

جامعة قاصدي مرباح - ورقلة -  
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير  
قسم علوم التسيير



مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي  
الميدان : علوم إقتصادية، علوم التسيير وعلوم تجارية  
الشعبة : علوم التسيير  
التخصص : تسيير مؤسسات صغيرة ومتوسطة

من إعداد الطالب : إسماعيل بن راس  
بعنوان :

# رأس المال المخاطر كبديل مستحدث لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة دراسة حالة شركة FINALEP

نوقشت وأجيزت علنا بتاريخ: 2013/10/10

أمام اللجنة المكونة من السادة:

الأستاذ / عصام بوزيد (أستاذ مساعد أ - جامعة قاصدي مرباح ورقلة) رئيسا

الأستاذ / مرزوقي مرزوقي (أستاذ مساعد أ - جامعة قاصدي مرباح ورقلة) مشرفا

الأستاذ / حجاج الهاشمي (أستاذ مساعد ب - جامعة قاصدي مرباح ورقلة) مناقشا

السنة الجامعية : 2014/2013

## الإهداء

إلى نبي الرحمة ونور العالمين

سيدنا محمد صلى الله عليه وسلم

إلى من قال فيهما المولى عز و جل

"....و بالوالدين إحسانا...."

إلى القلب الرحيم التي تحملت و صبرت لأجل نجاحي

وكانت لي منبع صدق أُمي الحنونة.

إلى الذي علمني أن الحياة كفاح و نضال و أن النجاح سبيل التضحية.

أبي الكريم.

إلى كل أساتذتي و مشايخي

إلى أخي محمد النذير رحمه الله

و إلى جميع إخوتي و أهلي و أصدقائي ومعارفي فردا فردا.

\* بن راس إسماعيل \*

## تَشْكُرَات

الحمد لله الذي منّ علي بالوصول إلى هذه المنزلة التي ما كنت لأبلغها إلا بفضلته فالحمد لله عز وجل الذي ألهمني الصبر و الثبات و مدني بالقوة و العزم على مواصلة مشواري الدراسي.

أتقدم بجزيل الشكر إلى كل من ساعدني في إنجاز هذه المذكرة أخص بالذكر

✓ أستاذي المشرف مرزوقي مرزوقي الذي حضيت بشرف الجلوس متعلما بين يديه ، و كل الأساتذة الذين إستفدت من توجيهاتهم.

✓ السيد بورلجان عبد القادر المكلف بالمهام لدى شركة فينالب و كل عمال الذين رحبوا بي و قدموا لي العون في هذا العمل.

✓ أختي التي ساعدتني في إتمام هذا العمل .

✓ صديقي توفيق الذي رافقني أثناء الدراسة الميدانية .

و كافة من ساهم في إنجاز هذا العمل من قريب أو بعيد.

تتناول هذه الدراسة أحد أهم الحلول لمشكلة التمويل في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر ، و هو التمويل عن طريق رأس المال المخاطر والذي يعتبر البديل الأحدث و الأمثل لهذا النوع من المؤسسات ، خاصة وأنه يتماشى وخصوصيتها واحتياجاتها المالية .

ولقد تم التطرق من خلال هذه الدراسة إلى مفهوم رأس المال المخاطر و أشكاله وأليات التمويل بهذا النوع و مراحلها ، بحيث تهدف هذه الدراسة إلى إبراز الأثر الايجابي الذي يعكسه التمويل عن طريق رأس المال المخاطر على الأداء المالي و الوظيفي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة وكيف يساهم في الرفع من القدرة المالية للمؤسسة سواء المستفيدة أو الممولة (شركات رأس المال المخاطر) على حد سواء ، ويعكس هذا كله الدراسة الميدانية التي أجريتها على مستوى إحدى شركات رأس المال المخاطر بالجزائر "finalep" .

#### Abstract:

This study treats one of the most important solutions in the Small & Medium Firms in Algeria, Financement in risk capital which is the best & efficient substitution for such kind of companies; especially it goes with company needs.

We boarded in this study the definition of risk capital, its forms, its finacement modalities and its steps. This study aims to show the positive impact of the risk capital on the financial & functional operations of the Small & Medium Firms and how it participates on the augmenting of the financial capacity of the benefited or financed company (Capital Risk Companies) and this reflects the practical study that we did in the company named "FINALEP".

## قائمة المحتويات

I	الإهداء
II	التشكرات
III	ملخص
IV	قائمة المحتويات
V	قائمة الأشكال
VI	قائمة الجداول
VII	قائمة الملاحق
أ	المقدمة
1	الفصل الأول: رأس المال المخاطر النمط التمويلي المثالي
2	المبحث الأول: الإطار المفاهيمي لرأس المال المخاطر
16	المبحث الثاني: الدراسات السابقة
19	الفصل الثاني: : دراسة حالة finalep
20	المبحث الأول: الطريقة والادوات المستعملة في الدراسة
21	المبحث الثاني: عرض نتائج الدراسة
38	الخاتمة
42	قائمة المراجع
45	الملاحق
57	الفهرس

## قائمة الأشكال

الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
32	تطور التدفقات المالية المتوقعة للمشروع مقارنة مع الاحتياج في رأس المال العامل	الشكل 1. 2
34	تطور الأرباح المتوقعة لفيئالب خلال سنوات المشروع	الشكل 2. 2

## قائمة الجداول

الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
15	مقارنة بين المشروعات الممولة برأسمال المخاطر و المشروعات الممولة ذاتيا في أمريكا	الجدول 1. 1
15	مقارنة بين المشروعات الممولة برأسمال المخاطر و المشروعات الغير الممولة به في فرنسا	الجدول 2. 1
21	عمليات رأس المال المخاطر لفينالاب حتى نهاية 2008	الجدول 3. 2
29	جدول الاستثمارات لسنوات المشروع	الجدول 4. 2
30	التمويل و الحصص	الجدول 5. 2
31	حسابات النتائج	الجدول 6. 2
32	التدفقات النقدية	الجدول 7. 2
33	تقدير حصة فينالاب من الأرباح الموزعة	الجدول 8. 2
35	محددات المردودية المتوقعة لفينالاب	الجدول 9. 2

## قائمة الملاحق

الصفحة	عنوان الملحق	رقم الملحق
45	الهيكـل التنظيمي لشركة finalep	الملحق 1
46	برتكول الاتفاق الخاص بالشراكة المالية الجزائرية الأوروبية للمساهمة -Finalep-	الملحق 2
49	عقد المساهمة الخاص بدراسة الحالة التمويلية المعدة FINALEP لدى المالية الجزائرية الأوروبية	الملحق 3



# المقدمة

إذا كانت المشروعات الصغيرة و المتوسطة في الدول المتقدمة ح ظيت بالأولوية ضمن مختلف الإستراتيجيات المرصدة للتنمية قد تجاوزت الكثير من صعوبات تنميتها لاسيما تلك المتعلقة بالحصول على التمويل من عدة مصادر، و ذلك بفضل تنوع الخدمات التمويلية المتاحة بالسوق التمويلية و ابتكار و استخدام تقنيات حديثة على مستوى البنوك بما يمكنها من التحكم في المخاطر و التكاليف و من ثم التوجه نحو خدمة هذا القطاع، فان مثيلاتها في الدول النامية عامة و الجزائر خاصة لازالت تواجه العديد من المشكلات، إذ تعتبر مشكلة التمويل من ابرز ما يعيق تطورها في مرحلة الانطلاق و التوسع ، وحيث أن اعتماد المؤسسة على أموالها الخاصة و الذاتية كمصدر تمويلي داخلي غالبا ما تكون غير كافية لتغطية مختلف احتياجاتها عبر مراحل نشاطها خاصة المتعلقة بالمشاريع الاستثمارية التجديدية و التوسعية، فانه لا يكون أمامها إلا خيار اللجوء إلى التمويل الخارجي المتضمن تمويلا ماليا عن طريق السوق المالية الذي لا يحظى بأية ثقة رغم وجود مؤسساته المتخصصة التي يبقى نشاطها التمويلي ضعيفا ، أو تمويلا بنكيا عن طريق الوساطة البنكية الذي لا يزال شكل المصدر الأكثر أهمية في الجزائر دون أن تتمكن المؤسسات التي تتقدم بطلب القروض البنكية من الحصول عليها بالشروط الملائمة، نظرا لعدة عوامل متداخلة تجعل الاستفادة من التمويل المصرفي تتميز بالمحدودية، منها ما يخص البنوك فيما يتعلق بثقل عنصر الضمانات المطلوبة بمختلف أنواعها و ارتفاع تكلفة القروض التي لا تشجع على الاستثمار، بالإضافة إلى تعقد و بطء إجراءات الحصول على القروض، وغياب بنوك متخصصة، فضلا على ضعف الكفاءات المهنية و الافتقار إلى التقنيات الفعالة للتحكم في المخاطر بما يقلص من مجال اتخاذ قرار منح القروض، و أخرى تخص المشروعات و ذلك فيما يتعلق بوضعها المالي و قدرتها على التمويل الذاتي و قدرتها على التسديد فضلا عن عدم شفافية و مصداقية المعلومات المقدمة حول وضعها المالي فكل هذه العوامل من شأنها أن تزيد من محدودية التمويل بالقروض المصرفية .

و في ظل واقع التمويل المصرفي الذي يتميز بمحدودية الاستفادة منه و باعتبار مختلف الظروف المحطة بما فيها التحولات العميقة التي يعرفها الاقتصاد الوطني نتيجة مختلف الضغوطات الداخلية و الخارجية، المفروضة على المؤسسات و المجسدة في الاندماج الاقتصادي و التجاري العالمي . من أجل ذلك سنحاول من خلال هذا البحث استعراض تقنية رأس المال المخاطر كبديل تمويلي مستحدث يحل محل التمويل التقليدي و يتماشى مع متطلبات واحتياجات المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة .

و استنادا إلى ما سبق ذكره يمكن طرح وصياغة الإشكالية الرئيسية على النحو التالي :

**كيف يساهم رأس المال المخاطر في الرفع من القدرة المالية للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة ؟**

ويندرج تحت هذا التساؤل الرئيسي عدة أسئلة فرعية نصوغها كالتالي :

1. هل يعتبر التمويل عن طريق رأس المال المخاطر بديل أمثل لإحلال محل وسائل التمويل التقليدي ؟
2. هل المؤسسات الجزائرية أصلا مؤهلة لاستخدام تقنية رأس المال المخاطر سواء الممولة أو المستفيدة ؟
3. ما مدى نجاح هذا النوع من التمويل في الجزائر ؟

## الفرضيات :

- ✓ مع التطور والتحول الحاصل في قطاع المؤسسات الصغيرة و المتوسطة أصبحت الوسائل التقليدية لا تتماشى مع احتياجات وأهداف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وتوجه هذه الأخيرة إلى بدائل مستحدثة لما لها من إيجابيات وسرعة الإجراءات و التسهيلات ؛
- ✓ يعتبر التمويل بتقنية رأس مال المخاطر البديل الأمثل الذي يتماشى مع خصوصيات المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ؛
- ✓ يعتبر التمويل برأس المال المخاطرة تقنية جديدة بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر .

## مبررات اختيار الموضوع :

من أسباب تناولنا لهذا الموضوع :

- التوجه الشخصي لمواضيع التمويل المختصة بمؤسسات الصغيرة والمتوسطة ؛
- هذا النوع من التمويل ( التمويل برأس مال المخاطر) يتماشى مع تعاليم الشريعة الإسلامية ، إذ يعتبر نوع من أنواع المضاربة الذي أخذته أوروبا عن الحضارة الإسلامية ؛
- الانجازات والنجاحات التي حققتها الشركات الممولة بتقنية رأس المال المخاطر ؛
- زيادة الرصيد المعرفي ، ومحاولة إثراء المكتبة الجامعية لعدم توفر البحوث والدراسات بالقدر الكافي التي تتناول هكذا مواضيع .

## أهداف الدراسة :

- إثبات مدى ملائمة نظام التمويل برأس المال المخاطر مع خصوصيات المؤسسات الصغيرة والمتوسطة و كيف يساهم في الرفع من قدرتها المالية سواء في مرحلة الإنشاء أو التوسع ؛
- إظهار أهمية التمويل برأس المال المخاطر ومدى صلاحيته للتطبيق في مختلف القطاعات والمجالات .

