entre les investisseurs désignés ci-dessous (les « **Investisseurs** ») :

	Tranche 1	Tranche 2	Total
- [Investisseur 1]	[] €	[] €	[] €
- [Investisseur 2]	[] €	[] €	[] €
- Ensemble	[] €	[] €	[] €

L'Investissement sera réalisé comme suit :

- [La Tranche 1 de l'Investissement sera réalisée par une] augmentation de capital de la Société, d'un montant total, prime d'émission incluse, de [] € (l'« **Augmentation de Capital** »). L'Augmentation de Capital sera intégralement réservée aux Investisseurs selon la répartition définie ci-dessus.

La date de réalisation de l'Augmentation de Capital est définie comme la « **Date de Réalisation** ».

- [La Tranche 2 de l'Investissement sera réalisée par une augmentation de capital complémentaire de la Société, d'un montant [de [] €] / [compris entre [] € et [] €]. [La réalisation de la Tranche 2 résultera de l'exercice par les Investisseurs des bons de souscription d'actions (les « **BSA Tranche 2** ») reçus par eux lors de l'Augmentation de Capital.]

La Tranche 2 sera réalisée dans un délai de [] suivant la Date de Réalisation, si les conditions suivantes sont réalisées :

- [] Définir les conditions objectives (Milestones) et le cas échéant le mode de constatation de la réalisation des objectifs [] (les « **Objectifs** »)
- absence d'évènement ayant des conséquences graves pour la Société.]

Dans tous les cas, les Investisseurs pourront réaliser le Tranche 2 même s'ils n'y sont pas tenus du fait de la non réalisation des conditions.

[Note : la réalisation de la Tranche 2 fait l'objet soit d'engagements fermes sous conditions plus ou moins nombreuses, soit d'une simple possibilité laissée à la discrétion des Investisseurs].

3. Valorisation - Table de Capitalisation

Sur la base des informations transmises à ce jour, la valorisation de la Société avant l'Investissement sera de [] € pour [] actions existantes sur une base pleinement diluée (« *pre-money fully diluted* »).

Sur la base de cette valorisation :

- les actions émises au titre de l'Augmentation de Capital le seront pour un prix

par action de [] € ; et

- après réalisation de l'Augmentation de Capital, les Investisseurs détiendront [] % du capital et des droits de vote de la Société et []% sur une base pleinement diluée (« *post money fully diluted* »).

Toutefois, cette valorisation et la part du capital détenue par les Investisseurs seront susceptibles d'évoluer en fonction des mécanismes d'ajustement décrits ci-après.

La répartition du capital après la réalisation de l'Investissement, avec l'indication de la part respective des Fondateurs et des Investisseurs dans le capital de la Société, figure dans le projet de Table de Capitalisation présenté en **Annexe A**.

Les actions existantes à ce jour sont [toutes des actions ordinaires] et sont intégralement souscrites et libérées.

Il est fait l'hypothèse à ce stade qu'il n'existe pas de financement de la Société par voie d'emprunt (obligataire, bancaire, leasing), assorti ou non de droits d'accès au capital [,à l'exception de ce qui est décrit en **Annexe []**].

4. Plan d'intéressement

Un plan d'intéressement des dirigeants et salariés de la Société [existe] / [sera mis en place à la suite de l'Augmentation de Capital] (le « **Plan d'Intéressement** »).

Ce plan a pour objet :

- l'émission de [] [bons de souscription d'actions / bons de souscription de parts de créateurs d'entreprise / options de souscription ou d'achat d'actions] (les « **Options** »), représentant [] % du capital sur une base pleinement diluée [avant / après] réalisation de l'Investissement. Sous réserve des conditions du *vesting*, chaque Option donne le droit de souscrire une action ordinaire [à un prix au moins égal à celui payé pour les actions souscrites lors de l'Augmentation de Capital].
- l'émission de [] actions gratuites ordinaires de la Société.
- des engagements de cession de [] actions de la Société.

[Note : le choix d'un mécanisme d'intéressement approprié doit faire l'objet d'une analyse financière, juridique et fiscale spécifique. L'AFIC promeut le partage de la valeur créée par les parties prenantes d'un projet entrepreneurial, en tenant compte des risques pris et de la contribution de chacun d'elles (Charte des Investisseurs en capital – Juin 2008). L'AFIC milite également pour le développement des outils d'intéressement des salariés et dirigeants à la plus-value capitalistique de leurs investissements, pour plus de détails sur les plans d'intéressement voir page 19§2.4 de ce Guide].

5. Actions émises – Nombre - Prix - Droits

- Il sera émis au titre de l'Augmentation de Capital (Tranche 1) [] actions, au prix de [] € par action (soit [] € de valeur nominale et [] € de prime d'émission).
- Il sera émis au titre de la Tranche 2 un nombre d'actions supplémentaire

compris entre [] et []. Le prix par action [sera de [] €] / [sera compris entre [] € et [] €, en fonction de la réalisation des Objectifs décrits à la section 2].

- **[Décrire le type de valeurs mobilières (voir le Glossaire) :**
 - **actions ordinaires**
 - **actions + BSA**
 - **actions de préférence / convertibles / remboursables**
 - **autres (OCA, ORA, OBSA ...)]**

6. Droits particuliers des Investisseurs et priorités en cas de cession

En cas de cession, de fusion-absorption ou de liquidation de la Société, les Investisseurs disposeront de droits particuliers leur permettant de percevoir un remboursement prioritaire de leurs apports.

Ainsi, en cas de cession [de la totalité / majorité] du capital de la Société, le prix reçu par les actionnaires cédants sera réparti comme suit :

[Note : il est possible d'inclure d'autres options à définir (voir les exemples donnés pages 47 et suivantes)]

- en premier lieu : [chaque actionnaire reçoit un montant égal à la valeur nominale des actions cédées] / [répartition entre tous les actionnaires, au prorata du nombre d'actions cédées, d'un montant correspondant à [5 / 10 / 20] % du prix payé],
- en deuxième lieu : attribution prioritaire aux Investisseurs de ce tour d'un montant égal au prix de souscription de leurs actions (prime d'émission incluse et en tenant compte du montant reçu au titre du premier alinéa), [le cas échéant, prévoir un multiple ou un TRI garanti]
- enfin, répartition du solde entre toutes les actions cédées, au prorata du nombre d'actions cédées.

Attention : (1) les options présentées ci-dessus provoquent des effets de palier dans la situation des différentes catégories d'actionnaires, à corriger éventuellement en intégrant des paramètres de progressivité dans l'étape 2 ; (2) Il convient à titre général de s'assurer que la formule choisie n'a pas un caractère léonin, ce qui la rendrait inapplicable (art. 1844-1 du Code civil, voir « clauses léonines » dans le Glossaire et page 49).

[Des exemples d'application de cette clause sont donnés en **Annexe []**.]

La même règle de répartition s'appliquera en cas de :

- liquidation de la Société, dans la limite de l'actif net de liquidation disponible [et étant précisé que la répartition au titre du premier alinéa donnera lieu en tout état de cause au remboursement du nominal de chaque action].
- fusion par absorption de la Société ou transfert de la totalité des actifs de la Société, ou toute opération équivalente.

En outre, toute décision relative à la distribution ou à l'incorporation au capital de réserves (y compris toute prime d'émission) par la Société sera soumise à l'accord préalable des Investisseurs [statuant à la majorité des 2/3 des actions de la société qu'ils détiennent].

[Note : certains Investisseurs demandent la possibilité de se faire racheter ou rembourser leur investissement par la Société, sous certaines conditions (obligations simples ou convertibles, « redeemable shares » (voir le Glossaire)). Ce type de montage doit faire l'objet de dispositions spécifiques.]

7. Ajustement du prix de revient des Investisseurs (Ratchet)

En cas d'augmentation de capital ultérieure de la Société, [de fusion ou de cession,] (à l'exception des augmentations de capital résultant du Plan d'Intéressement), réalisée sur la base d'un prix par action inférieur au prix de souscription d'une action retenu pour l'Investissement, [et ce pendant une période de [3 / 5 / ...] ans à compter de la Date de Réalisation,] les Investisseurs auront le droit de recevoir un nombre d'actions supplémentaire suffisant pour ramener le prix unitaire moyen des actions des Investisseurs [au prix par action de la dernière augmentation de capital réalisée (*Full Ratchet*) / [au prix moyen pondéré des augmentations de capital réalisées depuis l'Augmentation de Capital ([y compris] / [non compris] l'Augmentation de Capital) (*Weighted Average Ratchet*)]. **[Voir les définitions et exemples cités dans le Glossaire et pages 38 et suivantes.]**

[Des exemples d'application de cette clause sont donnés en **Annexe []**.]

Cet ajustement se réalisera par [l'exercice de promesses de cession d'actions consenties par les Fondateurs aux Investisseurs, à un prix symbolique de 1 euro pour les actions cédées] / [par l'exercice des BSA attachés aux actions souscrites par les Investisseurs] / [par la conversion des actions souscrites par les Investisseurs en un nombre plus important d'actions].

8. Déclarations et Garanties

Les Fondateurs [et la Société] souscriront au bénéfice des Investisseurs des déclarations et garanties conformes aux usages pour une opération de cette nature et satisfaisantes pour les Investisseurs. Ces déclarations porteront (notamment et sans que cette liste soit limitative) sur la Société et ses filiales (activités, actifs, passifs, engagements, litiges, comptes, capitaux propres à la Date de Réalisation, Business Plan, droits de propriété intellectuelle et industrielle, composition du capital, régularité des opérations, conformité à la loi) et sur l'absence de tout engagement ou limitation de la capacité de la Société à développer son activité et des dirigeants à agir pour le compte de la Société.

[Préciser le cas échéant : durée, seuil, franchise, plafond, solidarité des Fondateurs, paiement en numéraire ou en actions, ...]

[Note : ces déclarations et garanties ont pour fonction de rapprocher le niveau de connaissance de la Société par les Fondateurs et les Investisseurs et de responsabiliser les Fondateurs par rapport à la situation réelle de la Société : voir page 23.]

9. Organes Sociaux – Personnes-Clés

- La Société sera organisée en [Conseil d'administration] / [Directoire et Conseil de surveillance]

[Note : dans les SAS, les organes sociaux sont usuellement calqués sur ceux des SA à directoire et conseil de surveillance ou à conseil d'administration, avec des règles de fonctionnement plus souples (décisions par écrit, etc) et des droits spécifiques statutaires. Les pratiques des investisseurs diffèrent quant à leur participation dans les conseils des sociétés du portefeuille : certains ne prennent jamais de sièges, d'autres seulement dans des conseils de surveillance, d'autres toujours dans des conseils d'administration qui sont en prise plus directe avec la gestion de la Société (voir le chapitre du Guide consacré à la Gouvernance)]

- Le [Conseil d'administration] / [Conseil de surveillance] comprendra au maximum [] membres :
 - un membre désigné sur présentation par [],
 - un membre désigné sur présentation par [],
 - un membre désigné sur présentation par [],
 - un membre désigné sur présentation par [],
 - [Eventuellement [] autres membres indépendants, proposés par les Investisseurs].

[En complément, [] censeur[s] / observateur[s] sera[ont] désigné[s] sur présentation par [].
 - A la Date de Réalisation :
 - le président du [Conseil d'administration] / [Conseil de surveillance] sera [] ;
 - [le directeur général sera [], [assisté par [], directeur général délégué].
 - [le Directoire sera composé de [] membres, dont [] (président), [], (directeur général)] et [].
 - Les Fondateurs [, ainsi que M. [] / Mme []] seront considérés comme des « **Personnes-Clés** ». Les Personnes-Clés s'engageront à l'égard de la Société et des Investisseurs, et sauf accord spécifique des Investisseurs :
 - à ne pas faire concurrence à la Société, à ne pas détenir de participation dans des entreprises du même secteur d'activité, et à ne pas solliciter le personnel, les clients et les fournisseurs de la Société pour une activité autre que celle de la Société,
 - à consacrer l'exclusivité de leur activité à leurs fonctions dans la Société,
 - à ce que tout élément de propriété intellectuelle relatif à l'activité de la Société soit déposé au nom de la Société qui en sera seule propriétaire, et, le cas échéant, à régulariser le transfert à la Société des droits dont elle ne serait pas propriétaire.
 - [Il sera souscrit, aux frais de la Société :
 - une assurance couvrant la responsabilité civile des mandataires sociaux [, y compris les membres du Conseil d'administration/de surveillance],
 - une assurance « personnes-clés » bénéficiant à la Société pour un montant minimum de [] €.]
-

10. Décisions stratégiques

La direction générale de la Société assurera la gestion dans le cours normal des affaires. Toutefois, les décisions stratégiques importantes suivantes, qui ne relèvent pas du cours normal des affaires, devront préalablement être soumises à l'approbation du Conseil d'administration statuant à la majorité [des 2/3 / des 3/4 / simple avec le vote favorable d'au moins [] membres désignés par les Investisseurs] : **[Liste à adapter en cas de Conseil de surveillance et en fonction de l'activité de la Société. Il est recommandé de ne pas fixer de seuils trop bas par rapport aux besoins de l'activité, afin de ne pas créer un besoin permanent d'autorisation (voir le chapitre du Guide consacré à la Gouvernance)]**

1. Définition et modifications du budget annuel ; autorisation de tout engagement supérieur, en une ou plusieurs fois, à [] € ou à [] % du budget annuel et de tout investissement d'un montant unitaire supérieur à [] € ; [tout dépassement du budget annuel ;]
2. Modification de l'orientation des activités de la Société ;
3. Mise en place de tous prêts ou emprunts (y compris obligataires), facilités de crédit et, plus généralement engagements ou cautionnement, aval ou garantie d'un montant respectif supérieur à [] € ou conduisant à un montant d'engagement supérieur à [] € ; signature de contrats de crédit-bail ; octroi de toutes sûretés sur des actifs de la Société ou des Filiales ;
4. Cession ou transfert d'éléments d'actif significatifs, en particulier [droits de propriété intellectuelle et résultats de R&D] ainsi que toute licence en dehors de celles consenties aux clients de la Société dans le cours normal de l'activité ;
5. Accord de partenariat avec une société industrielle du même secteur d'activité que celui de la Société et sortant du cours normal des affaires ;
6. Constitution, dissolution, fusion ou réorganisation de Filiales, prise et cession de participations, ouverture et fermeture de bureaux, succursales, établissements ;
7. Toute émission de valeurs mobilières donnant droit, immédiatement ou à terme, à une quotité du capital ou des droits de vote de la Société ou des Filiales, et notamment tout plan d'intéressement des salariés, l'approbation du règlement de ce plan et l'attribution de ces options ou bons à leurs bénéficiaires ;
8. Toute décision ou proposition de distribution de dividendes (y compris les acomptes sur dividendes) ou d'affectation de réserves (y compris toutes primes d'émission), toute décision ou proposition relative à la composition du capital ;
9. Fusion, scission, restructuration, dissolution, liquidation, apport partiel d'actifs, mise en location gérance ou cession d'un fonds de commerce, transfert d'actifs essentiels, tant pour ce qui concerne la Société que les Filiales ;
10. Décision de confier tout mandat ou mission en vue de la levée de fonds, de la cession de la Société et/ou de l'admission des titres de la Société ou d'une Filiale à la cotation sur un marché réglementé ou une bourse de valeurs ;
11. Recrutement, rémunération, modification et fin du contrat de travail des personnes-

clés (telles qu'elles seront définies) de la Société et des Filiales ; nomination, rémunération et révocation de tout mandataire social de la Société et des Filiales ;

12. Conclusion de toutes conventions avec un dirigeant ou un actionnaire de la Société, directement ou indirectement.

[En outre, toutes les décisions visées ci-dessus et entrant dans la compétence de l'assemblée générale extraordinaire des actionnaires, ainsi que toute décision d'introduction en bourse, seront soumises à l'autorisation des Investisseurs.]

11. Informations des Investisseurs

Les Investisseurs auront le droit de recevoir les informations financières (le cas échéant sur une base consolidée) et commerciales suivantes, indépendamment de la présence de leurs représentants au [Conseil d'administration] / [Conseil de surveillance] : **[Liste à adapter en fonction de l'activité de la Société]**

Annuellement :

- au plus tard [dans le mois précédant la clôture de l'exercice], le budget de l'exercice suivant et plan de financement correspondant. Le budget comprendra [____],
- dans les [trois mois] suivant la clôture de l'exercice, les comptes de l'exercice.

Trimestriellement, au plus tard [30 jours après la clôture d'un trimestre] :

- [un bilan,]
- un suivi budgétaire d'exploitation, et une analyse des principaux écarts,
- un compte de résultats trimestriel,
- un suivi du programme de développement technique et commercial.

Mensuellement :

- [un compte de résultats simplifié,]
- le suivi du chiffre d'affaires et du carnet de commandes,
- la trésorerie fin de mois et un plan de trésorerie glissant sur 12 mois,
- un tableau des effectifs et des salaires,
- une description des faits marquants du mois écoulé,
- l'analyse des variances par rapport au budget.

En outre, les Investisseurs pourront, à leur initiative et à leur discrétion, déclencher tout audit (financier ou autre) visant à établir la situation réelle de la Société. Les frais correspondants seront à la charge de la Société [dans la limite d'un budget annuel de [____] €]. Ces droits porteront tant sur la Société que sur ses filiales. La Société recevra également les résultats de l'audit.

12. Encadrement des cessions d'actions

Les opérations sur les titres de capital et sur les valeurs mobilières donnant accès au capital de la Société (les « **Titres** ») feront l'objet des engagements suivants [(étant précisé que les statuts ne comporteront pas de clause d'agrément des cessions de Titres)] :

1. Clause d'incessibilité des Titres des Fondateurs pendant une période de [____]

mois, sauf agrément des Investisseurs (à la majorité [des 2/3] / [des 3/4] des titres détenus par les Investisseurs), [et sous réserve des cas de « respiration » permettant aux Fondateurs de céder au maximum [] % des titres qu'ils détiennent pendant cette période] [; à l'issue de la période d'incessibilité, droit de sortie des Investisseurs en cas de cession de leurs Titres par les Fondateurs].

2. Droit de préemption : les actionnaires pourront préempter les Titres faisant l'objet d'un projet de transfert (sous réserve de cas de transferts libres pour les transferts par un Investisseur à définir dans le Pacte), avec un droit de priorité [pour les Investisseurs] / [par groupe (Fondateurs et Investisseurs)].
3. Droit de sortie totale des Investisseurs dans le cas où les Fondateurs céderaient plus de [] % de leur participation ou en cas d'entrée dans le capital d'un tiers industriel non approuvée par les Investisseurs ; Droit de sortie totale [des Investisseurs / de tous les actionnaires] en cas de changement de contrôle.
4. Cession forcée des Titres (« drag along ») dans le cas :
 - d'une offre de rachat de [100]% des Titres acceptée par des [actionnaires détenant plus [des 2/3 / de 75 % / de []%] du capital] / [des Investisseurs détenant plus de [des 2/3 / de 75 % / de []%] des actions détenues par les Investisseurs].
 - [d'une offre de rachat de 100% des Titres présentée par un actionnaire détenant plus de [90 / 95] % du capital et des droits de vote, à des conditions de prix à préciser dans le Pacte.]