## أهمية الدراسة :

- نظرا لتحولات الاقتصادية و الاجتماعية التي شهدتها الجزائر و التي من أهمها انفتاح الاقتصاد الوطني على الاقتصاد العالمي و ما يترتب عليه من آثار بالغة على المؤسسات الاقتصادية الجزائرية ، وخصوصا المؤسسات الصغيرة و المتوسطة وحاملي المشاريع الريادية الجديدة ، والتي تعد المكون الرئيسي لنسيج مؤسسات الوطنية ، فإن التمويل يعتبر أحد أهم العوامل المساهمة في تنمية هذه المؤسسات .

وعليه تتجلى أهمية الدراسة في مناولتها لبديل تمويلي مستحدث ومرن مقارنة بالتمويل التقليدي والذي يتمثل في رأس المال المخاطر، بحيث نحاول من خلال طرحه استعراض مميزات وكيفية أنه يساهم في الرفع ترقية المشاريع الريادية والمؤسسات الصغيرة والمتوسطة ، كما تعكس أهمية هذا البحث ندرة الدراسات المناولة لموضوع التمويل عن طريق رأس المال خاطر خاصة على مستوى الجامعات .

### حدود الدراسة :

بهدف معرفة آليات التمويل برأس المال المخاطر في الجزائر ، وبعد أن نستعرضه بشكل النظري ، ارتأينا أن ندعم بحثنا بدراسة الميدانية على مستوى الشركة المالية الجزائرية الأوربية للمساهمة Finalep والواقع مقرها بالجزائر العاصمة ، وهذا باعتبارها الشركة الأولى التي لها السبق في التمويل بهذه التقنية بحيث أنها أنشئت لأجل هذا الغرض .

### منهج الدراسة و الأدوات المستخدمة :

إن طبيعة الموضوع هي التي تحدد المنهج الواجب أتباعه قصد الإحاطة بأهم جوانب الموضوع . وعليه لإجابة على الإشكالية المطروحة أنفا استخدمنا المنهج الوصفي لتحليل الذي يعد الأنسب لموضوع الدراسة ، بحيث نصف ونشخص ظاهرة الدراسة بغرض فهم الإطار النظري ثم التطرق لدراسة الميدانية ( دراسة الحالة ) في الجزء الخاص بتفسير الظاهرة المدروسة وهذا بالاعتماد على المقابلة الشخصية لجمع المعلومات و إثبات صحة الفرضيات أو نفيها.

### مرجعية الدراسة :

استخدمنا في دراستنا هذه عدة مراجع متمثلة في الكتب و المقالات والملتقيات والمجلات العلمية و المذكرات الجامعية ، بالإضافة إلى المواقع الالكترونية من أجل الحصول على المعلومات و المفاهيم النظرية التي نخدمنا في بناء الموضوع ، أما الجانب التطبيقي فكان اعتمادنا الكامل على وثائق المؤسسة و مقابلة مسؤوليها .

### صعوبات البحث :

أكثر الصعوبات التي واجهتنا تمثلت في التنقل لمقر المؤسسة الكائن مقرها بالعاصمة الجزائرية والبحث عن مكان تواجدها ، إضافة إلى صعوبة لقاء مسؤوليها ومضيفها بحيث يلزمك أخذ موعد مسبق للقاء وهذا نظرا لطبيعة العمل مما استلزمنا بعض الوقت من أجل إتمام هذه الدراسة . الإحصائيات التي قدمتها المؤسسة كانت نوعا ما قديمة نظرا لسرية و التحفظ الذي تتعامل به المؤسسة أثناء تقديم المعلومات للأطراف الخارجية .

### تقسيمات البحث :

انطلاقا من طبيعة الموضوع والأهداف المنوطة به ، ومن أجل الإجابة على الإشكالية المطروحة تم تقسيم البحث إلى فصلين بحيث ، الفصل الأول يتضمن الجانب النظري لدراسة و الفصل الثاني يتضمن الدراسة الميدانية والتي كانت على مستوى شركة المالية الجزائرية الأوربية للمساهمة Finalep ، ثم استعراض النتائج المتوصل إليها في هذه الدراسة الميدانية .

## الفصل الأول

رأس المال المخاطر النمط التمويلي المثالي

## مقدمة الفصل

لما كانت المؤسسات تعكس الصورة الحقيقية لاقتصاد الوطني من خلال الدور الفعال الذي تقوم به على الصعيد الاقتصادي و الاجتماعي ، فإن هذه الصورة رهينة التمويل الذي تحظى به هذه المؤسسات ، فتعدد أشكال التمويل وأنماطه مع قلة فعاليته خلق عبئ إضافيا لهذه المؤسسات ، فكثيرا هي المؤسسات التي تعتمد على القروض المصرفية التي تشكل فوائدها حاجزا أمام تقدمها وأدائها ، إلا أن استحداث أنماط جديدة ومرنة للتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة لا شك أنه سيعطي دفعة قوية لأداء هذه المؤسسات خاصة و أنها تتماشى مع خصائصها واحتياجاتها .

وكان من أهم هذه الأنماط المستحدثة التمويل برأس المال المخاطر، موضوع دراستنا والذي أفردنا له هذا الفصل لتعرف على ماهيته وأشكاله ومراحلته قصد إبراز أهميته و موقعه في المنظومة التمويلية مرفقين ذلك بدراسات إحصائية وتجارب عالمية أثبتت فعاليته ونجاحه في النهوض بقطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة .

تمهيد :

يعتبر طرح أسلوب التمويل القديم الجديد ( التمويل برأس المال المخاطر) بديلا هاما لأسلوب التمويل التقليدي الذي يعتمد على القروض ، وهو في الأساس يقوم على أسلوب المشاركة والمضاربة ، حيث أن المضارب أو المشارك يقدم تمويلا من دون ضمان العائد ولا مبلغه ، وبذلك فهو يخاطر بأمواله و هو ما يعبر عنه بمبدأ الغنم بالغرم . وهكذا فالأساس الذي يقوم عليه اقتراح تأسيس شركات رأس المال المخاطر وهو قيامها على مبدأ المشاركة في الأرباح و الخسائر (joint-venture) .

لذلك سنحاول من خلال هذين المبحثين التعرف على هذا النمط من التمويل واستعراض الدراسات السابقة التي تناولت الموضوع على شتى جوانبه

### المبحث الأول : الإطار المفاهيمي لرأس المال المخاطر

سنحاول من خلال هذا المبحث تسليط الضوء على المفاهيم المتعلقة برأس المال المخاطر و آليات التمويل به واستعراض خصائصه ونشأته و كذا مزيهه و عيوبه .

### المطلب الأول : رأس المال المخاطر (التعريف ،الخصائص، النشأة )

#### أولا : التعريف:

إن معظم المراجع لا تقدم تعريفا مباشرا و صريحا لرأس المال المخاطر بل تكتفي بتقديم خصائصه و تفسيرها،وتعتبر التعريفات الموالية من التعريفات المباشرة القليلة المتوفرة :

- حسب الجمعية الوطنية لرأس المال المخاطر NVCA (الولايات المتحدة) : هو "استثمار نشط بالأموال الخاصة طويلة

الأجل، في منشآت تملك استعدادات قوية،منجز من طرف مستثمرين متخصصين"<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> Emmanuelle Dubocage Et Dorothee Rivaud DANSET, Le capital-risque , Ed La Découverte paris , 2006, p6

– حسب الجمعية الفرنسية للمستثمرين برأس المال **AFIC** هو : "استثمار محقق من طرف مستثمرين برأس المال بواسطة الأموال الخاصة وشبه الخاصة في منشآت شابة أو في طور الإنشاء، تتضمن محتوى تكنولوجي كبير"<sup>4</sup>.

– حسب البنك المركزي الألماني : " بمفهومه الضيق، رأس المال المخاطر يمثل في الغالب، الحصص المأخوذة في المنشآت الصغيرة و المتوسطة الناشئة، المبتكرة تكنولوجيا، غير المدرجة، التي رغم انخفاض ربحيتها الحالية، يقدر أن تمتلك استعدادات نمو واسعة و كافية، كما أن مؤسسات رأس المال المخاطر لا تزود المشاريع الناشئة بالأموال الخاصة فقط، لكن أيضا بالخبرة التسيير الواسعة وخدمة النصائح"<sup>3</sup>.

– حسب الجمعية الأوروبية **EVCA** : " هو كل رأس مال يوظف بواسطة وسيط مالي متخصص ي مشروعات خاصة ذات مخاطر مرتفعة، تتميز باحتمال نمو قوي لكنها لا تضمن في الحال يقينا بالحصول على دخل أو التأكد من استرداد رأس المال في التاريخ المحدد (وذلك على مصدر المخاطر) أملا في الحصول على فائض قيمة مرتفع في المستقبل البعيد نسبيا حال بيع حصة هذه المؤسسات بعد عدة سنوات"<sup>4</sup>.

– حسب المشرع الجزائري:

في الفصل الأول من القانون رقم 06-11 الصادر بتاريخ 24 جوان 2006، يعرف المشرع الجزائري شركات رأس المال الاستثماري بأنها الشركات التي تهدف للمشاركة في رأس مال الشركة، وفي كل عملية تتمثل في تقديم حصص من أموال خاصة أو شبه خاصة لمؤسسات في طور التأسيس أو النمو أو التحويل أو الخصخصة.<sup>(5)</sup>

– بناء على ما سبق من التعاريف يمكننا تقديم التعريف التالي لرأس المال المخاطر :

" هو استثمار نشط بالأموال الخاصة وشبه الخاصة، يقوم بموجبه المستثمرون بأخذ مساهمات مؤقتة ( متوسطة أو طويلة الأجل ) في رأس مال المشاريع الناشئة عالية التكنولوجيا عادة، غير المسعرة و المتضمنة لمخاطر عالية، وذلك مقابل الحصول على عائد مرتفع نسبيا" .

<sup>2</sup>Alain BORDERIE ,financer les PME autrement ,le Capital- Investissement : des fonds propres pour les entrepreneurs ,Ed Maxima Paris,1998.

<sup>3</sup> محمد سبتي ،فعالية رأس المال المخاطر في تمويل المشاريع الناشئة ، مذكرة تدخل ضمن متطلبات شهادة الماستر ، غير منشورة ، تخصص إدارة مالية ، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير ، جامعة منتوري ، قسنطينة ، الجزائر ، 2008-200 ، ص41

<sup>4</sup> عبد الله إبراهيم ، المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في مواجهة مشكل التمويل ، ورقة بحثية مقدمة في الملتقى الدولي حول متطلبات تأهيل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في الدول العربية ، الشلف ، يومي 17،18 أفريل 2006 ، ص389

<sup>5</sup> - المادة 02 و المادة 03 من القانون رقم 06-11 المؤرخ في 24 جوان 2006 و المتعلق بشركات رأس المال الاستثماري.