[Note : les % sont à adapter en fonction des objectifs de liquidité des investisseurs, et peuvent varier dans le temps]

5. Recherche d'une solution de liquidité pour tous les actionnaires, par cession ou introduction en bourse, [] ans après la Date de Réalisation. A compter de cette date, clause de liquidité permettant, si les Investisseurs le demandent (à la majorité [des 2/3] / [des 3/4] des titres détenus par les Investisseurs), de donner un mandat de vente sur tout ou partie du capital de la Société comportant une solution de liquidité acceptable pour les Investisseurs.
6. Cession forcée des Titres : en cas (a) de démission d'un Fondateur, (b) de révocation ou de licenciement d'un Fondateur en particulier pour faute grave ou lourde, (c) de non-respect des obligations, notamment de non concurrence, d'un Fondateur, ou (d) d'autres cas de cessation de fonctions, à préciser dans le cadre de la négociation de la documentation contractuelle, le Fondateur concerné sera tenu de céder ses Titres aux [Investisseurs] / [autres actionnaires] si tout ou partie des Investisseurs en font la demande. Les Titres seront cédés à un prix égal [à leur valeur nominale] / [à leur prix d'acquisition ou de souscription].

[Note : les effets de cette clause peuvent, en fonction des caractéristiques particulières de chaque opération (notamment ancienneté de l'implication des Fondateurs, nombre de tours déjà intervenus, etc.) être atténués (au cas par cas) dans les hypothèses autres que celles qui sont les plus dommageables pour la société (« good leaver / bad leaver ») (i) en prévoyant un prix supposé refléter la valeur réelle des titres (e.g. par rapport à la situation nette par action du dernier

exercice clos ou au prix de la dernière opération sur capital, et éventuellement affecté d'une décote) ou (ii) en prévoyant qu'après l'expiration d'un certain délai (minimum un an), une quote-part croissante des Titres du Fondateur ne sera plus soumise à l'obligation de cession (« vesting »). Toutes ces clauses doivent être rédigées avec soin pour tenir compte du statut du Fondateur (salarié, dirigeant)]

7. Clause anti-dilution et clause de priorité sur les financements futurs, donnant à chaque Investisseur (sans obligation de sa part) le droit de participer à toute nouvelle opération sur le capital, à hauteur de sa quote-part du capital [ainsi que le droit d'apporter à la Société, de façon prioritaire par rapport à tout tiers, tout financement en fonds propres ou par emprunt].
8. [En cas de cession de Titres de la Société par des Fondateurs et par des Investisseurs, et notamment en cas d'exercice du droit de sortie ou de cession forcée, (a) la répartition du prix se fera sur les mêmes bases pour tous les actionnaires, sous réserve des droits particuliers et des priorités des Investisseurs définis au § 6 ci-dessus, et (b) les Investisseurs seront dispensés de consentir tout engagement hors-bilan, et notamment toute garantie d'actif et de passif sur la Société.]

Afin de donner effet à ces engagements et à ceux décrits par ailleurs dans cette lettre, à la Date de Réalisation, [les statuts de la Société seront modifiés pour inclure les clauses nécessaires et] un pacte d'actionnaires (le « **Pacte d'Actionnaires** ») sera conclu entre les Fondateurs [, les Investisseurs Existants] et les Investisseurs comprenant les clauses nécessaires (étant précisé que certains des droits des Investisseurs pourront être insérés dans les statuts de la Société). Tout pacte ou convention existant entre les actionnaires de la Société sera résilié et remplacé par le Pacte d'Actionnaires.

Les actionnaires autres que les Fondateurs et les Investisseurs, ainsi que les titulaires d'Options et généralement de valeurs mobilières donnant accès au capital (les « **Autres Actionnaires** ») devront adhérer au Pacte d'Actionnaires. **[Solution alternative :** Les actionnaires autres que les Fondateurs et les Investisseurs, ainsi que les titulaires d'Options et généralement de valeurs mobilières donnant accès au capital (les « **Autres Actionnaires** ») devront signer avec les Fondateurs et les Investisseurs une convention particulière prévoyant notamment (i) un droit de préemption en cas de cession des actions de ces Autres Actionnaires, au profit des Fondateurs et des Investisseurs, (ii) une clause de « drag along » par laquelle ces Autres Actionnaires s'engagent à vendre leurs actions selon un mécanisme similaire à celui décrit au paragraphe 4 ci-dessus, [(iii) un droit de sortie conjointe des Autres Actionnaires] [et (iv) une clause de répartition préférentielle du prix de cession ou de fusion ou du produit d'une liquidation, au bénéfice des Investisseurs, dans les conditions décrites ci-dessus]].

13. Conditions préalables

Etant rappelé que cette lettre d'intention n'a pas de caractère contraignant à ce stade quant à la réalisation du projet d'Investissement, il est précisé que la réalisation de l'Augmentation de Capital est en tout état de cause subordonnée à la réalisation préalable, au plus tard à la Date de Réalisation, des conditions préalables d'usage au bénéfice des Investisseurs, à savoir :

- [Accord définitif des organes de décision des Investisseurs sur l'opportunité et les modalités de l'Investissement] ;

- Réalisation d'audits juridique (y compris social et fiscal), comptable, financier, d'assurances et des droits de propriété intellectuelle et industrielle de la Société **[à compléter en fonction de la Société]**, les conclusions de ces audits devant être satisfaisantes pour les Investisseurs et notamment ne pas remettre en cause les prévisions du Business Plan ;
- [Conditions spécifiques à réaliser avant le closing : modification des statuts, opérations financières (avances, subventions, restructuration du capital...), régularisation des droits de propriété intellectuelle, conclusion d'un contrat donné avec un client ou fournisseur, nomination d'un commissaire aux comptes, option pour l'impôt sur les sociétés... **[à compléter et adapter pour chaque investissement]**]
- Signature par l'ensemble des actionnaires de la Société et par les Investisseurs, au plus tard à la Date de Réalisation, de la documentation usuelle répondant aux principes décrits ci-dessus et satisfaisante pour les parties et leurs conseils juridiques ;
- [Qualification de la Société en tant qu'entreprise innovante pour les FCPI ;]
- Absence de tout évènement ou fait ayant ou pouvant avoir, immédiatement ou à terme, un impact négatif substantiel sur la situation d'une part des Investisseurs et d'autre part des Personnes-Clés, de la Société ou de ses Filiales, et notamment s'agissant de ces derniers sur leurs actifs, leur situation juridique, commerciale ou financière, ou sur leur capacité à poursuivre leur développement dans les termes prévus par le Business Plan ;
- Toute autre condition suspensive usuelle pour des opérations de cette nature ou de droit, telle que le cas échéant la notification de l'Investissement aux autorités en charge du contrôle des concentrations ou du contrôle des investissements étrangers et l'accord non conditionné de ces autorités.

Il est précisé qu'en cas de retrait de l'un des Investisseurs, les autres Investisseurs ne seront pas tenus de réaliser l'Investissement.

14. Calendrier - Exclusivité

- L'Augmentation de Capital sera réalisée [au plus tard le _____] / [dans les meilleurs délais], sous réserve de la réalisation des conditions suspensives prévues ci-dessus.
- Compte tenu des efforts entrepris par les Investisseurs en vue de la réalisation de l'Investissement, pendant la période courant jusqu'au _____ (la « **Période d'Exclusivité** »), la Société et ses actionnaires signataires de la présente lettre d'intention donnent l'exclusivité à la présente proposition. Ils s'engagent à ne pas initier ou poursuivre toutes discussions ou à prendre tout engagement à l'égard de tiers en vue d'un investissement dans la Société ou de toute opération pouvant remettre en cause la réalisation de l'Investissement ou du Business Plan, sans l'accord préalable écrit des Investisseurs.

[Dans le cas où, à la date prévue pour l'expiration de la Période d'Exclusivité, les

négociations seront encore en cours en vue de la réalisation de l'Augmentation de Capital, la Période d'Exclusivité sera de plein droit prolongée d'une durée complémentaire de [15] jours, sauf si les Investisseurs y renoncent par écrit.]

- A défaut de réalisation de l'Augmentation de Capital au plus tard au terme de la Période d'Exclusivité, la présente proposition sera caduque. Elle ne pourra être renouvelée que par accord écrit signé entre toutes les parties aux présentes.

15. Frais – Rédaction des actes

- Si l'Augmentation de Capital se réalise, les frais d'expertise, d'audit et de rédaction des actes nécessaires exposés par les Investisseurs en vue de la réalisation de l'Augmentation de Capital seront pris en charge par la Société [dans la limite d'un montant maximum de [] euros HT], lesdits frais ayant été engagés dans l'intérêt de la Société.
- Si l'Augmentation de Capital ne se réalise pas, chacune des parties supportera les frais exposés par elle, et les Investisseurs supporteront les frais d'audit et relatifs aux conseils qu'ils auront désignés au prorata de leurs participations envisagées dans l'Augmentation de Capital. [Toutefois, il est entendu que ces frais seront remboursés par la Société [si les audits révèlent que la situation de la Société est substantiellement différente de celle présentée dans les informations communiquées aux Investisseurs à la date de signature de cette lettre d'intention,] [ou si l'Augmentation de Capital ne se réalise pas dans les conditions prévues dans cette lettre d'intention du fait de la Société ou de ses actionnaires ou dirigeants] [, dans la limite d'un montant maximum de [] euros HT]].
- [Il est précisé qu'en cas de réalisation de l'Investissement, le montant de toute commission due par la Société à tout mandataire ou intermédiaire au titre de cette opération n'excèdera pas un montant maximum de [] euros TTC.]
- Les Investisseurs désigneront le ou les cabinets de conseil qui les assisteront dans la réalisation des audits et la négociation de la documentation juridique. Les projets des termes et conditions des titres émis lors de l'Investissement, des statuts modifiés de la Société, du Pacte d'Actionnaires et de la convention de déclarations et garanties, notamment, seront rédigés par le conseil juridique désigné par les Investisseurs.

16. Confidentialité – Information

- L'existence et les termes de cette lettre d'intention sont strictement confidentiels. Les destinataires de la lettre d'intention s'engagent à ne pas les divulguer pendant [2 ans] à compter de la date de la lettre, sauf (a) aux tiers (actionnaires de la Société, employés, consultants, avocats et autres conseils), dans la mesure où ceux-ci auront à en prendre connaissance en vue de la réalisation de l'Investissement et dans la mesure où ces tiers seront eux-mêmes liés par une obligation de confidentialité, (b) dans les cas requis par la loi et les règlements ou (c) en cas de litige pour les seuls besoins de la procédure. Notamment, la Société et ses actionnaires ne pourront divulguer les termes de cette lettre d'intention à tous autres investisseurs sans l'accord préalable écrit des Investisseurs. [Les investisseurs pourront pour leur part communiquer la lettre d'intention pour les besoins de la syndication éventuelle de l'Investissement].

- La Société et les Fondateurs s'engagent à communiquer aux Investisseurs et à leurs conseils toutes informations utiles ou nécessaires en vue de la réalisation de l'Investissement et de la levée des conditions suspensives, notamment dans le cadre de la réalisation des audits et de la documentation juridique, et à faciliter cette réalisation. Ils s'engagent également à tenir informés les Investisseurs, sans délai, de tout fait ou événement survenant avant la Date de Réalisation pouvant remettre en cause une information déjà communiquée, ou constituant un élément important quant à la situation ou aux perspectives de la Société ou quant à la réalisation de l'Investissement et notamment pouvant avoir un impact sur la réalisation des conditions suspensives.

[Note : La confidentialité des informations communiquées par la Société aux Investisseurs doit le cas échéant faire l'objet d'un accord de confidentialité spécifique (Non Disclosure Agreement)]

17. Droit applicable et tribunal compétent

Droit français et tribunaux compétents du ressort de la Cour d'Appel de [_____].

18. Absence d'effet obligatoire

Cette lettre d'intention a pour objet de présenter les principaux termes et conditions auxquels pourrait se réaliser l'Investissement envisagé par les parties. L'Investissement lui-même ne sera réalisé qu'à l'occasion et sous la condition de la réalisation des conditions préalables et de l'adoption et de la conclusion des actes et documents spécifiques préparés à cet effet, dont certains sont visés dans ce document. Cette lettre d'intention ne constitue en aucun cas à ce stade, pour aucune des parties, un engagement ferme de réaliser l'Investissement, chacune restant libre de mettre fin à tout moment au projet d'Investissement.

Toutefois, les sections [14 à 18 (Exclusivité, Frais, Confidentialité et information, Droit applicable et tribunal compétent, Absence d'effet obligatoire)] de cette lettre d'intention instaurent à la charge de certaines des parties certaines obligations, que les parties concernées s'engagent à exécuter et qui ne peuvent être résiliées ou modifiées qu'avec l'accord de toutes les parties.

19. Signature de la lettre d'intention / Entrée en Vigueur

Dans le cas où cette lettre d'intention ne serait pas contresignée pour accord par chacune des parties désignées ci-dessous, et retournée aux Investisseurs, au plus tard le [_____], cette lettre d'intention n'entrerait pas en vigueur et aucune de ses stipulations ne lierait les parties l'ayant signé.

[Note : faire signer la lettre d'intention par la Société et par ses principaux actionnaires, dont le consentement est nécessaire pour réaliser l'Investissement]

Date :

Date :

[Investisseur 1]

[Investisseur 2]

Pour accord

Date :

Date :

[Société]

[Fondateur 1]

Date :

Date :

[Fondateur 2]

[Investisseur Existant]

LOIS

Loi n° 06-10 du 28 Jomada El Oula 1427 correspondant au 24 juin 2006 portant abrogation de l'ordonnance n° 03-02 du 19 Jomada El Oula 1424 correspondant au 19 juillet 2003 relative aux zones franches.

Le Président de la République,

Vu la Constitution, notamment ses articles 119, 120, 122 et 126 ;

Vu l'ordonnance n° 03-02 du 19 Jomada El Oula 1424 correspondant au 19 juillet 2003 relative aux zones franches ;

Après adoption par le parlement ;

Promulgue la loi dont la teneur suit :

Article 1er. — Est abrogée l'ordonnance n° 03-02 du 19 Jomada El Oula 1424 correspondant au 19 juillet 2003 relative aux zones franches.

Art. 2. — La présente loi sera publiée au *Journal officiel* de la République algérienne démocratique et populaire.

Fait à Alger, le 28 Jomada El Oula 1427 correspondant au 24 juin 2006.

Abdelaziz BOUTEFLIKA.

-----★-----

Loi n° 06-11 du 28 Jomada El Oula 1427 correspondant au 24 juin 2006 relative à la société de capital investissement.

Le Président de la République,

Vu la Constitution, notamment ses articles 119, 120, 122 et 126 ;

Vu l'ordonnance n° 66-154 du 8 juin 1966, modifiée et complétée, portant code de procédure civile ;

Vu l'ordonnance n° 66-155 du 8 juin 1966, modifiée et complétée, portant code de procédure pénale ;

Vu l'ordonnance n° 66-156 du 8 juin 1966, modifiée et complétée, portant code pénal ;

Vu l'ordonnance n° 75-58 du 26 septembre 1975, modifiée et complétée, portant code civil ;

Vu l'ordonnance n° 75-59 du 26 septembre 1975, modifiée et complétée, portant code de commerce ;

Vu le décret législatif n° 93-10 du 23 mai 1993, modifié et complété, relatif à la bourse des valeurs mobilières ;

Vu l'ordonnance n° 96-08 du 19 Châabane 1416 correspondant au 10 janvier 1996 relative aux organismes de placement collectif en valeurs mobilières (O.P.C.V.M), (S.I.C.A.V) et (F.C.P) ;

Vu la loi n° 01-18 du 27 Ramadhan 1422 correspondant au 12 décembre 2001 portant loi d'orientation sur la promotion de la petite et moyenne entreprise ;

Vu la loi n° 02-11 du 20 Chaoual 1423 correspondant au 24 décembre 2002 portant loi de finances pour 2003 ;

Vu la loi n° 04-18 du 13 Dhou El Kaada 1425 correspondant au 25 décembre 2004 relative à la prévention et à la répression de l'usage et du trafic illicite de stupéfiants et de substances psychotropes ;

Vu la loi n° 04-21 du 17 Dhou El Kaada 1425 correspondant au 29 décembre 2004 portant loi de finances pour 2005 ;

Vu la loi n° 05-01 du 27 Dhou El Hidja 1425 correspondant au 6 février 2005 relative à la prévention et à la lutte contre le blanchiment d'argent et le financement du terrorisme ;

Vu l'ordonnance n° 05-06 du 18 Rajab 1426 correspondant au 23 août 2005 relative à la lutte contre la contrebande ;

Vu la loi n° 06-01 du 21 Moharram 1427 correspondant au 20 février 2006 relative à la prévention et à la lutte contre la corruption ;

Après avis du Conseil d'Etat ;

Après adoption par le parlement ;

Promulgue la loi dont la teneur suit :

CHAPITRE I

OBJET, STATUT ET CAPITAL

Article 1er. — La présente loi a pour objet de définir les conditions d'exercice de l'activité de capital investissement par la société de capital investissement, ainsi que les modalités de sa création et de son fonctionnement.

Art. 2. — La société de capital investissement a pour objet la participation dans le capital social et toute opération consistant en des apports en fonds propres et en quasi fonds propres dans les entreprises en création, en développement, en transmission ou en privatisation.

Art. 3. — L'activité de capital investissement est exercée par la société, pour son propre compte ou pour le compte de tiers et selon le stade de développement de l'entreprise objet du financement.

Art. 4. — Les modalités d'intervention de la société de capital investissement sont :

— Le capital risque qui couvre :

* le "capital faisabilité" ou "capital amorçage" : avant la création de l'entreprise ;

* le "capital création" : à la phase de création de l'entreprise.

— le "capital développement" : 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.

Art. 5. — La société de capital investissement intervient au moyen de la souscription ou de l'acquisition :

— d'actions ordinaires,

— de certificats d'investissement,

— d'obligations convertibles en actions,

— de parts sociales,

— et, de façon générale, de toutes les autres catégories de valeurs mobilières assimilées à des fonds propres conformément à la législation et à la réglementation en vigueur.

La société de capital investissement assure la gestion de valeurs mobilières.

Art. 6. — La société de capital investissement peut réaliser, à titre accessoire, dans le cadre de son objet et pour le compte des entreprises intéressées, toute opération connexe compatible avec son objet.

Art. 7. — La société de capital investissement est constituée sous la forme de société par actions régie par la législation et la réglementation en vigueur sous réserve des dispositions de la présente loi.

Art. 8. — Le capital social minimum est fixé par voie réglementaire.