## ثانياً: الخصائص:

تتمثل أهم خصائص رأس المال المخاطر فيما يلي<sup>6</sup>:

- **وساطة مالية:** تعتبر معظم عمليات رأس المال المخاطر وساطة مالية لحساب مستثمرين كما هو الأمر بالنسبة لكل مهن رأس المال الاستثماري بصفة عامة، لكن الخصوصية هنا أن هناك بعض عمليات رأس المال المخاطر لا تعتبر وساطة مالية كما هو الشأن مثلاً بالنسبة لنشاط ملائكة الأعمال Business Angels، الذي ينصف ضمن رأس المال المخاطر غير الرسمي،
- **استثمار بالأموال الخاصة وشبه الخاصة:** حيث أن التمويل يستهدف أعلى الميزانية، اعتماداً على الأموال الخاصة عادة، التي تزود المستثمرين بمعلومات معتبرة وتعطيهم حقوق رقابية.
- **مساهمة نشطة:** بالمتابعة التسييرية للفريق المسير، نظراً للدعم الكبير الذي يحتاج إليه مسيرو المشاريع الناشئة من جهة، وبسبب الخطر العالي للاستثمار من جهة أخرى، وهذا ما يسمى بالمساهمة غير المالية.
- **استثمار متوسط/طويل الأجل:** رأس المال المخاطر هو تمويل لأجل محدد من الزمن بمهدف تحقيق عائد مالي حيث أن المستثمرين يبيعون حصصهم بعد مدة تتراوح من سنتين إلى عشر سنوات، حسب تطور المنشأة المحفظة من أجل تحقيق أهدافهم بتحصيل قيم مضافة.
- **استثمار خطر:** يعود الخطر العالي للاستثمار أساساً إلى الطبيعة الخاصة للمشاريع الناشئة. حيث تكون المخاطر المرتبطة بالمراحل المبكرة عادة أكبر من المراحل اللاحقة للنمو إذ المستثمرون مهددون بفقد كل أو جزء من أموالهم الموظفة في هاته المشاريع. ونظراً لارتفاع المخاطر، فإنهم يتوقعون عائد مرتفع نسبياً (من 25% إلى 45%)، حسب طور التدخل
- **استثمار في المشاريع الناشئة:** إن تحقيق عائد كبير بالقدر المذكور أعلاه، يكون فقط لدى المنشآت التي تمتلك استعدادات معتبرة للنمو وهي عادة المشاريع ذات المحتوى التكنولوجي العالي التي تقدم منتجات متميزة سواء في الإعلام الآلي ( الكمبيوتر، الإعلام والاتصال، الانترنت ) أو الصحة ( التكنولوجيات الحيوية و الطب) أو في مختلف القطاعات الأخرى عالية التكنولوجيا، والتي يكون أصحابها من الباحثين و المبتكرين الذين لا يمتلكون لا الخبرة التسييرية، ولا الأموال الكافية و اللازمة لتجسيد أفكارهم في مشاريع استثمارية، أو لتحقيق النمو المرغوب بالنسبة

<sup>6</sup> محمد سبتي، مرجع سبق ذكره، ص3.

للذين قاموا بإنشاء مشاريعهم ويرغبون في تطويرها. الأمر الذي في إمكان أطراف أجنبية تقديمه، وهذه الأطراف تتمثل في المخاطرين برأس المال المخاطر (venture capitalists) الذين يملكون الخبرة التسييرية الكافية، و العلاقات التجارية الواسعة، إضافة إلى رؤوس الأموال.

### ثالثاً : النشأة :

### النشأة القديمة :

لوتبعنا تاريخياً أساس نظام المشاركة النابذ للإقراض بفوائد والذي أتخذ في عصرنا هذا ثوب شركات رأس المال المخاطر لسجلنا على الأقل الحقائق التالية :

**الحقيقة الأولى :** أن الفكرة ليست جديدة فقد حرم الربا فلاسفة الرومان كشيرون واليونان كأفلاطون ( في كتابه الجمهورية ) وأرسطو في ( كتابه السياسة ) .

وحرمتها اليهودية ففي سفر الخروج (الفصل 22 الفقرة 24): (إذا أقرضت مالاً لأحد من أبناء شعبي فلا تقف منه موقف الدائن ولا تطلب منه رباً مالمالك).

وفي سفر اللاويين (الأخبار فصل 25 فقرة 35 إلى 37): (وإذا افتقر أخوك وقصرت يده عندك فأعضده غريباً أو مستوطناً فيعيش معك لا تأخذ منه رباً ولا مراحماً بل أعش إليك فيعيش أخوك معك وفضتك لا تعطيه بالربا وطعامك لا تعطيه بالمراحم).

كما ذهب تعاليم المسيحية إلى ترك أصل القرض للمقترض ففي إنجيل لوقا (فصل 6 فقرة 34 - 35): (إذا أقرضتم لمن تنتظرون منهم المكافأة فأبي فضل يعرف لكم لكن افعلوا الخيرات وأقرضوا غير منتظرين عائدتها وإذا يكون ثوابكم جزيلاً) يقول العلامة أبو شهبه<sup>7</sup>: (ولقد أجمع رجال الكنيسة ورؤساؤها كما اتفقت مجامعها على أن هذا التعليم الصادر من السيد المسيح عليه السلام يعد تحريماً قاطعاً للتعامل بالربا حتى إن الآباء اليسوعيين الذين يتصفون بالميل إلى الترخيص والتسامح في مطالب الحياة وردت عنهم في شأن الربا عبارات صارمة منها:

فول سكوربار: (إن من يقول إن الربا ليست معصية يعد ملحداً خارجاً عن الدين).

وقول الأب يوبني: (إذ المرابين يفقدون شرفهم في الحياة الدنيا وليسوا أهلاً للتكفين بعد موتهم).

<sup>7</sup> محمد بن محمد أبو شهبه ، حلول لمشكلة الربا ، مكتبة السنة ، 1406هـ ، ص 64-65 .

الحقيقة الثانية : إن الإسلام نحى عن التعامل الربوي في أكثر من نص قرآني وأحاديث نبوية شريفة نذكر منها على سبيل المثال لا الحصر "

{ يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا لَا تَأْكُلُوا الرِّبَا أَضْعَافًا مُضَاعَفَةً وَاتَّقُوا اللَّهَ لَعَلَّكُمْ تُفْلِحُونَ }<sup>8</sup>

{ الَّذِينَ يَأْكُلُونَ الرِّبَا لَا يَقُومُونَ إِلَّا كَمَا يَقُومُ الَّذِي يَتَخَبَّطُهُ الشَّيْطَانُ مِنَ الْمَسِّ ذَلِكَ بِأَنَّهُمْ قَالُوا إِنَّمَا الْبَيْعُ مِثْلُ الرِّبَا وَأَحَلَّ اللَّهُ الْبَيْعَ وَحَرَّمَ الرِّبَا فَمَنْ جَاءَهُ مَوْعِظَةٌ مِنْ رَبِّهِ فَانْتَهَى فَلَهُ مَا سَلَفَ وَأَمْرُهُ إِلَى اللَّهِ وَمَنْ عَادَ فَأُولَئِكَ أَصْحَابُ النَّارِ هُمْ فِيهَا خَالِدُونَ . يَمْحَقُ اللَّهُ الرِّبَا وَيُزِيلُ الصَّدَقَاتِ وَاللَّهُ لَا يُحِبُّ كُلَّ كَفَّارٍ أَثِيمٍ . إِنَّ الَّذِينَ آمَنُوا وَعَمِلُوا الصَّالِحَاتِ وَأَقَامُوا الصَّلَاةَ وَآتَوُا الزَّكَاةَ لَهُمْ أَجْرُهُمْ عِنْدَ رَبِّهِمْ وَلَا خَوْفٌ عَلَيْهِمْ وَلَا هُمْ يَحْزَنُونَ . يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا اتَّقُوا اللَّهَ وَذَرُوا مَا بَقِيَ مِنَ الرِّبَا إِن كُنْتُمْ مُؤْمِنِينَ . فَإِنْ لَمْ تَفْعَلُوا فَأْذَنُوا بِحَرْبٍ مِنَ اللَّهِ وَرَسُولِهِ وَإِنْ تُبْتُمْ فَلَكُمْ رُؤُوسُ أَمْوَالِكُمْ لَا تَظْلِمُونَ وَلَا تُظْلَمُونَ . وَإِنْ كَانَ ذُو عُسْرَةٍ فَنَظِرَةٌ إِلَى مَيْسَرَةٍ وَأَنْ تَصَدَّقُوا خَيْرٌ لَكُمْ إِنْ كُنْتُمْ تَعْلَمُونَ }<sup>9</sup>

هذا بالنسبة للآيات القرآنية الكريمة الصريحة أما ما ثبت في السنة الشريفة فما أخرججه البخاري ومسلم وغيرهما

عن أبي هريرة -رضي الله عنه- من قول النبي - صلى الله عليه وسلم- "اجتنبوا السبع الموبقات قالوا وما هي يا رسول الله؟ قال: "الشرك بالله والسحر وقتل النفس التي حرم الله إلا بالحق وأكل الربا وأكل مال اليتيم والتولي يوم الزحف وقذف المحصنات الغافلات المؤمنات" <sup>10</sup>

وبين الرسول -صلى الله عليه وسلم- أن لعنة الله شملت كل من اشترك في عقد الربا فقد ورد في الصحيحين أن النبي صلى الله عليه وسلم قال: "لعن الله آكل الربا وموكله وشاهديه وكتابه"<sup>11</sup>.

بهذه النصوص القاطعة لم يترك الإسلام مجالاً للكسب السريع لنقود إلا بالمخاطرة في الإنتاج ، والحث على الاستثمار فقد ورد عنه - صلى الله عليه وسلم- أنه قال " (ألا من ولي يتيماً له مال فليتجر له، ولا يتركه حتى تأكله الصدقة)<sup>12</sup>.

فإذا كان رسول الله صلى الله عليه وسلم يأمر الأوصياء باستثمار أموال اليتامى فمن باب أولى يجب على الإنسان أن يستثمر أمواله وينميها حتى لا تأكلها الصدقة، وحتى يكون قادراً على دفع الزكاة من أرباح أو عوائد هذه الأموال لا من أصل رأس المال إذا لم يستثمر <sup>13</sup>.

<sup>8</sup> سورة آل عمران الآية: 130.

<sup>9</sup> سورة البقرة الآيات: 275-280.

<sup>10</sup> مسلم بشرح النووي الجزء 4، ص 110، وابن ماجه الجزء 2 ص 764.

<sup>11</sup> الشوكاني ، محمد بن علي، فتح القدير، الناشر محفوظ العلي، بيروت، بدون تاريخ نشر، ج1، ص289.

<sup>12</sup> الترمذي، محمد بن عيسى، الجامع الصحيح، دار الحديث، القاهرة، بدون تاريخ، ج3، ص24.

ودفعا للناس إلى هذا الاستثمار كانت الزكاة إلى جانب إسهامها في سد حاجة المحتاجين حافزا لصاحب المال إلى دفع ماله إلى ميدان الاستثمار حتى لا تأكله الزكاة إذا ظل راكدا بعيدا عن مجال الإنتاج المثمر، ثم إن دفع الزكاة للفرد العاطل بمثابة تمويل بوسيلة إنتاجية تتلائم مع ما يجيد حرفة أو مهنة فيكون هذا التلاؤم دافعا للفرد بالعمل الإنتاجي، مما يشجع على تحريك الاقتصاد الوطني، و عندها تكون الزكاة قد حولت هذا الفرد من إنسان عاطل غير منتج إلى إنسان فعال قادر على العطاء والإنتاج .

فنهى الشديد عن الاستثمار في الربا ، بركة كحافز على عدم ترك المال دون استثمار يتغير موقف صاحب المال من سلبية المستثمر بربا الذي لا يعب بكيفية استخدام أمواله طالما ضمن الربا المتفق عليه إلى إيجابية المستثمر الذي يخاطر بماله ويحرص بتالي على اختيار مجال استثماره وعلى متابعتة حتى يحقق غرضه ، وبذلك يؤدي أمانة هذا المال الذي استخلفه الله فيه .

### النشأة الحديثة :

تنسب النشأة الحديثة ل رأس المال المخاطر إلى الجنرال " DORIOT " الفرنسي الأصل الذي أنشأ في أمريكا سنة 1946 أول مؤسسة مختصة في رأس المال المخاطر في العالم التي تخصصت في تمويل الشركات الالكترونية الشابة ، ظل بعد ذلك نمو سوق مؤسسات رأس المال المخاطر بطيئة في السوق الأمريكية حتى سنة 1977 ، الذي شهد طفرة كبيرة في عدد المؤسسات المنشأة.

أما في أوروبا فقد عرفت هذه المؤسسات في تاريخ أحدث ، لكنها لقيت عناية كبيرة من الجمعية الأوروبية ل رأس المال المخاطر التي تأسست في بروكسل عام 1983 لتطوير حرفة الرأس المال المخاطر في أوروبا ، وقد حدث فعلا تزايد ملحوظ في نشاط مؤسسات رأس المال المخاطر منذ إنشاء هذه الجمعية .

ويتجلى ذلك في الأرباح التي تجنيها هذه المؤسسات والتي تصل في حدودها العادية ما بين 300% و 200% سنويا ،

كما تظهر أهمية ذلك إذا علمنا أن الاستثمار الطويل الأجل بلغ بين سنتي 1990 و 1993 في الولايات المتحدة الأمريكية 54 مليار دولار أي أن رأس المال المخاطر يمثل 60 % من هذا الاستثمار وهي تنسب إلى بنوك كبيرة يبلغ عمرها حوالي 200 سنة بينما لم يزيد عمر رأس المال المخاطر عن نصف قرن ، إضافة إلى ذلك فإن النسبة التي يمولها رأس المال المخاطر تصل إلى 64% من المشاريع عالية المخاطر<sup>14</sup> .

فشركات رأس المال المخاطر أنقذت أمريكا من التخلف التكنولوجي أمام اليابان ، وهي عبارة عن رؤس أموال تتجمع في البنوك وتعطى للمشاريع

الريادية و الابتكارية ، فشركات مثل " ماكنتوش و مايكروسوفت كانت عبارة عن محلات بسيطة ثم وصلت إلى ما وصلت إليه بفضل التمويل ب

رأس المال المخاطر وقد سارعت كل الدول المتقدمة إلى تبني هذا الأسلوب ، ولكن النتائج اختلفت ، فبينما نجحت في إنجلترا و هولندا تعثرت في

إيطاليا و اسبانيا و ألمانيا .

<sup>13</sup> محمد سميران ، محمد ركان الدغمي ، الآثار الاقتصادية للزكاة ، ملخص ، كلية الدراسات الفقهية و القانونية ، جامعة آل البيت ، المفرق ، الأردن ، ص 16 .

<sup>14</sup> عبد الله إبراهيم، مرجع سبق ذكره ، ص 2 .

## المطلب الثاني: مزايا، أهداف، وعيوب رأس المال المخاطر:

أولاً: أهداف شركات رأس المال المخاطر<sup>15</sup>:

انتشرت هذه المؤسسات في الولايات المتحدة الأمريكية وبعده في الدول الأخرى بهدف :

1. مواجهة الاحتياجات الخاصة بالتمويل الاستثماري.
2. التغلب على عدم كفاية العرض من رؤوس الأموال بشروط ملائمة من المؤسسات المالية القائمة.
3. توفير التمويل للمشروعات الجديدة أو عالية المخاطر و التي تتوافر لديها إمكانيات نمو وعائد مرتفع. وبذلك فإن رأس المال المخاطر هو طريقة لتمويل الشركات الغير القادرة على تدبير الأموال من إصدارات الأسهم العامة أو أسواق الدين عادة يسبب المخاطر العالية المرتبطة بأعمالها، وهذه الاستثمارات هي لآجال طويلة وغير سائلة وذات مخاطر عالية لكن بعوائد عالية نسبياً.

ثانياً: مزايا رأس المال المخاطر<sup>16</sup>:

تتضح مزايا رأس المال المخاطر كأسلوب للتمويل فيما يلي:

- المشاركة: إن أصحاب التمويل يعتبرون شركاء في الجدوى و المسؤولية. فإذا كان صاحب المشروع يعتبر من خلال رأس ماله المؤسس للشركة فإن شركة رأس المال المخاطر تقوم بالوساطة بين الطرفين نظير حصة ربح تحصل عليها، والأطراف تتمثل في المستثمر وهو صاحب المال الذي يريد استثماره، والممول أي الذي يقوم بدور شركة رأس المال المخاطر في إدارة صندوق المخاطر نظير حصة من الربح يحصل عليها وهي من 15% إلى 30% حسب الاتفاق بالإضافة إلى 2.5% مقابل المصاريف الإدارية سنوياً. ويقلل هذا إلى حد كبير عناصر التعارض التي توجد بين المقرضين و المقترضين لدى البنوك الربوية، فالمقترض عليه أن يرد القرض في موعد معين ويدفع فائدة ثابتة مدة الدين، فإذا انخفض العائد تعرض المشروع للإفلاس و هذا من شأنه أن يدفع المستثمر إلى المغامرة دون نظر إلى حجم الخسارة، فهو في كلا الحالتين قاصر ، و يضع المقرض يده على الشركة ، بينما لو ربح فسيحصل على الربح كاملاً. وهذا لا نجد في

<sup>15</sup> رويبة عبد السميع ، حجازي إسماعيل ، تمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة عن طريق شركات رأس المال المخاطر ، ورقة بحثية مقدمة في الملئقى الدولي حول متطلبات تأهيل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في الدول العربية ، الشلف ، يومي 17 و18 أبريل 2006 ، ص 309 .

<sup>16</sup> رويبة عبد السميع ، حجازي إسماعيل، مرجع سبق ذكره ، ص 8 .

المشاركة حين يشترك الجميع في الربح والخسارة حيث تتفق المصالح والوجهة ولا تتعارض . وكثيرا ما يكون الدعم العملي الذي يقدمه الممول مفيدا للشركة ومساعد على نجاحها لهذا السبب فضلا عن أنها تفسح المجال للمشاركة طويلة الأجل حيث لا تباع الحصة إلا بعد أن تستوي الشركة، وتصبح قادرة على الإنتاج والنمو وهذا لا يتوافر في الديون قصيرة الأجل.

- **الإنقاذ :** أمام الممول فرصة لإختيار الموضوع الواعد فكثير من المشاريع الجديدة تكون عالية المخاطر ولكنها تكون ذات أرباح عالية وتتضاعف بعد ذلك قيمة أصولها. بينما في حالة القرض تبحث البنوك عن الشركات المليئة (صاحبة القدرة على السداد) ولا تبالى بمستقبل الشركة وإمكانية نجاحها، ولذلك فهي تستهدف الشركات الكبيرة والمستقرة والتي غالبا ما تكون قد توقفت طاقتها للابتكار، و يكون مفيدا للغاية للتنمية الإقتصادية.
- **المرحلية:** من خصائص رأس المال المخاطر أن التمويل يتم على مراحل وليس على دفعة واحدة، هذه المرحلة تلائم التمويل بالمشاركة وذلك أنه في عقد المشاركة يضطر المستثمر للرجوع إلى الممول للحصول على التمويل التالي وفي هذا ضمان لصدق المستثمر في عرض نتائج الأعمال و يعطي الفرصة حين فشل المشروع قبل تضاعف الخسارة، أو تعديل خطط المشروع و إصلاح مساره.
- **التنوع:** يمكن للممول أن يوزع تمويله على عدة مشاريع متباينة المخاطر، بحيث ما تخسره شركة تعوضه الأخرى ثم إن المشاركة تفتت الخطر و من ثم تكون القدرة على تحمل المخاطر أعلى من القرض، فضلا عن أن الرقابة و المتابعة من الشريك تجنب المشروع الدخول في مغامرات.
- **التنمية و التطوير:** إن هذا النوع من المشاركة قادر على تمويل مشاريع عالية المخاطر و من ثم يستطيع أن يفتح مجالات للاستثمار لا يطرقها إلا الرواد القادرون و يعوضه عن هذا الخطر ما يتحقق من مكاسب و عائد كبير. لقد ثبت هذا في تمويل شركات مبتدئة "كأبل" و"مايكروسوفت" و"كومباك" و"الميدرا ل إكسبرس" و"جنيتك"... وغيرها و كانت التقنية القائمة بها شبه مجهولة ولم تتحمس لها مصادر التمويل التقليدية.
- **توسيع قاعدة الملكية :** يستمر التمويل حتى تنضج الشركة وتستوي، وبعدها يمكن أن تباع لمستثمر آخر يشده نجاح الشركة ونوع نشاطها أو تطرح كأسهام على المساهمين و يمول العائد من ارتفاع رأس المال مشاريع أخرى جديدة

ثالثا : عيوب رأس المال المخاطر<sup>17</sup> :

أما عيوبها فيمكن إيجازها فيما يلي:

على عكس المزايا السابقة قد يمثل المخاطر ون للمؤسسين عبئا معيناً، يرجع إلى :

- الحقوق المتولدة للمخاطر ين عن المشاركة (كالمشاركة في القرارات و التدخل في توجيه مسار المشروع)
- تتطلب مبالغ مرتفعة ، في حالة نجاح المشروع لاسترداد حصص المخاطر ين ( لكن ينبغي أن لا ننسى بطبيعة الحال أن ذلك ما يقيم ميزان العدالة ، حيث تعتبر هذه المبالغ مقابل المجازفة التي قبلها المخاطر ون وقت الإنشاء، والتي كان من الممكن أن تعرضهم لفقدان كافة أموالهم و التي شاركوا بها في المشروع ) .

**المطلب الثالث : دور شركات رأس المال المخاطر في التمويل وأشكال ومراحل هذا التمويل :**

**أولاً : دور شركات رأس المال المخاطر في التمويل :**

إن الأفكار لا تساوي شيئاً مهما كانت أهميتها وقيمتها الاستثمارية والاقتصادية ما لم يتم تجسيدها ومن ثم تطويرها ، وهو أمر ليس بالهين ويحتاج إلى مهارات فنية وقدرات خاصة للتغلب على المشاكل التي تعترض عملية ترقية الفكرة من مجرد فكرة إنتاج على الورق إلى واقع ملموس " وتبرز هذه الميزة بسبب روح المغامرة لدى أصحاب المشروعات الصغيرة فهم إما يتبعون أساليب جديدة للإنتاج على نطاق واسع وإما يتبعون ابتكارهم لشركة أكبر " . إن الحصول على براءة الاختراع أمراً مهماً جداً لتحويل هذه الفكرة إلى سلعة مفيدة لكنه ليس مجرد آلية تبين أصالة الفكرة و أحقية احتكارها ما يجعل الأمر أكثر تعقيداً وقد يكون سبباً في تنفير المستثمرين عنها لاعتقادهم أن السلعة الجديدة و الاستثمار فيها ينطوي على مخاطرة كبيرة.

كما أن المبتكر يواجه إشكالية تسويق فكرته فعقود التراخيص في المراحل الأولية من عمر التطوير للفكرة حسب إحصائيات الدول المتقدمة لا تتعدى نسبتها اثنين في الألف بالنسبة للمخترعين الأفراد ولكنها تكثر فيما بين الشركات والمؤسسات الناشئة بعد فترة التطوير للأفكار الجديدة

17 برييش السعيد ، رأس المال المخاطر بديل مستحدث لتمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة ، مجلة الباحث ، جامعة ورقلة ، العدد 5 ، 2007، ص 10 .

التي قد يكون مصدر بعضها مخترعين أفراد لياقي بعدها ضرورة الحصول على المال لتجسيد هذه الفكرة عمليا ، الشيء الذي يتطلب تدرجا في تمويل هذا المشروع فالمخاطرة ستلازمه في كل المراحل ويكون وفق السلم التالي :

### السلم التدريجي لتمويل :

#### أ- رأس المال المطور ( المبتكر ) :

بحيث يتعين على صاحب الفكرة بدل جزء من رأس ماله إلى تطوير الفكرة وهو ما يسمى بـ "seeding money" ويستخدم في تطوير النماذج العملية والنماذج التجريبية ثم النماذج التجارية لسلعة الجديدة وكذلك لتجريب السلعة في السوق ومعرفة مدى الإقبال عليها ويساعد في تكوين البنية القانونية للمؤسسة الجديدة مثل إجراءات التسجيل والمقر والعلامات التجارية لبدء تدشين السلعة الجديدة والحفاظ على الأسرار التجارية المصاحبة لتطوير الفكرة كذلك تحديد المعرفة الكيفية المتراكمة "know how" واستصدار حقوق التأليف للبرامج والأدلة المصاحبة للتطوير وإذا كان قادرا ماليا وفنيا فإن التطوير يكون سهلا جدا ولكنه في مراحل متقدمة يحتاج للممولين كبار لتدور عجلة التطوير حيث ستكون الحاجة كبيرة لرأس مال قد لا يكون متوفرا لدى المطور وقد لا يكون مناسباً أن يزوج بجميع مدخراته وأصوله لتطوير فكرة واحدة معينة ويتعين عليه تقبل الخسارة في حالة رغبته تسييل بعض الأصول لتحويله لرأس مال يصلح لتطوير الفكرة فيكون من المناسب في المراحل المتطورة أن يبيع بعض الحصص لزيادة رأس المال الذي يصبح أمراً ضروريا لبقاء المؤسسة أو خروجها من السوق و تعطي الحاضنات بمختلف أنواعها لهذه المرحلة أهمية كبرى حيث تدفع مجانا لقيطنها ما يسمى برأس المال البادئ أو رأس المال البذور .