Il est libérable selon les modalités suivantes :

— 50% à la date de la constitution de la société ;

— 50% selon les dispositions prévues par le code de commerce.

Art. 9. — Le capital social de la société de capital investissement est détenu par des investisseurs publics ou privés, personnes morales ou physiques.

Les modalités de détention du capital social de la société de capital investissement pour les personnes morales ou physiques sont fixées par voie réglementaire.

CHAPITRE II

EXERCICE DE L'ACTIVITE DE CAPITAL INVESTISSEMENT

Art. 10. — L'exercice de l'activité de capital investissement est soumis à une autorisation préalable délivrée par le ministre chargé des finances, après avis de la commission d'organisation et de surveillance des opérations de bourse (COSOB) et de la banque d'Algérie.

La demande d'autorisation est introduite auprès du ministre chargé des finances par les fondateurs de la société de capital investissement.

La demande est accompagnée des documents suivants :

— le pacte d'actionnaires,

— les projets de statuts,

— les fiches de renseignements sur les fondateurs,

— la liste des actionnaires détenant plus de 10% du capital,

— le mode d'organisation et de fonctionnement,

— et tout autre document ou information requis par le ministre chargé des finances.

Art. 11. — Les fondateurs personnes physiques et les dirigeants de la société de capital investissement doivent jouir de leurs droits civiques.

Nul ne peut être fondateur d'une société de capital investissement ou membre de son conseil d'administration, ni directement ou par personne interposée, diriger, gérer ou représenter à un titre quelconque une société de capital investissement, ni disposer du pouvoir de signature pour de telles entreprises :

— s'il a fait l'objet d'une condamnation :

a) pour crime,

b) pour détournement, concussion, vol, escroquerie, émission de chèque sans provision ou abus de confiance ;

c) pour soustraction commise par dépositaires publics ou par extorsion de fonds ou de valeurs ;

d) pour banqueroute ;

e) pour infraction à la législation et à la réglementation des changes ;

f) pour faux en écritures ou faux en écritures privées de commerce ou de banque ;

g) pour infraction au droit des sociétés ;

h) pour recel des biens détenus à la suite de ces infractions ;

i) pour toute infraction liée au trafic de drogue, à la contrebande, au blanchiment d'argent, au terrorisme ou à la corruption ;

— s'il a fait l'objet d'une condamnation prononcée par une juridiction étrangère et passée en force de chose jugée, constituant d'après la loi algérienne une condamnation pour l'un des crimes ou délits mentionnés au présent article ;

— s'il a été déclaré en faillite ou si une faillite lui a été étendue ou s'il a été condamné en responsabilité civile comme organe d'une personne morale faillie tant en Algérie qu'à l'étranger et ce, tant qu'il n'a pas été réhabilité.

Art. 12. — Les dirigeants de la société de capital investissement doivent répondre aux critères de compétence et de professionnalisme.

Ces critères sont définis par arrêté du ministre chargé des finances.

Art. 13. — Les changements qui interviennent au niveau des détenteurs du capital, des dirigeants de la société de capital investissement et des personnes membres des organes qui en dépendent doivent répondre aux mêmes conditions et/ou critères prévus aux articles 10, 11 et 12 ci-dessus et faire l'objet d'un accord préalable du ministre chargé des finances.

Art. 14. — Les conditions d'octroi de l'autorisation d'exercice de l'activité de capital investissement ainsi que celles relatives à son retrait sont précisées par voie réglementaire.

L'autorisation d'exercer est délivrée dans un délai maximum de soixante (60) jours à compter de la date du dépôt de la demande.

Le refus d'octroi de l'autorisation doit être motivé et notifié au demandeur dans un délai maximum de trente (30) jours à compter de la date d'expiration de l'octroi de l'autorisation.

En cas de refus d'autorisation, expressément ou tacitement, le demandeur conserve tout droit de recours prévu par la législation en vigueur.

Art. 15. — Le retrait de l'autorisation d'exercer est prononcé par le ministre chargé des finances :

— à la demande de la société de capital investissement,

— sur rapport spécial du commissaire aux comptes pour manquement grave à la législation,

— sur rapport de la COSOB et/ou du ministère chargé des finances si la société ne répond plus aux conditions précisées par la présente loi.

Art. 16. — En cas de retrait d'autorisation, la société de capital investissement doit cesser ses activités immédiatement et sa dissolution est prononcée conformément aux dispositions prévues par l'article 715 bis 18 du code de commerce, modifié et complété.

CHAPITRE III

REGLES DE PRISE DE PARTICIPATION ET D'EMPRUNT DES SOCIETES DE CAPITAL INVESTISSEMENT

Art. 17. — La société de capital investissement ne peut employer plus de quinze pour cent (15%) de son capital et de ses réserves en participation en fonds propres dans une même entreprise.

Art. 18. — La société de capital investissement ne peut détenir d'actions représentant plus de quarante neuf pour cent (49%) du capital d'une même entreprise.

Art. 19. — La société de capital investissement ne peut intervenir en participation dans une société que sur la base d'un pacte d'actionnaires qui précise, notamment, la durée de la participation dans l'investissement et les conditions de sortie de la société de capital investissement.

Art. 20. — La société de capital investissement ne peut procéder à des emprunts au delà de la limite de dix pour cent (10%) de ses fonds propres nets. Les emprunts ainsi contractés ne pouvant servir au financement des prises de participation.

CHAPITRE IV

RESSOURCES FINANCIERES DES SOCIETES DE CAPITAL INVESTISSEMENT

Art. 21. — Les ressources de la société de capital investissement sont constituées :

1. du capital social, des réserves et des autres fonds propres,

2. des quasi-fonds propres qui comprennent :

— des ressources confiées par des tiers pour être investies dans des opérations de capital investissement ;

— des fonds publics confiés par l'Etat pour être investis dans des opérations de capital investissement intéressant les investissements productifs de biens et services réalisés par les petites et moyennes entreprises ;

3. des dons.

Art. 22. — Les quasi-fonds propres visés à l'article 21 ci-dessus sont gérés dans le cadre d'une convention passée, selon le cas :

— entre la société de capital investissement chargée de réaliser et de gérer les participations et les fonds d'investissement qui recueillent les ressources destinées à financer des participations ;

— entre la société de capital investissement et l'Etat.

Art. 23. — La convention conclue entre la société de capital investissement et l'Etat a pour objet de fixer le niveau d'engagement et les modalités d'intervention qui s'articulent autour des principes suivants :

— les fonds affectés au capital investissement ont pour objet la prise de participation dans les petites et moyennes entreprises et le renforcement de leurs fonds propres ;

— la prise de participation s'opère par souscription d'actions ou titres assimilables ;

— à l'échéance convenue, la société de capital investissement opère sa sortie de la participation par :

* la cession prioritaire des parts aux actionnaires de la société ou à d'autres actionnaires,

* tout autre forme de sortie.

CHAPITRE V

CONTROLE

Art. 24. — La société de capital investissement est soumise au contrôle de la commission d'organisation et de surveillance des opérations de bourse (COSOB), qui s'assure de la conformité de l'activité de la société aux dispositions législatives et réglementaires en vigueur.

La COSOB exerce, vis-à-vis des sociétés de capital investissement, les missions et pouvoirs qui lui sont dévolus par le décret législatif n° 93-10 du 23 mai 1993, susvisé.

Art. 25. — Dans le cadre de son activité, la société de capital investissement est soumise à la législation et à la réglementation en vigueur et notamment aux dispositions des articles 58 à 60 du décret législatif n° 93-10 du 23 mai 1993, susvisé.

Art. 26. — La société de capital investissement transmet au ministère chargé des finances et à la commission d'organisation et de surveillance des opérations de bourse :

— un rapport d'activités semestriel accompagné d'un état du portefeuille,

— les documents comptables et financiers de fin d'exercice requis,

— les rapports des commissaires aux comptes et tout autre document jugé nécessaire à l'exercice du contrôle.

CHAPITRE VI

STATUT FISCAL DE LA SOCIETE DE CAPITAL INVESTISSEMENT

Art. 27. — La société de capital investissement n'est pas soumise à l'impôt sur les bénéfices des sociétés (I.B.S) pour les revenus provenant :

— des dividendes ;

— des produits de placement ;

— des produits et plus-values de cession des actions et parts sociales.

La société de capital investissement est soumise au taux réduit de 5% au titre de l'impôt sur les bénéfices des sociétés (I.B.S).

La société de capital investissement intervenant en la forme de capital risque bénéficie de l'exonération de l'impôt sur les bénéfices des sociétés, pour une période de cinq (5) années, à compter du début de son activité.

Les modalités d'application du présent article sont précisées par voie réglementaire.

Art. 28. — La société de capital investissement est soumise à un droit d'enregistrement fixe d'un montant de cinq cents dinars (500 DA), et de vingt dinars (20 DA) par page pour tout acte de constitution, d'augmentation ou de réduction de capital et de cession de valeurs mobilières.

Art. 29. — Bénéficie des avantages fiscaux définis par la présente loi, la société de capital investissement qui s'engage à ne pas retirer les fonds investis dans les entreprises pendant une durée de cinq (5) ans à partir du 1er janvier de l'année qui suit la date de la prise de participation.

Art. 30. — La présente loi sera publiée au *Journal officiel* de la République algérienne démocratique et populaire.

Fait à Alger le 28 Jomada El Oula 1427 correspondant au 24 juin 2006.

Abdelaziz BOUTEFLIKA.