#### ب - رأس المال الموالي أو الملائكي : " Angle investors "

ويتكون من رأس المال الأقرباء مثل الزوجة والإخوان والأصدقاء وفي بعض الحالات يشمل بعض الصناديق الاستثمارية التي تنشئها بعض المؤسسات التعليمية والمعاهد البحثية والمجمعات البلدية لبعض المناطق الحضرية والغرف التجارية التي تنظر إلى العوامل الإنسانية كحاجة لتواجد الوظائف الجديدة ، حيث ترصد بعض الأموال وشروط قاسية تقاسم التطوير مع صاحب الفكرة أملا في زيادة قيمة صندوقها بشراء حصص رأس مالية من الشركات الجديدة والتي في العادة تنسحب بمجرد وصول الشركة لمرحلة الاستثمار بأموال ضخمة وكبيرة وذلك بعد ضمان انطلاقة الشركة الجديدة لترصد الأموال مرة أخرى لتطوير مؤسسة ناشئة جديدة .



ثانيا: مراحل التمويل عن طريق شركات رأس المال المخاطر<sup>18</sup> :

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

## أ - تمويل المرحلة المبكرة :

يهدف رأس المال المخاطر إلى تمويل بحوث التنمية وتطوير المشروعات الجديدة أو تقنيات جديدة قبل بدء النشاط الإنتاجي على نطاق تجاري وإلى تمويل إنشاء مشروعات جديدة (رأس المال الثابت - رأس المال العامل) بحيث لا يتوفر للمستثمر الموارد المالية الكافية .

## ب - مرحلة التمويل اللاحقة :

يهدف رأس المال المخاطر في هذه المرحلة إلى تمويل وتنمية وتطوير شركات قائمة والتي تحتاج إلى متطلبات تمويلية خاصة وتقدم أفاق نمو جذابة ، ويتضمن ذلك توفير التمويل لأغراض التوسع لشركات الغير المسجلة في البورصات بهدف مساعدتها على النمو ودخول أسواق جديدة أو الإحلال محل بعض الشركاء في رأس المال الشركات الراجعة والذين يرغبون في التكاثر .

## ج - تمويل الحالات الخاصة :

يوجه رأس المال المخاطر لتمويل احتياجات خاصة لشركات الناضجة والتي تكون غالبا أجزاء من شركات ضخمة ويتضمن تمويل شراء حصة الملكية والسيطرة على شركات قائمة إضافة إلى تمويل الشركات ذات الأداء الضعيف ولكن يتوفر لديها فرص واضحة لتحسن .

ثالثا : أشكال التمويل عن طريق شركات رأس المال المخاطر<sup>19</sup> :

## 1 - التمويل الذاتي :

في بداية الشركات العائلية فإن التمويل يكون من مصدر الفكرة الجديدة وهو أحد أفراد العائلة ويسمى بأموال البداية والبذور الأولى " seeding mone" ويحتاج المطور في هذه المرحلة إلى أموال مسيلة ما يضطره إلى تسهيل بعض أصوله للحصول على هذه الأموال للبدأة وقد

<sup>18</sup>روينة عبد السميع ، حجازي إسماعيل، مرجع سبق ذكره ، ص 8.

<sup>19</sup>روينة عبد السميع ، حجازي إسماعيل، مرجع سبق ذكره ، ص 8.

يرهن بعضها للحصول على قرض صغير . ومع التطور الحديث وإنتهاج أسلوب الحاضنات فإن هذه الأموال أصبحت تقدم من قبل الحاضنة مع المقر والخدمات الإدارية والفنية .

## 2 - التمويل الموالي " العائلي " المؤسسات المهمة بالفكرة الجديدة " Angle investors " :

تدخل في هذه المرحلة الأموال القريبة من المطور مثل الأقرباء و الأصدقاء والزلاء ومؤسسات الرعاية في مجال الفكرة الجديدة والتي تتبع للجامعات والمراكز البحثية ومكاتب الإدارة البلدية وتكون في الغالب على شكل تقاسم لرأس المال أو قروض بدون فوائد أو منح .

## 3 - التمويل ذو الأهداف المحددة : (حكومي) ، (فدرالي) و(خاص) :

ويتمثل في الصناديق الخيرية الوقفية على أعمال محددة كأعمال تطوير أجهزة المعاقين و المؤسسات الحكومية ذات الأهداف المحددة مثل أبحاث الفضاء وأهمها وكالة ناسا لأبحاث الفضاء في الولايات المتحدة الأمريكية والتي تحفل بميزانية تتعدى ستين مليون دولار سنويا .

## 4- تمويل الأبحاث و التطوير :

حيث تقوم به الشركات التجارية الكبيرة لأغراض محددة خاصة بتطوير منتجاتها مثل شركات الاتصالات حيث تدفع الشركات الكبيرة ك نوكيا و أريك سون و موتور لا المتخصصة في إنتاج الهاتف الجوال كل منها على حدة ما يزيد عن مليار دولار في السنة .

التمويل الرأس المالي الضخم : حيث يوفر الأغنياء والأثرياء الأموال وهو ما يسمى برأس المال الغير الرسمي وكذا المؤسسات المالية العائلية

والتجمعات المالية التي تنضوي تحت مظلة رسمية واعتبارية بالإضافة إلى العمل الرأسمالي المؤسسي المالي والمبني على قواعد علمية و ينحدر من

تجارب فعلية وعملية سابقة ويسمى بـ venture capital حيث تترجم إلى العربية بأنها شركات رأس المال المخاطر أو المغامر وفي العادة لا

يسمى هذا التمويل بهذا الاسم إلا إذا تعدت المشاركة خمسة ملايين دولار

وتنفذ هذه المشاركة بواسطة أندية رأس المال المشارك " venture capital clubs " والتي تنشئها في العادة تجمعات مالية لخدمة أهداف هذه

التجمعات وتسمى هذه الجمعيات في أوروبا "venture capital House" حيث تتكون من مجموعتين ، المجموعة الأولى بيوت المال و

رجال الاستثمار والتي تقبل في هذا النادي بعد سداد الاشتراك السنوي والشركات و المؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي بدأت العمل الفعلي وقد

يشترط تحقيق أرباح لمدة سنتين متواليتين وتدفع اشتراكا مقابل دخول هذا النادي قد يكون مقتطعا أو بشكل سنوي ويتم في هذا النادي الربط بين

أصحاب الشركات الصغيرة والممولين بحيث يتقاسم الممولون الكبار "الأفراد الأثرياء والمؤسسات المالية الرسمية" حصص زيادة رأس المال في الشركات الصغيرة وذلك لتقاسم المخاطرة وكذلك الأرباح ويقوم صاحب الشركة الصغيرة بعرض خططه التجارية ودراسة للسوق و أداء مؤسسته الناشئة في الحاضر وتصور لما يمكن عمله في المستقبل في اجتماعات دورية تجمع بين جميع الأطراف بحيث تكون شهرية أو ربع سنوية أو حسب ما تقتضيه ظروف العمل . وتدار هذه الجلسات من قبل محامين مختصين في العادة يكونون أعضاء في هذا النادي ، وينظم إلى هذا النادي بعض المراقبين من بيوت بنوك تجارية و الشركات المالية لدراسة فرص الإقراض لهذه الشركات الناشئة . وتكون هذه العملية مكملة لبعضها ويستفيد جميع المنتسبين لهذا النادي كل حسب رغبته واختصاصه.

ولا يخفى على الجميع ما يعود على المجتمع كافة من فوائد في حالي تكوين هذه المنظومة الاستثمارية ، حيث سيزداد الدخل القومي والفرضي وستتاح السلع والخدمات ذات الصيغة المحلية وستزداد سلة الصناعة التحويلية و الأهم من ذلك زيادة الوظائف والقضاء على البطالة .

### المطلب الرابع : تجارب بعض الدول الرائدة في مجال رأس المال المخاطر :

- أولاً : التجربة الأمريكية : تتميز شركات رأس المال المخاطر بالتخصص في مجال الشركات الناشئة و تختار القطاعات التي تتمتع بفرص نمو مرتفعة كقطاع التكنولوجيا ، وفي دراسة شملت 500 مؤسسة أمريكية تم تمويلها برأس المال المخاطر عمرها لا يتجاوز الاربعة سنوات وحوالي 80 % منها تعمل في القطاع التكنولوجي مقارنة بعدد مماثل من المؤسسات الممولة ذاتيا وكانت النتائج كما هو مبين في الجدول الموالي

جدول رقم (01) : مقارنة بين المشروعات الممولة برأسمال المخاطر و المشروعات الممولة ذاتيا في أمريكا :

المشروعات الممولة ذاتيا	المشروعات الممولة برأس مال المخاطر	أوجه المقارنة
59(%)	59(%)	خلق عمالة كفوّة (%)
3(%)	25+(%)	العمالة المنشأة سنويا (%)
8000	16000	نفقات البحث و التطوير بالنسبة للشخص الواحد (بالدولار)
9+(%)	35+(%)	معدل الاستثمارات السنوية (%)
5+(%)	12+(%)	معدل الانتاجية السنوية (%)

المصدر : عبد الباسط وفاء ، مؤسسات رأس المال المخاطر و دورها في تدعيم المشروعات الناشئة ، دار النهضة العربية 2001،ص11

و يتضح جليا من خلال الجدول تفوق المشاريع الممولة برأس المال المخاطر في كل أوجه المقارنة ماعدا توفير نفس النسبة من العمالة الكفؤة.<sup>20</sup>

ثانيا: التجربة الفرنسية :

اعتمادا على تقرير بنك فرنسا تم اختيار مجموعة من المؤسسات 38 % منها تعمل في القطاع التكنولوجي ( كالاتكترونيات و المعلوماتية ) و 30 % منها فقط منشأة منذ 1990 و الباقي منشأ منذ 1980 ، و تستخدم ما بين 100-499 عامل ، هذه المجموعة ممولة برأس المال المخاطر و مجموعة أخرى غير ممولة و كانت الفوارق واضحة كما في الجدول الموالي :

جدول رقم (02) : مقارنة بين المشروعات الممولة برأس المال المخاطر و المشروعات الغير الممولة به في فرنسا :

أوجه المقارنة	المشروعات الممولة برأس المال المخاطر	المشروعات الغير الممولة برأس المال المخاطر
تطور رقم الاعمال	34+ (%)	5,3+ (%)
تطور حجم الصادرات	67,8+ (%)	12+ (%)
تطور حجم الاستثمار	51,3+ (%)	4- (%)
تطور حجم العمالة	19,9+ (%)	3,4- (%)
تطور معدل الإيرادات المتوسطة	5,4+ (%)	3,5- (%)

المصدر : عبد الباسط وفاء ، نفس المصدر السابق ، ص15.

من الجدول يمكن أن نستنتج أن المشروعات الممولة برأس المال المخاطر ، تتفوق كثيرا عن نظيرتها الممولة بطرق التقليدية وللإشارة إلى نجاح هذه الشركات فقد تعدى عددها في فرنسا 1500 شركة رأس مال مخاطر سنة 1996.

### المبحث الثاني : الدراسات السابقة التي لها علاقة بالموضوع :

نتناول في هذا المبحث الدراسات العلمية التي كان لها السبق في تناول هذا الموضوع واستعراض آخر النتائج المتوصل إليها :

أ - دراسة "محمد سبي" مذكرة ما جيستير بعنوان : " فعالية رأس المال المخاطر في تمويل المشاريع الناشئة -دراسة حالة finalep " جامعة منتوري - قسنطينة ، 2009 . تناولت هذه الدراسة موضوع رأس المال المخاطر بنوع من التفصيل إذ تتطرق فيه الباحث إلى تعريف رأس المال المخاطر ونشأته وأهميته على مستوى منظمات الأعمال و على مستوى الاقتصادي الكلي واستعرض فيه تجارب عالمية لها السبق في أسلوب التمويل

<sup>20</sup> برييش السعيد ، مرجع سابق ، ص 10 .

برأس المال المخاطر وحقت نتائج جد إيجابية ، كما سلط الباحث الضوء على التجربة الجزائرية من خلال استعراض تجربة شركة ( finalep ) وتوصل في الأخير، من خلال دراسته. إلى أن البنوك الجزائرية تجاوزها الزمن بحيث لأنها لم تتمكن من حل إشكالية تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة و ذلك نتيجة منح القروض على أساس الضامات القانونية التعجزية و ارتفاع فوائدها مع إهمال معايير أخرى موضوعية تتعلق بجدية وفعالية المؤسسة ، كما أشار إلى أن التجربة الجزائرية في هذا النوع من التمويل تجربة جديدة ومتواضعة من حيث النتائج ونسبة المساهمة في التمويل ، وكان من جملة اقتراحاته ما يلي :

✓ تشجيع الدولة على إنشاء شركات رأس المال المخاطر من خلال الأدوات التي تمتلكها مثل القيام بتخفيضات جنائية على هذه الشركات ، و التشجيع على الاستثمار فيها بمنح الامتيازات ؛

✓ تشجيع القطاع الخاص على إنشاء مثل هذا النوع من الشركات وعدم اقتصرها على القطاع العام ؛

✓ تهيئة المحيط التشريعي لهذه الشركات من خلال تضمينها في القانون التجاري الجزائري مما يساعد على مواجهة الصعوبات .

ب - دراسة "روينة عبد السميع ، حجازي إسماعيل" ، " تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن طريق شركات رأس المال المخاطر " ، ورقة بحثية مقدمة في الملتقى دولي حول متطلبات تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ، الشلف ، يومي 17 و 18 أبريل 2006 . تطرقت هذه الدراسة إلى التعريف برأس المال المخاطر كبديل مستحدث للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة و سبل وأليات التمويل بهذا النوع من التمويل كما تناولت تجربة الجزائر في هذا المجال من خلال استعراض تجربة الصندوق الوطني للتأمين عن البطالة باعتباره إحدى الشركات التي تبنت هذا النوع من التمويل ، وخلصت الدراسة إلى أنه وإن كانت هذه التجربة هي الأولى من نوعها في الجزائر إلا أنه يشوبها العديد من النقص و الاختلالات التي تعارض مع مبادئ شركات رأس المال المخاطر ، وعليه اختتمت هذه الدراسة بالتوصيات التالية :

✓ تشجيع الدولة على قيام شركات رأس المال المخاطر عن طريق مختلف الأدوات التي تملكها الدولة (تخفيضات جبائية على هاته الشركات ، تشجيع الاستثمار فيها بمنح امتيازات ... ) ؛

✓ تعميم إنشاء هذه الشركات حتى لدى القطاع الخاص ، فتجربة الصندوق الوطني للتأمين عن البطالة بصفته شركة رأس المال المخاطر عمومية أثبت مدى حاجة عديد المؤسسات التي تواجه صعوبات لهذا النوع من التمويل ومن ثم تفادي مصير الحل و التصفية .

✓ تهيئة المحيط الخارجي لإنجاح هاته المؤسسات من خلال توفير إطار قانوني لشركات رأس المال المخاطر فلهذا الساعة لا يتضمن القانون التجاري الجزائري المعدل والمتمم هذا النوع من المؤسسات ، ولا حتى المؤسسات المواجهة للصعوبات (entreprises en difficultés).

ت - دراسة "عبد الله الإبراهيمي" ، "المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في مواجهة مشكل التمويل" ورقة بحثية مقدمة في الملتقى الدولي حول متطلبات تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ، الشلف ، يومي 17 و 18 أبريل 2006 ، إذ خص جانب كبير من هذه الدراسة لرأس المال المخاطر، حيث اعتبره من أحدث الأساليب الناجحة والأكثر ملائمة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة خاصة التي تملك مشاريع ريادية و واعدة وأبرز من خلال هذه الورقة البحثية أهمية رأس المال المخاطر في دورة حياة المشاريع الصغيرة وخلص إلى أن للقضاء على مشكل التمويل في

المؤسسات الصغيرة والمتوسطة يكمن في تطوير أساليب تمويلية تتماشى واقتصاديات العصر الحديث و إحتياجات المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ، و دعم وإنشاء شركات رأس المال المخاطر على المستويين القطاع الحكومي والقطاع الخاص .

ث - دراسة "خليل عبد القادر ، بوفاسة سليمان" ، " دور الوساطة المالية في تمويل الغير المباشر للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة " ورقة بحثية مقدمة في الملتقى الدولي حول متطلبات تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ، الشلف ، يومي 17 و 18 أبريل 2006 . خلصت هذه الدراسة إلى أن رأس المال المخاطر يعد أحد الأشكال المعاصرة للوساطة المالية حيث يتميز في هذه الوساطة بسد الفجوات المالية التي تتعرض لها المؤسسات الصغيرة والمتوسطة نتيجة الفوائد التي تدفعها مقابل حصولها على القروض بغض النظر عن نتيجة الأعمال وبتالي فإن رأس المال المخاطر يحفظ هذه الأموال ويتم تقاسمها مع مراعات نتيجة الأعمال أي الأرباح والخسائر يتم تقاسمها على حد سواء .

## خلاصة الفصل

مما سبق طرحه في هذا الفصل و الاطلاع عليه يمكننا القول بأن نجاح المؤسسة في تحقيق أهدافها المالية وتفوقها في مجالها مرهون بنمط التمويل التي تتبناه مهما كان نوع المؤسسة أو حجمها ، لذلك من خلال هذا الفصل تبين لنا أن رأس المال المخاطر هو البديل التمويلي المثالي للتخلص من مشكل التمويل و ما يتبعه من الإجراءات الصارمة والمعقدة ، و الضامانات والرهنات التي أثقلت كاهل أصحاب المشاريع الريادية ، ويؤكد ذلك الأهمية البالغة التي يحظى بها هذا النمط التمويلي من قبل الباحثين و الدارسين لشؤون المالية ، فالدراسات السابقة التي تناولت هذا الموضوع سلطت الضوء على شتى جوانب الموضوع ، انطلاقا من نشأته وصولا إلى توظيفاته في المؤسسات والشركات ، إلا أننا نخص هذه الدراسة بإبراز الأثر الايجابي لرأس المال المخاطر وكيف يساهم في الرفع من القدرة المالية للمؤسسة وهذا ما سنحاول التطرق إليه في الجزء التطبيقي من الدراسة .

## الفصل الثاني

دراسة حالة الشركة الجزائرية الأوربية للمساهمة

Finalep



## مقدمة الفصل

يعتبر ظهور رأس المال المخاطر في الجزائر حديثا ، ويعود إلى بداية تسعينيات القرن الماضي ، حيث قام الاتحاد الأوربي بهدف توفير أدوات تسهيل إنشاء و إنطلاق المنشأة الأوربية ، بإنشاء ثلاثة مؤسسات رأسمال استثماري على مستوى المغاربي : المساهمة سنة 1992 في المغرب ، شركة المساهمة وترقية الاستثمارات سنة 1990 في تونس و المالية الجزائرية الأوربية للمساهمة finalep في الجزائر . هذه الأخيرة كانت أول مؤسسة تمارس نشاط رأس المال المخاطر في الجزائر و لا تزال إلى - غاية تاريخ إعداد هذه الدراسة أبرز المؤسسات الناشطة في هذا النشاط على مستوى الجزائر ، لذلك ارتأينا أنه من الضروري إجراء الدراسة الميدانية حولها.

تمهيد :

بعد أن تناولنا في الفصل السابق أهم المفاهيم وعناصر الموضوع واستعرضنا بشكل موجز أهم الدراسات التي كان لها السبق في الموضوع، وسنحاول في هذا الفصل إسقاط هذه المفاهيم و مطابقتها على أرض الواقع من خلال التطرق إلى الدراسة الميدانية لإحدى شركات رأس المال المخاطر ثم التعرف على النتائج المتوصل إليها و التوصيات والاقتراحات التي خلصنا إليها .

المبحث الأول : الطريقة و الأدوات :

أولا - طريقة جمع المعلومات :

بعد تفحصنا للمستندات والعقود وبعض القوائم المالية للمؤسسة قمنا بتحليلها قصد معرفة الإجراءات و الخطوات المتبعة من طرف المالية الجزائرية الأوربية للمساهمة في معالجة طلبات التمويل التي تتلقاها، ومتابعة ملف الترشح منذ تلقيه و إلى غاية اتخاذ القرار النهائي بشأنه بالرفض أو القبول و بالتالي الحصول على التمويل.

ولتأكيد الدراسة قمنا بعد عرض الإجراءات المتبناة من طرف فيناب لمعالجة الملفات التي تتلقاها، بعرض تفاصيل إحدى العمليات التمويلية التي قامت بها. حيث تطرقنا أولا لتقديم المشروع والمبادرين، ثم عرض دراسة تقديرية لمردودية المشروع، والمردودية التي يمكن أن تحققها فيناب.

ثانيا - مجتمع وعينة الدراسة :

اتخذت الدراسة الحالية موضوع التمويل عن طريق رأس المال المخاطر إطارا لها ، وذلك لأهمية هذه الآلية في دعم المشاريع الجديدة و الريادية ، وبما أن شركات رأس المال المخاطر مجتمع هذه الدراسة اخترنا شركة المالية الجزائرية الأوربية للمساهمة finalep كعينة لدراستنا باعتبارها أول مؤسسة رأس مال مخاطر في الجزائر ،سواء من حيث تاريخ التأسيس أو من حيث حجم النشاط ،لذا فإنها تعتبر المكان الأمثل لإعداد دراسة الحالة.

ثالثا- الأدوات المستخدمة في الدراسة :

اعتمدنا في دراستنا هذه على أداتين لجمع المعلومات المتعلقة بموضوع الدراسة، وتمثل في :

أ -وثائق المؤسسة : والمتمثلة في مجموعة من الوثائق والمستندات والعقود التي تتعامل بها المؤسسة .

ب - المقابلة الشخصية : وتمثلت في مقابلة المكلف بالمهام ونائب المدير ، حيث تم خلال هذه المقابلة طرح العديد من الأسئلة المفتوحة والتي من شأنها أن تمكننا من الإلمام بالموضوع بشتى جوانبه .

## المبحث الثاني : عرض نتائج الدراسة

المطلب الأول : تقديم شركة المالية الجزائرية الأوربية للمساهمة: **Finalep**

تعتبر المالية الجزائرية الأوربية للمساهمة بمثابة رائدة وعميدة صناعة رأس المال الاستثماري الجزائرية، حيث أنشأت في شهر أفريل من سنة 1991، في شكل شركة مساهمة ذات رأس مال قدر بـ 73.750 مليون دج (كان يعتبر كبير قبل إعادة تقييم الدينار)، بين شريكين جزائريين يمتلكان الأغلبية بـ 60% (بنك التنمية المحلية بـ 40%، و بنك القرض الشعبي الجزائري بـ 20%)، و شريكين أوربيين يمتلكان 40% (الوكالة الفرنسية للتنمية بـ 28.74% و البنك الأوربي للاستثمار بـ 11.26%). قامت فينالب برفع رأس مالها إلى 159.25 مليون دج سنة 2000، ثم إلى 191.70 مليون دج سنة 2005 .

حيث إن التدخل بالأموال الخاصة يعتبر الوظيفة الأساسية لفينالب ، وذلك لمدة تتراوح بين 5 و 10 سنوات. وهي عبارة عن شريك بطريقة فاعلة في كل مراحل العملية التمويلية ،

لا تخص تدخلات فينالب قطاع معين بحد ذاته ، بل إنها تعطي الأولوية للمشاريع التي لها آثار و انعكاسات أكيدة على التنمية الاقتصادية و الاجتماعية في الجزائر، و كذا المشاريع التي تساهم في خلق مناصب شغل، و المنتجة لسلع وخدمات موجهة للتصدير ما يعود بالعملة الصعبة. كما أن فينالب منخرطة في إطار عدة برامج تنمية تابعة للإتحاد الأوربي بالجزائر .