ANNEXE 2

Tableau d'équivalence des permis de conduire délivrés en Algérie

CATEGORIE DES PERMIS EN ALGERIE	VEHICULES DONT LA CONDUITE EST AUTORISEE	CATEGORIE DES PERMIS EQUIVALENTS EN TUNUSIE
A	Motocyclettes avec ou sans side-car. Tricycles à moteur d'une puissance de plus de 125 cm ³	A
A1	Motocyclettes ou tout autre véhicule automobile d'une cylindrée de 50 à 125 cm ³	A1
B	Véhicules de moins de 10 places dont le poids en charge est inférieur à 3500 kg	B
C	Véhicules de marchandises dont le poids en charge est supérieur à 3500 kg	C
D	Véhicules de transport en commun (plus de 9 places)	D
E	Véhicules des catégories B, C, D auxquels est attelée une remorque de plus de 750 kg	E
F	Véhicules de catégorie B de conception spéciale	B tout en prévoyant des aménagements appropriés

DECRETS

Décret exécutif n° 08-56 du 4 Safar 1429 correspondant au 11 février 2008 relatif aux conditions d'exercice de l'activité de la société de capital investissement.

Le Chef du Gouvernement,

Sur le rapport du ministre des finances,

Vu la Constitution, notamment ses articles 85-4° et 125 (alinéa 2) ;

Vu le décret législatif n° 93-10 du 23 mai 1993, modifié et complété, relatif à la bourse des valeurs mobilières ;

Vu l'ordonnance n° 03-11 du 27 Joumada Ethania 1424 correspondant au 26 août 2003 relative à la monnaie et au crédit ;

Vu la loi n° 06-11 du 28 Joumada El Oula 1427 correspondant au 24 juin 2006 relative à la société de capital investissement, notamment ses articles 8, 9, 14 et 27 ;

Vu le décret présidentiel n° 07-172 du 18 Joumada El Oula 1428 correspondant au 4 juin 2007 portant nomination du Chef du Gouvernement ;

Vu le décret présidentiel n° 07-173 du 18 Joumada El Oula 1428 correspondant au 4 juin 2007 portant nomination des membres du Gouvernement ;

Décrète :

Article 1er. — En application des dispositions des articles 8, 9, 14 et 27 de la loi n° 06-11 du 28 Joumada El Oula 1427 correspondant au 24 juin 2006, susvisée, le présent décret a pour objet de fixer le capital social minimum, les modalités de sa détention, les conditions d'octroi et de retrait de l'autorisation d'exercice ainsi que le statut fiscal de la société de capital investissement.

CHAPITRE I

CAPITAL SOCIAL MINIMUM
ET MODALITES DE SA DETENTION

Art. 2. — Le capital social minimum de la société de capital investissement est fixé à cent millions (100.000.000) de dinars.

Art. 3. — La souscription au capital social de la société de capital investissement est réalisée exclusivement au moyen d'apports en numéraires ou d'acquisition d'actions.

Art. 4. — Conformément à l'article 9 de la loi n° 06-11 du 28 Joumada El Oula 1427 correspondant au 24 juin 2006, susvisée, une personne physique, son conjoint et leurs ascendants et descendants ne peuvent détenir ensemble, directement ou indirectement, plus de quarante neuf pour cent (49%) du capital de la société de capital investissement.

Art. 5. — Conformément à l'article 18 de la loi n° 06-11 du 28 Joumada El Oula 1427 correspondant au 24 juin 2006, susvisée, une société ou des sociétés d'un même groupe ne peuvent détenir, directement ou indirectement, plus de quarante neuf pour cent (49%) du capital d'une même entreprise.

Art. 6. — Le capital social de la société de capital investissement est émis et inscrit en compte auprès d'un teneur en compte dûment habilité.

Art. 7. — Les actions souscrites au titre de la société de capital investissement sont des titres nominatifs.

La société émettrice tient un registre des actionnaires au niveau de son siège social. Il est mis à la disposition des détenteurs d'actions et de la commission d'organisation et de surveillance des opérations de bourse (COSOB).

CHAPITRE II

CONDITIONS D'OCTROI ET DE RETRAIT DE L'AUTORISATION D'EXERCICE

Art. 8. — L'exercice de l'activité de la société de capital investissement est soumis à une autorisation préalable du ministre chargé des finances conformément à l'article 10 de la loi n° 06-11 du 28 Joumada El Oula 1427 correspondant au 24 juin 2006, susvisée.

Art. 9. — Outre les documents cités à l'article 10 de la loi n° 06-11 du 28 Joumada El Oula 1427 correspondant au 24 juin 2006, susvisée, la demande d'autorisation d'exercice adressée au ministre chargé des finances, comprend :

— une déclaration sur l'honneur attestant que les fondateurs et les dirigeants de la société de capital investissement n'ont fait l'objet d'aucune des condamnations prévues à l'article 11 de la loi n° 06-11 du 28 Joumada El Oula 1427 correspondant au 24 juin 2006, susvisée,

— une note d'information exposant la stratégie d'investissement et notamment, les modalités d'intervention et les durées d'investissement envisagées.

Art. 10. — A la réception de la demande d'autorisation d'exercer, le ministre chargé des finances délivre, aux fondateurs qui déposent la demande, un récépissé dûment daté et signé attestant de la réception de la demande.

Le ministre chargé des finances transmet, pour avis, la demande d'autorisation à la commission d'organisation et de surveillance des opérations de bourse (COSOB) et à la Banque d'Algérie.

La commission d'organisation et de surveillance des opérations de bourse (COSOB) et la Banque d'Algérie doivent faire parvenir leur avis ainsi que toutes informations jugées nécessaires dans un délai qui ne saurait excéder quarante-cinq (45) jours.

Art. 11. — Le retrait de l'autorisation d'exercer prévue aux tirets 2 et 3 de l'article 15 de la loi n° 06-11 du 28 Joumada El Oula 1427 correspondant au 24 juin 2006, susvisée, intervient soixante (60) jours après notification de la mise en demeure délivrée par le ministre chargé des finances à la société, indiquant les motifs du retrait envisagé.

La société peut apporter, dans un délai de soixante (60) jours à compter de la date de la notification de la mise en demeure, tout élément de preuve du respect, par elle, des conditions qui ont motivé la procédure de retrait.

Dans le cas où la société n'apporte pas de preuves ou lorsque les preuves apportées sont jugées insuffisantes, le ministre chargé des finances prononce le retrait de l'autorisation.

CHAPITRE III

STATUT FISCAL DE LA SOCIETE DE CAPITAL INVESTISSEMENT ET DES INVESTISSEURS

Art. 12. — Le bénéfice des exonérations prévues par les dispositions de l'alinéa premier de l'article 27 de la loi n° 06-11 du 28 Joumada El Oula 1427 correspondant au 24 juin 2006, susvisée, est subordonné à l'engagement de la société de conserver les fonds investis dans les entreprises pendant un délai d'au moins cinq (5) ans à compter de la date de souscription ou d'acquisition.

Le délai de conservation est calculé par année calendaire à compter du 1er janvier de l'année qui suit celle de la date de chaque souscription ou acquisition.

Art. 13. — Les dispositions de l'article 12 ci-dessus relatives à la prise de participation sont également applicables pour le bénéfice du taux réduit de 5% de l'impôt sur les bénéfices des sociétés.

Art. 14. — Les sociétés de capital investissement intervenant en la forme de capital risque bénéficient du régime fiscal applicable aux sociétés de capital investissement.

Art. 15. — Le modèle de l'engagement prévu à l'article 12 ci-dessus définissant les règles pratiques de conservation des participations et de leur contrôle est fixé par arrêté du ministre chargé des finances.

Art. 16. — Le présent décret sera publié au *Journal officiel* de la République algérienne démocratique et populaire.

Fait à Alger, le 4 Safar 1429 correspondant au 11 février 2008

Abdelaziz BELKHADEM.

PROTOCOLE D' ACCORD D'INVESTISSEMENT

ENTRE LES SOUSSIGNES

[...], société par actions au capital de [...], ayant son siège social [...], immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de [...] sous le numéro [...], représentée par Mme [...], président du conseil d'administration, spécialement habilité aux fins des présentes (ci-après, la "Société")

D'UNE PART

ET

FINALEP, société au capital de _____ DA ayant son siège social _____, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de _____, représentée par M. _____, dûment habilité aux fins des présentes (ci-après désigné "l'Investisseur")

D'AUTRE PART

IL A TOUT D'ABORD ETE EXPOSE CE QUI SUIIT :

La Société souhaite renforcer ses fonds propres pour mener à bien ses projets de développement et de croissance interne et externe.

L'investisseur souhaite prendre une participation dans le capital de la Société.

Les Parties, après avoir négocié et convenu des termes de la prise de participation de l'Investisseur dans le capital de la Société, ont conclu le présent protocole d'investissement.

IL A ENSUITE ETE CONVENU CE QUI SUIIT :

ARTICLE 1- ENGAGEMENT DE SOUSCRIPTION DE L'INVESTISSEUR AU CAPITAL DE LA SOCIETE

L'Investisseur s'engage par la présente à souscrire à une augmentation de capital de la Société, réservée à l'Investisseur et présentant les caractéristiques suivantes :

- capital social actuel : divisé en [...] (0000) actions de cent (x) DA de nominal.
- montant de la souscription : [...] d'unités DA.
- pourcentage du capital et des droits de vote de la Société après toute dilution : [...] cent (x %).

- autres opérations préalables : apports de la totalité des marques et droits de propriété intellectuelle nécessaires à l'exploitation des différents fonds de commerce de la Société et/ou de ses filiales.

Le présent engagement est contracté irrévocablement pour la durée du présent protocole.