تعود أول مساهمات فينالب إلى سنة 1995 ، ليلعب عددها 12 مساهمة نهاية سنة 2008 بقيمة إجمالية تقدر بـ 254 مليون دج (9 عمليات رأس مال مخاطر بقيمة 193.5 مليون دج و 3 رأس مال تطوير بقيمة 60.5 مليون دج)، بقي منها 7 (5 منها رأس مال مخاطر) في محفظتها بعد الخروج من رأس مال الأخرى. وتعتبر النتائج المحققة في المساهمات المذكورة منطقية ولا تختلف عن القاعدة العامة، حيث قد تخسر كل شيء، لا تحقق لا ربح ولا خسارة، تبيع قليلا وقد تبيع كثيرا لتغطي العمليات الخاسرة. ندرج في الجدول أدناه مختلف مساهمات رأس المال المخاطر لفينالب.

## جدول (3) : عمليات رأس المال المخاطر لفينالب حتى نهاية 2008

المنشأة	سنة المساهمة	قطاع النشاط	الموقع	سنة الخروج
Tabacco	1995	زراعة التبغ	تبيازة	-
Medial	1998	صناعة الأدوية	الجزائر	-
Solar syst	1998	الطاقة الشمسية	الجزائر	2003
Hyppone industrie	1998	الصناعة الزراعية	عنابة	2005
Corelec	1999	الصناعة الإلكترونية	البليدة	2003
V.I.A	2000	صناعة الزجاج	تلمسان	-
Fonderie pompes	2001	السباكة	الجزائر	-
Milox	2001	الصناعة الغذائية	الأغواط	-
Realpromo	2002	العقار	عنابة	-

المصدر: إعداد الطالب بناء على معطيات فينالب.

## المطلب الثاني : إجراءات المساهمة في المالية الجزائرية الأوروبية للمساهمة

تبدأ هذه الإجراءات بمقابلة بين المكلف بالمهام و المبادر الذي قام بإيداع طلب لدى المالية الجزائرية الأوروبية للمساهمة من أجل أخذ مساهمة في رأس المال منشأة موجودة أصلاً أو قيد الإنشاء، وذلك ليشرح له نشاطات وشروط تدخل فينالب المتمثلة فيما يلي :

- مشاريع تجمع شركاء جزائريين و أوروبيين ،أو موجهة جزئياً للتصدير؛
- قطاع نشاط يسجل عجز في الطلب ؛
- نشاطات ذات قيمة مضافة عالية، تمكن من إحلال بعض الواردات؛
- نشاطات تولي أهمية للموارد المحلية؛
- مشاريع ذات مخاطر تكنولوجية ضئيلة؛
- مردودية متوقعة تفوق العائد على الودائع لأجل البنوك الجزائرية .
- المساعدة بأقل من 20% في الأموال الخاصة .
- المساهمة محدودة في مدة بين خمسة(05) وسبعة(07) سنوات .
- يتبع المكلف بالمهام عدة إجراءات وخطوات يمكن أن نلخصها فيما يلي<sup>21</sup>:

### 1 - دراسة الطب:

- يصدر المكلف بالمهام، بعد التشاور مع المدير العام ، قراره حول مواصلة باقي الإجراءات بخصوص العملية المعنية حيث قد يكون قراره إما :
- بالرفض : مرفقا بالمبررات الضرورية التي تقدم للمبادر، وهذا في حلة كون الطلب لا يتوافق مع شروط تدخل فيناب؛
  - أو بالقبول: في حالة كون الطلب يستوفي الشروط اللازمة، يعرض المكلف بالمهام على العميل نسخة من المطبوعة المتعلقة بكيفية التكفل بالملف. في حالة الاتفاق يعرض عليه بروتوكول اتفاق (ملحق2) في حالة انخراط هذه الأخيرة في البروتوكول، فيمكن اعتبار أن فينالب تتكفل بالمهمة .

من جانب آخر من الضروري معاينة بعض الوثائق عند استلام دراسة القابلية، حيث يتم إعلام المبادر بالإجراءات التي تعتمدها المالية الجزائرية الأوروبية للمساهمة في كل تدخلاتها.

<sup>21</sup> السيد بولرجان عبد القادر، المكلف بالمهام ونائب المدير لدى المالية الجزائرية الأوروبية للمساهمة ، إجراءات المساهمة لدى المالية الأوروبية للمساهمة ، مقر الشركة السطاولي، الجزائر العاصمة ، بتاريخ 2013/08/26 ( مقابلة شخصية )

## 2 - استلام دراسة القابلية :

دراسة القابلية تتألف من دراسة السوق، دراسة تقنية، دراسة اقتصادية و مالية. في الحالة العامة، يقوم المبادر بإعداد هذه الدراسة. غير أنه ، وفي الحالة العكسية، تأخذ فيناب على عاتقها القيام بدراسة السوق أو الدراسة الاقتصادية و المالية. كما يمكن إنجازها بتعاون الطرفين. في حال تكفل فيناب بالإعداد للدراسة، فان فوترتها تأخذ عدة أشكال:

✓ نقدا ؛

✓ مقابل حصص في رأس مال المنشأة ؛

✓ تقييد دين لفينال على المنشأة .

يتكفل بكل مشروع مكلفين بالمهام ، يحضران معاكل اجتماعات العمل مع المبادر.الأول "مسؤول الملف" ، يتمثل دوره في دراسة العملية وتحضير ملف "الأخذ في عين الاعتبار" (dossier de prise en considération) وملف "المساهمة" (dossier de participation) اللذان يعرضان على موافقة اللجنة التنفيذية و الجمعية العامة على التوالي . أما الثاني : "مكلف بالمهمة" ، يكون على إطلاع دائم بتطورات المشروع ، كما يحضر كل الاجتماعات المتعلقة بالعملية من أجل ضمان الاستمرارية في حال غياب المسؤول الأول عن الملف .

## 3 - الاجتماع الأول للجنة الداخلية :

تتألف اللجنة الداخلية الجزائرية الأوربية للمساهمة من المدير العام وعضوين مكلفين بالمهام و تجتمع من أجل فحص العمليات التي تعرض على الجمعية التنفيذية من أجل أخذها في عين الاعتبار . خلال هذا الاجتماع يقوم المكلف بالعملية المسؤول عن الملف بعرض الدراسة التي انتهت من إعدادها، هدف هذا الاجتماع هو تحسين و تعميق الدراسة، و كذلك الإجابة عن الأسئلة الحساسة المطروحة من قبل أعضاء اللجنة التنفيذية .

يتحول طلب التمويل بالأموال الخاصة، المقدم لفينال، إلى مأخوذ بعين الاعتبار عند التحقق من العناصر التالية:

✓ موضوع المشروع ؛

✓ الشركاء ؛

✓ السوق ؛

✓ التقنية/ التكنولوجيا و المعدات المستعملة ؛

✓ تقييم الاستثمار المتوقع و أداء المشروع .

## 4- الأخذ في الاعتبار :

تعرض الدراسة التي اطلعت عليها اللجنة الداخلية و كذا بطاقة ملخصة للمشروع على اللجنة التنفيذية ، وذلك للأخذ في عين الاعتبار . وهذه الأخيرة تعطي حكمها إما بالموافقة على مواصلة إجراءات معالجة الملف أو الرفض . في الحالتين ترسل للمبادرة مدونة بالنتائج التي توصلت إليها اللجنة التنفيذية .

## 5- الاجتماع الثاني للجنة الداخلية :

بعد معالجة كل الملاحظات التي قدمتها اللجنة التنفيذية ، وقبل استدعاء مجلس الإدارة من أجل أخذ المساهمة ، تجتمع اللجنة الداخلية فينالب مرة ثانية لتقييم الملف الذي سيعرض على المجلس .

## 6- أخذ المساهمة :

يصدر مجلس الإدارة حكمه بخصوص المساهمة ، وذلك اعتماد على الملف الذي تلقاه مسبقا . يعطي المجلس موافقته مع أو دون تحفظات ، كما يمكنه رفض الملف لدواعي يتم عرضها في محضر الاجتماع . في حالة الموافقة يكلف المجلس المديرية العامة بتوقيع عقد المساهمين ، التنظيمات الأساسية و كذا مهمة الترتيبات الإدارية لتحرير المساهمة .

## 7- توقيع عقد المساهمين :

يتم توقيع عقد المساهمين من طرف مختلف الشركاء ، لتعريف مناهج تدخل كل واحد منهم ، هذا الاتفاق يعرف على وجه خاص : الشكل القانوني للمنشأة التي تم إنشاؤها ( شركة مساهمة عادة ) ، عدد الإداريين ، مراجع الحسابات ( تقترحه فينالب ) ، أنماط خروج فينالب و كذلك المستأنفين المحتملين . ( نقدم مثال عن عقد المساهمين لدراسة الحالة التي أعددناها في الملحق 3 ) .

## 8 - اكتاب ضمان الخصوم :

يكون ضمان الخصوم لمصلحة فينالب من طرف المسيرين الذين كونهم المساهمين ذوي الأغلبية في المنشأة محل الإنشاء . غرضه الأساسي هو ضمان كل ما لم يتم الإعلان عنه وكل ما لم يقيد في الميزانية ، يلتزم المسيرون بتعويض فينالب ، حسب ما يناسب حصتها في رأس المال ، في حال ظهور خسائر لم يتم الإبلاغ عنها مسبقا ولم تأخذ في الحسبان في القيمة التفاوضية . يوجد حد ادني لا يتدخل عنده الضمان ، كما أن ضمان فترة صلاحية ، هذين العاملين يتم تحديدهما حالة بحالة .

## 9- البحث المحتمل عن التمويلات الأخرى :

في حالة حاجة المنشأة محل الإنشاء لتمويلات التكميلية للأموال الخاصة ، يتم التوجه للبنوك التجارية بطلب قرض . يقوم بهذا العمل أحد الشركاء ، على أن يتم الاتفاق بينهم على الأجر ( أو الأتعاب ) الذي سيدفع له بالمقابل .

## 10- إنشاء المنشأة المشتركة :

كقاعدة عامة ، يتكلف المبادر بمرحلة الإنشاء ، إمضاء التنظيمات ، الإعلان ، التقييم ، طلب الحصول على ميزات من الوكالة الوطنية لترقية الاستثمار ANDI ، ملفات بنكية...

في حالة كون المنشأة الجديدة غير مهيكلة بالشكل الذي يسمح لها بالتكفل بهذه المرحلة ، يمكن لفينال من باب المساعدة ، أن تأخذ على عاتقها القيام بالأعمال التالية :

✓ وضع النظام الأساسي مع الموثق ؛

✓ إتمام ملف الوكالة الوطنية لترقية الاستثمار ؛

✓ البحث عن مصادر تمويلية أخرى .

هذه الخدمة (المساعدة ) تنفذ وفقا لشروط اتفاق بين المالية الجزائرية الأوربية للمساهمة و المنشأة الجديدة يحدد أيضا الأجر المدفوع بالمقابل .

## 11 متابعة المساهمة :

عند إنشاء المنشأة تعين المالية الجزائرية الأوربية للمساهمة ممثلها في مجلس الإدارة ، وكل واحدة من مساهمتها يجب أن تكون محل متابعة على أساس بطاقة تسلط الضوء على النقاط التالية :

- تذكير بتدخل فينال وعرض تاريخي للعملية ؛

- تحليل النشاط : ميزانيات و حسابات الاستغلال ؛

- تحليل إدارة وتسيير المنشأة ؛

- تعليقات حول مستقبل العملية .

يتعين على المدير الممثل لفينال أن يقوم بتحديث منتظم ( وفقا لعقد مجلس إدارة أو حدث خاص ) لبطاقة متابعة تشمل كل النقاط المذكورة أعلاه .

**المطلب الثالث : دراسة تمويلية لمشروع لدى فينالب :**

نقوم خلال هذا المطلب بعرض حالة تمويلية حقيقية تم اختيارها من بين العمليات المالية الجزائرية الأوربية للمساهمة . ويتعلق الأمر بتمويل مشروع ناشئ سنة 1997 بولاية عنابة .