ARTICLE 2 - VIREMENT DU MONTANT DE LA SOUSCRIPTION PAR L'INVESTISSEUR

L'Investisseur déclare avoir procédé ce jour, ce que la Société reconnaît et dont elle lui donne bonne et valable quittance, au virement de la somme de [...] (x) d'unités DA, égale au montant de son engagement de souscription, sur un compte bloqué ouvert au nom de l'Investisseur dans les livres de banque [...] sous le numéro [...] et portant la désignation [...].

Cette somme restera bloquée sur ledit compte jusqu'à la plus prochaine des deux dates suivantes : (a) la date de réunion de l'assemblée générale extraordinaire des actionnaires de la Société qui décidera et réalisera l'augmentation de capital réservée visée à l'article 1 ci-dessus, et (b) la date d'expiration du présent protocole.

ARTICLE 3 - OBLIGATIONS DE LA SOCIETE

La Société s'engage à faire ses meilleurs efforts pour que son Conseil d'administration convoque une assemblée générale extraordinaire ayant pour objet de décider et de réaliser, entre autres opérations, une augmentation de capital réservée à l'Investisseur dans les conditions prévues à l'article 1 ci-dessus.

La Société prendra à l'égard de l'Investisseur l'engagement de mettre à sa disposition des renseignements comptables et financiers, avec une périodicité trimestrielle.

La Société s'engage à faire ses meilleurs efforts pour que l'Investisseur bénéficie et puisse adhérer à l'accord d'actionnaires existant entre certains des actionnaires de la Société.

ARTICLE 4 - DUREE DU PROTOCOLE

Le présent protocole d'investissement est conclu pour une durée de quatre-vingt-dix (90) jours à compter de la date de sa signature. A défaut de réalisation à l'expiration de cette période, il sera nul et de nul effet et l'Investisseur sera libre de disposer comme il l'entendra de la somme virée sur le Compte et de tous intérêts qu'elle aura générés.

ARTICLE 5 - STIPULATIONS GENERALES

Attribution de compétence : Tous différends se rapportant au présent pacte et relatifs à sa validité, son interprétation, son exécution ou son applicabilité seront de la compétence exclusive du Tribunal de Commerce d'ALGER.

Cession : Les Parties ne sont pas autorisées à céder leurs droits ou obligations résultant du présent pacte sans avoir obtenu au préalable l'accord écrit de l'autre Partie. Toute tentative de cession effectuée en violation des stipulations du présent article sera considérée comme nulle et non avenue.

Communication : Toute annonce ou communication publique relative à l'objet du présent contrat à laquelle une des Parties souhaiterait procéder sera soumise à l'autre Partie pour son accord préalable écrit.

Délais : Les délais indiqués dans le présent contrat seront déterminés par application des règles du nouveau code de procédure civile.

Frais : Chacune des Parties supportera ses propres frais en rapport avec la négociation, la conclusion et l'exécution des obligations contractées au titre du présent protocole.

Notifications: Toutes notifications ou autres communications en exécution des présentes seront valablement données par un écrit (i) délivré en mains propres à son ou ses destinataires ou (ii) envoyé par courrier recommandé avec accusé de réception ou par un service de messagerie, l'accusé de réception faisant foi, ou (iii) envoyé par télécopieur, la télécopie devant être confirmée promptement par l'un des moyens ci-dessus à l'autre Partie, à l'adresse indiquée ci-dessous :

[...]

Les adresses ci-dessus pourront être modifiées par notification à l'autre Partie adressée conformément aux stipulations de la présente clause, entrant en vigueur huit (8) jours après la date de sa réception.

Secret : Les Parties s'engagent à conserver secrets tant l'existence que la teneur du présent protocole et de leurs relations, pendant une période de deux années à compter de son expiration, sauf en cas de réalisation de l'opération d'investissement; en ce cas, les stipulations du paragraphe "Communication" s'appliqueront.

FAIT A ALGER, LE [...] 2009, EN DEUX EXEMPLAIRES ORIGINAUX.

PACTE D'ACTIONNAIRES

PREAMBULE

Considérant :

. Les opportunités de développement de l'industrie céréalière en Algérie, et particulièrement la rénovation et construction de silos,

. L'ensemble des mesures d'encouragements prévus par le Code des Investissements Algérien,

Les sociétés :

- . SEEGEL AG,
- . ALSAR, société anonyme,
- . ELEG, société anonyme,
- . METAL, entreprise publique économique par société par actions,
- . La FINANCIERE ALGERO - EUROPEENNE DE PARTICIPATION, société par actions,

Ont convenu de créer une société conjointe de fabrication d'équipements de manutention destinés à l'industrie céréalière.

A cet effet, un Protocole d'accord a été signé le 20 Mars 1998 entre SEEGEL AG, ALSAR, ELEG, METAL et FINALEP pour la création de cette société.

Ceci exposé,

Les sociétés

1. SEEGEL AG, société anonyme de droit allemand au capital social de 7.600.000 DEM dont le siège est sis à Beilngries (Allemagne) immatriculée au Registre de Commerce n° B 1250 Amtsgericht Ingolstadt, dûment représentée à l'effet du Présent Pacte d'Actionnaires, par Monsieur Konrad MEIER, son Directeur Général agissant es- qualité.

2. ALSAR SA , société anonyme de droit français au capital social de 250 000 FF dont le siège est sis à Griesheim près Molsheim (France) immatriculée au Registre de Commerce de Saverne n° B 381747450, dûment représentée à l'effet du Présent Pacte d'Actionnaires, par Monsieur Charles FRED, son Président Directeur Général agissant es- qualité.

3. ELEG SA, société anonyme de droit français au capital social de 1.000.000 FF dont le siège est sis à Geispolsheim (France) immatriculée au Registre de Commerce de Strasbourg n° B 329178453, dûment représentée à l'effet du Présent Pacte d'Actionnaires, par Monsieur Roland REEB, son Président Directeur Général agissant és-qualité.

4. EPE/METAL SPA, société par actions de droit algérien, au capital social de 1.000.000 DA dont le siège est sis à zone industrielle de Berrahal, Wilaya de Annaba, immatriculée au Registre de Commerce de Annaba n° 0015261 du 08/07/98 dûment représentée à l'effet du présent Pacte d'actionnaires par Monsieur Nourredine CHERBOUB, son Président Directeur Général agissant és - qualité.

5. Monsieur Konrad MAGATH demeurant Am Bahndamn 8 - 85137 WALTING (Allemagne)

6. Monsieur Charles FRED demeurant 1, rue des Vergers à GRIESHEIM près Molsheim (France)

7. Monsieur Roland ROBIN demeurant 27, avenue Christian Pfister - STRASBOURG (France)

Ci - après désignés les « parties »,

d'une part

Et

8. La Financière algéro - européenne de participation, société par actions de droit algérien au capital de 159 750 000 dinars algériens dont le siège est sis à Route Nationale n° 11, Staouéli, (Gouvernorat du Grand Alger) immatriculée au Registre de Commerce d'Alger n° 91 B63, ci - après désignée par abréviation FINALEP, dûment représentée à l'effet du présent Pacte d'actionnaires par Monsieur Saïd BELAIDI, son Directeur Général agissant és-qualité.

d'autre part

Ont convenu et arrêté ce qui suit :

Article 1: Objet du Pacte d'actionnaires.

Le présent Pacte a pour objet de définir les conditions d'intervention de la FINALEP dans la société CONSIDER SPA notamment en matière de :

- . Sortie de la Finalep
- . Mode d'évaluation des actions
- . Distribution des dividendes.
- . Administration de la société.

Article 2 : Dénomination de la société

La société prend la dénomination de «CONSTRUCTIONS D'EQUIPEMENTS AGRO - INDUSTRIELS Société par Actions », par abréviation « CONSIDER SPA».

Article 3 : Objet de la société

La société a pour objet en Algérie et à l'étranger :

- La conception, les études et la réalisation d'unités industrielles et agro - industrielles, le montage, la fabrication, la mise en service, la formation, l'assistance technique, la maintenance d'équipements destinés à l'industrie et à l'agro - industrie y compris les fournitures et installations électriques et techniques.
- Par voie de conséquence, tout acte de commerce, achat, importation, exportation, service après - vente, d'équipements, pièces détachées, liées à l'activité principale.
- et généralement toutes opérations financières commerciales, industrielles, mobilières et immobilières, pouvant se rattacher directement ou indirectement à l'objet ci - dessus ou à tous objets similaires ou connexes, de nature à favoriser son développement ou son extension.

Article 4 : Siège social

Le siège social de la société sera localisé dans la wilaya de Annaba.

Article 5 : Niveau et répartition du capital social.

Les fonds propres de CONSIDER SPA seront constitués d'un capital social et d'un compte courant des associés si nécessaire.

Le capital social est fixé à 50 000 000 DA composé de 50 000 actions de 1 000 DA chacune.

Le capital de la société est réparti comme suit :

1) SEEGEL AG	10 495 000 DA (10 495 actions)
2) ALSAR	9 995 000 DA (9 995 actions)

3) ELEG	9 995 000 DA (9 995 actions)
4) METAL	10 000 000 DA (10 000 actions)
5) FINALEP	9 500 000 DA (9 500 actions)
6) MAGATH Konrad	5 000 DA (5 actions)
7) FRED Charles	5 000 DA (5 actions)
8) ROBIN Roland	5 000 DA (5 actions)

Article 6 : Libération du capital

Les actionnaires procéderont au moment de la signature des statuts à la libération du quart du capital souscrit. Le reste sera libéré conformément au Code de Commerce Algérien.

Article 7 : Compte courant des associés.

En fonction des besoins imprévus induits au démarrage de la société, les parties d'une part et la FINALEP pourront accompagner la société CONSIDER SPA par un versement en compte courant des associés.

La rémunération de ce compte ainsi que les modalités de son remboursement seront arrêtées par l'Assemblée Générale.

Le remboursement de la quote - part de la FINALEP dans le compte courant des associés se fera au plus tard à la sortie la FINALEP et en une seule fois.

Article 8 : Rachat des actions de FINALEP .

Les parties s'engagent à racheter à la FINALEP la totalité des actions qu'elle a souscrite et pourrait souscrire dans le capital social de CONSIDER SPA.

Le rachat de ces actions se fera soit conformément à la répartition initiale du capital social soit selon négociation entre les parties elles mêmes.

Article 9 : Durée

Cet engagement est consenti pour une durée commençant à courir du jour de la signature du Pacte d'Actionnaires et expirant à la fin de la **huitième année** d'exploitation.

Ce délai peut être revu avec l'accord de toutes les parties.

Article 10 : Délai d'option

Les parties s'engagent dès que la FINALEP en fait la demande, à racheter les actions souscrites par elle en une ou plusieurs fois à partir de la **sixième année** d'exploitation.

Dans le cas, d'un rachat par tranche, les parties s'engagent à racheter la totalité des actions souscrites par la FINALEP dans un délai qui ne saurait excéder **2 années** à compter de l'échéance fixée à l'alinéa premier ci - dessus.

Article 11 : Pacte de préférence

Pendant le délai accordé par la FINALEP pour l'option, celle - ci consent aux parties un pacte de préférence pour la cession de ses actions.

Les droits attachés à ce pacte de préférence sont librement transférables entre les parties.

FINALEP s'engage à prévenir les parties de toute autre proposition de rachat et à leur céder en priorité sur tout acheteur, à conditions égales, et ce durant la période fixée à l'article 9.

Article 12 : Substitution

Dans le cas où l'une des parties renonce à son droit de préemption, elle se réserve le droit de proposer un repreneur de son choix qui devra être accepté par les autres parties.

La partie défaillante resterait obligée solidairement avec celui - ci, comme caution, au paiement du prix et à l'exécution des charges la vente.

Article 13 : Limitation à la liberté de cession.

Pendant toute la durée de l'option, les parties s'interdisent de céder les actions qu'elles détiennent dans CONSIDER SPA sans qu'aient été rachetées au préalable et aux mêmes conditions les actions détenues par FINALEP, si celle ci le leur demande.

Article 14 : Prix de cession des actions

Lorsque la FINALEP lèvera l'option, le prix unitaire que les parties acceptent de payer au titre du rachat est la valeur la plus élevée obtenue :

- soit la valeur de cotation des titres de CONSIDER SPA en Bourse si celle - ci est opérationnelle à la date de cession.
- soit la valeur offerte par un repreneur potentiel, personne physique ou morale, à condition que ce repreneur soit accepté par les parties.
- soit la valeur telle qu'elle résulte de la formule suivante :

Valeur de cession de l'action = (Actif Net réévalué + Goodwill) / Nombre d'actions.

$$\text{Actif Net réévalué} = A (1+i)^{n-1} + B - E$$

A : Actif immobilisé

i : Taux moyen d'inflation sur les trois derniers exercices (taux officiel publié par l'ONS)

n : Année de cession

B : Actif à court terme (valeurs d'exploitation, réalisables et disponibles)

E : Endettement global (LT, MT et CT)

$$\text{Avec GW} = \frac{3R_{(n-3)} + 2R_{(n-2)} + R_{(n-1)}}{6}$$

(R = Résultat économique = Résultat avant frais financiers et amortissement)

(GW = Good Will)

Article 15 : Paiement du prix

Le prix de cession des actions à la FINALEP sera payable comptant dans les trois mois qui suivent la levée de l'option et simultanément il sera procédé à la transcription des actions cédées.

Si pour une raison quelconque, le prix d'achat n'était pas payé dans ce délai, la partie défaillante devrait à la FINALEP de plein droit et sans qu'il y ait lieu à mise en demeure, un intérêt de retard égal au taux d'intérêt débiteur des banques commerciales algériennes en vigueur au moment de la cession.

Article 16 : Dividendes

La FINALEP conservera la propriété des actions et en percevra les produits jusqu'à paiement complet.

La société distribuera des dividendes dès que l'exploitation du projet le permettra et à l'appréciation de l'Assemblée Générale.

Article 17 : relations entre CONSIDER SPA et ses actionnaires fondateurs.

La société est habilitée à établir des relations commerciales avec ses actionnaires fondateurs suivant la formule contractuelle de « gré à gré » conformément aux lois et règlements en vigueur et dans le respect des règles de commercialité.

Article 18 : Organisation et administration de la société.

La société par actions CONSIDER SPA sera dotée d'un Conseil d'Administration et d'une Assemblée Générale des actionnaires.

Le Président du Conseil d'Administration sera désigné parmi les actionnaires non résidents.

La gestion de la société sera assurée par un Directeur Général proposé par le Président et nommé par le Conseil d'Administration.

Le Conseil d'Administration sera composé de 3 à 12 membres. Le premier Conseil d'Administration sera formé des 5 membres suivants :

- | | |
|--|--------------------------------|
| - 1 membre désigné par SEEGEL AG : | Monsieur Konrad MAGATH |
| - 1 membre désigné par TEI | : Monsieur Charles FRED |
| - 1 membre désigné par SOVEC ENTREPRISES | : Monsieur Roland ROBIN |
| - 1 membre désigné par PROCIM | : Monsieur Nourredine CHERBOUB |
| - 1 membre désigné par FINALEP | : Monsieur El Hadi SAYAH |

Article 19: Commissariat aux comptes

Le commissaire aux comptes de la société est désigné par l'Assemblée Générale, sur proposition de l'actionnaire FINALEP.

Article 20 : Confidentialité

Les parties déclarent et reconnaissent que le présent Pacte d'actionnaires a un caractère strictement confidentiel. Elles s'interdisent, en conséquence et sauf accord express, préalable et écrit de l'autre partie, d'en divulguer le contenu, à quelque personne et sous quelque forme que ce soit, sous réserve des prescriptions légales éventuellement applicables.

Si ces informations devaient être divulguées, en vue de l'exécution des présentes et notamment du fait de non - respect des engagements de l'une des parties, la partie fautive, responsable de la divulgation, en supporterait toutes les conséquences et en particulier, les conséquences financières éventuelles.

Les parties s'interdisent également de divulguer toute information technique, commerciale, financière ou autre les concernant et concernant les sociétés qui leur sont apparentées et dont elles auraient pu avoir connaissance dans le cadre et au titre du présent pacte de leur association.

Les parties se portent fort du respect de cette obligation de confidentialité par les membres de leur personnel concernés, ainsi que par toutes les sociétés, entités ou entreprises qui leur sont affiliées ou apparentées, s'engageant à la rendre opposable aux personnes physiques ou morales susvisées de façon à ce que la société puisse, le cas échéant s'en prévaloir à leur rencontre.

Cette obligation de confidentialité est stipulée sans limitation de durée. Elle ne s'éteindra, le cas échéant, que lorsque les informations concernées seront tombées dans le domaine public

Article 21 : Interprétation du présent pacte et litiges

Toutes contestations ou différends qui pourraient survenir entre les parties signataires de ce Pacte quant à sa conclusion, son exécution, son interprétation ou sa résiliation, seront soumis à une procédure de règlement à l'amiable.

Article 22 : Droit applicable

Le présent Pacte d'actionnaires ainsi que tous les actes en découlant seront régis par le droit algérien en vigueur.

Article 23 : Entrée en vigueur

Le présent Pacte d'actionnaires entrera en vigueur dès sa signature.

Article 24 : Notifications

Toutes notifications au titre de l'exécution du présent Pacte d'actionnaires devront pour leur validité, être effectuées par courrier recommandé avec accusé de réception aux adresses sus mentionnées des parties signataires concernées.

Fait à Alger, en huit exemplaires le 27 Octobre 1998

**P/ SEEGEL AG
Konrad MAGATH**

**P/ ALSAR SA
Charles FRED**

**P/ELEG SA
Roland ROBIN**

**EPE/ PROCIM Spa
Nourredine CHERBOUB**

**P/ FINALEP Spa
Said BELAIDI**

Konrad MAGATH

Charles FRED

Roland ROBIN

Abstract

The SME Activity characterized by the possibility of high growth with high level of risk, and this is why it prevented from obtaining the necessary funding from the banks institutions, so it was necessary to study the most appropriate funding method, which named venture capital, so the study problem was about, **"if is it possible for the instututions of venture capital to contribute in the development of small and medium enterprises in Algeria?"**, and the main reason for choosing this subject, is the desire to ensure the ability of venture capital Foundation to create the texture of small and medium enterprises in Algeria.

The importance of the study includes to analyze the activity of the venture capital Foundation and determine their role to support and promote the small and medium enterprises as an alternative funding, which can contribute to the development of the algerian economy. So the study was dropped on Algeria, where it discussed in two theoretical chapters and a paratical one, with using both descriptive approach and analytical, In addition to the case study method.

The study used a collection of articles and books, newspapers and other, in different languages, in order to determine the role of venture capital in the creation of enterprise and upgraded it to modern economic projects.

The most important findings of the research is that the venture capital Foundation have achieved particularly positive results at the international level, if there is unity innovative projects with a level of competence and experience of their managers, but we find the volume of entreprises financed in Algeria by the venture capital institutions is modest, because of

the absence of efficient and innovative projects, despite the efforts of the government authorities.