**1 -التقديم العام للمشروع :**

هو مشروع إنشاء شركة مساهمة جزائرية أوربية جديدة تنشط في المجال الصناعي . تتخذ هذه المنشأة مدينة عنابة كموقع لها ، وتمتد وحدة الانتاج على مساحة تقدر بـ 13000 م ملك لشريك جزائري الذي يلزم بتأجيرها ( مبنية بـ 1000 دج للمتر المربع سنويا ، وغير مبنية بـ 200 دج للمتر المربع سنويا ) للمنشأة الجديدة .

هذا الإنشاء يمثل مشروع شراكة جزائرية أوربية يحمله ثلاثة شركاء أوربيين وشريك جزائري . يتمثل الشركاء الأوربيون في شركتين فرنسيتين لهما سيط واسع وشركة ألمانية جيدة الأداء في مجال نشاط المنشأة الجديدة .

احتراما لمبدأ سر المهنة لا نستطيع تقديم الأسماء الحقيقية لشركات المعنية ، لذلك قررنا أن نرمز لها بالأسماء التالية :

الشركة EN algera للدلالة على الشريك الجزائري ؛

الشركة EN /GERMANY للدلالة على الشريك الألماني ؛

الشركة EN / FRENCE للدلالة على الشريكين الفرنسيين .

**2 -تقديم مختصر للشركاء :****أ - الشركة EN algeria :**

هي شركة تابعة لشركة قابضة للحديد و الصلب ، يقدر رأسمالها الاجتماعي بـ 500 مليون د ج . يتركز نشاطها الأساسي حول الهياكل الخفيفة ، النجارة المعدنية ، الأسقف ...

**ب - الشركة EN /GERMANY :**

يقدر رأسمالها الاجتماعي بـ 10 مليون مارك ألماني ، أما رقم أعمالها فقد قدر بـ 50 و 60 مليون سنتي 1995 و 1996 على الترتيب . تتمثل أنشطتها فيما يلي :

- ✓ تصميم و تجهيز المستودعات الآلية للحبوب ؛
- ✓ تصميم و تجهيز الصوامع بالاسمنت و بالصفائح المموجة ؛
- ✓ صناعة آلات تنظيف وفصل الحبوب ؛



- ✓ صناعة الناقلات والرافعات ؛
- ✓ صناعة مجففات و مبردات الحبوب .

للإشارة فإن هذه الشركة أنجزت أكثر من 2000 مشروع في مجال صناعة الحبوب و الصناعات الزراعية بصفة عامة ؛ وتعتبر تقنيات الإنتاج التي تستعملها جد متطورة : الروبوتات الصناعية ،التجمع الآلي ، القطع بالليزر ،آلات بتحكم رقمي بالإعلام الآلي ... ولعل أبرز مشاريعها : توزيع صومعة كاملة وجاهزة للاستعمال في كل من سوريا وروسيا .

### الشركة EN / FRENCE 1

وهي شركة أشخاص عائلية أسست 1991 برأس مال قدره 300 ألف فرنك فرنسي ، يتمثل نشاطها في دراسة و أنجاز مصانع كاملة وجاهزة للاستغلال . قدر رقم أعمالها بـ 2 و 3.6 مليون فرنك فرنسي سنتي 1995 م و 1996 م على الترتيب . تجدر الإشارة إلى إن هذه الشركة تمتلك خبرة في الجزائر في ميدان الهندسة ، ولعل أهم الامثلة :

- ✓ إنجاز وحدة للتسميد بالبليدة تقد طاقتها بـ 100 طن / 8 ساعات ؛
- ✓ إنجاز 4 محطات لتكييف البذور ؛
- ✓ إنجاز 80 محطة لسحق الفضلات البلاستكية .

### الشركة EN / FRENCE 2

وهي الأخرى شركة عائلية أنشأت سنة 1984 ، يقدر رأسمالها بمليون فرنك فرنسي . ويقدر رقم أعمالها بـ 65 و 55 مليون فرنك فرنسي سنتي 1995 م و 1996 م على الترتيب . تتمثل نشاطاتها في :

- ✓ صناعة الخزائن الكهربائية ؛
- ✓ إنجاز ، تسيير و استغلال تجهيزات الإنتاج وتوزيع الحرارة و البرودة ؛
- ✓ صنع ، وتصليح كل أدوات التدفئة ، التهوية ، تكييف الهواء والتبريد .

### نشاط المنشأة موضوع الإنشاء :

يرتكز نشاط المنشأة على تصميم وإنجاز وحدات للصناعات الزراعية ، وكذلك التصنيع ، تسويق وصيانة معدات النقل والتفريغ الموجهة لصناعة الحبوب . يمكن تصنيف المنتجات المستقبلية لهذه المنشأة إلى قطاعين : ميكانيكي وكهربائي .

### أ - الإنتاج الميكانيكي : هذا النشاط يخص :

- ✓ صناعة معدات النقل والتفريغ الموجهة لصناعة الحبوب ؛

- ✓ ناقلات (Transporteurs) ؛
- ✓ رافعات ( Elévateurs ) ؛
- ✓ عيون ( مخارج ) الطواحين والصفائح المعدنية ؛
- ✓ أنابيب بأشكال مختلفة ؛
- ✓ صناعات معدنية ؛ هياكل ودعامات لمعدات الإنتاج ؛
- ✓ صناعات معدات التنظيف : مكانس كهربائية ؛

الخدمات : تجميع ، تركيب في الو رشات ، تجريب خدمات ما بعد البيع .

## ب - الإنتاج الكهربائي :

- يتعلق الأمر بإنجاز خزائن صغيرة للتوزيع الكهربائي ، أطقم تحكم وصناديق تقسيم .
- جزء من المعدات تصنعه المنشأة الجديدة ، وجزء آخر يتم استيراد ه وتركيبه بالجزائر .

عرض الجوانب الغير المالية للمشروع : وتتمثل في :

## 1 تحليل السوق :

المعلومات التسويقية تم توفيرها من طرف مكتب دراسات تسويقية ، الزبائن المحتملين لمنشأة موضوع الإنشاء يتمثلون في مختلف المطاحن وصانعي أعلاف المواشي . كما أظهرت الدراسة أن سوق المنشأة يخص ، إنشاء صوامع جديدة وتجديد صوامع موجودة تم إنشاؤها قبل سنة 1970 .

نتائج التقييم الذي قام به مكتب الدراسات ذاته ، أبرزت العجز الكبير في مجال تخزين الحبوب الذي يتطلب سده بناء 8 صوامع سنويا . من جانب آخر كل الصوامع المنشأة قبل سنة 1970 (حوالي 50 صومعة ) يجب تجديدها . و تستهدف حصة سوقية تقدر بـ 10 % .

وقد حصلت المنشأة على صفقتها الأولى ، ويتعلق الأمر بمشروع صومعة ميناء بجاية . هذه الصفقة تم ردها بحقوقها وواجباتها للمنشأة الجديدة من طرف الشريك الجزائري EN algera الذي تم اختياره لإنجازها نتيجة لمناقصة عامة أطلقتها المنظمة الجزائرية لمهني الحبوب .

## 2 تنظيم و سيرورة التصنيع :

صناعة معدات النقل والتفريغ تتطلب عند انطلاقتها مساعدة تقنية تضمنها استشارات هندسية ألمانية و برامج تكوين لدى الشريك الألماني EN /GERMANY . إن صناعة معدات النقل و التفريغ تتطلب مهارة كبيرة ، وسيتم الدمج الكلي للتصنيع تدريجيا باستثمارات تكميلية في التجهيزات والتكوين خلال خمس سنوات .

## 3 - التموين :

يتطلب التصنيع اقتناء مواد أولية محلية ومستوردة . المواد الأولية المحلية المستعملة تخص الصناعة المعدنية للمعدات ( ناقلات و رافعات ) ، وتمثل في : الصفائح الفولاذية ، البراغي ، قضبان اللحام ، طلاء ... أما المواد الأولية المستوردة فهي موجهة للتركيب ، وهي لوازم وقطع ذات تقنية عالية لا يمكن تصنيعها بالكامل من طرف المنشأة الجديدة عند الانطلاق ، ويتعلق الأمر مثلا ب : محركات ، مراوح ، أدوات مراقبة و أمن ، براغي خاصة ، أنابيب خاصة مصنوعة من حديد الزهر (fonte) ، بكرات (roulements) .

## 4 - ميزات ضريبية :

سيتم إدراج ملف لدى وكالة ترقية ، دعم و متابعة الاستثمارات (APSI) للحصول على ميزات ضريبية. ومتطلبات الدراسة يتم افتراض أن الميزات المطلوبة يستفاد منها لمدة 5 سنوات .

## الدراسة المالية للمشروع :

## 1- الاستثمارات وتمويل :

يتعلق الأمر بتحديد المبالغ اللازمة لانجاز استثمار المنشأة الجديدة و تخصيص المصادر .

## أ. الاستثمارات :

خطة الاستثمار التي أعدها مؤسسة دراسات نمرز لها اصطلاحا بـ A ، تمتد على ستة سنوات وهذا اعتمادا على نمو المنشأة .

جدول (4) الاستثمارات لستوات المشروع ( ألف دينار جزائري )

2003	2002	2001	2000	1999	1998	التعين
					2000	مصارييف إعدادية
					2000	دراسات هندسية
15000	25500	19600	4375	10850	10133	معدات الإنتاج
					2000	ترتيب و تركيب
				210	2862	معدات مكتبية وبرمجيات
				112	820	أثاث مكتب
				3400	800	معدات النقل
					6300	تكوين و مساعدة
					61063	الاحتياج من رأس المال
					2005	حقوق جمركية

المصدر : وثائق المؤسسة .

تكلفة الاستثمار عند الانطلاق قدرت بحوالي 95 مليون دج.

### ب التمويل:

يتم تمويل المشروع كليا بالأموال الخاصة (رأس مال اجتماعي وحسابات جارية للشركاء) موزعا بين الشركاء (فيئالب من بينهم) كما يوضحه الجدول التالي.

جدول (5) : جدول التمويل و الحصص (ألف دينار جزائري)

الشركاء	%	أموال خاصة	رأس المال الاجتماعي	حسابات جارية للشركاء
EN GERMAN	21	19950	10500	9450
EN FRENCE1	20	19000	10000	9000
EN FRENCE2	20	19000	10000	9000
EN Algeria	20	19000	10000	9000
FINALEP	19	18050	9500	8550
إجمالي	100	95000	50000	45000

المصدر : وثائق المؤسسة .

تكافئ الحسابات الجارية للشركاء بما يعادل 12%، هذا المعدل يعادل النظر فيه باستمرار من طرف مجلس الإدارة في كل مرة تتقلب فيها معدلات الإقراض البنكية. أما الأموال الخاصة فجزء منها عيني و جزء منها نقدي : حيث أن مساهمة EN GERMAN جزء منها نقدي (4 مليون دينار جزائري ) و الباقي عيني، مساهمة EN algeria تتألف من ما يقدر ب 5 مليون دج معدات إنتاج، أما الشركتين EN FRENCE1 و EN FRENCE2 فتساهمان في المشروع نقدا.

### 2- الاستغلال المتوقع :

من أجل التمكن من تقدير أداء الاستثمار الذي ستدخله فيئالب، يجب معالجة استغلال المنشأة موضوع التمويل بإبراز نتائجها ، تدفقاتها النقدية، و الأرباح التي توزع.

## أ. حساب النتائج:

التوقعات المستخدمة في الدراسة مكنت من إعداد الجدول التالي الذي يسترجع حسابات النتائج.

جدول (6): حسابات النتائج (ألف دينار جزائري)

2005	2004	2003	2002	2001	2000	1999	الحسابات
800000	800000	800000	700000	600000	550000	500000	رقم الأعمال
348000	348000	348000	316000	277000	315000	319000	مواد أولية
11766	11206	10672	10164	9240	8400	6000	خدمات
100000	100000	100000	90000	88000	48000	40000	مقولة بالباطن
340234	340794	341328	283836	225760	178600	135000	القيمة المضافة
152289	152289	150943	132075	113208	98585	84906	مصاريف العاملين
58688	58688	58278	7925	6792	5915	5094	ضرائب و رسوم
25000	25000	24000	21000	18500	17000	15500	مصاريف مختلفة
13818	15988	17425	18057	14137	13262	10253	مخصصات الإهلاك
16000	16000	16000	14000	12000	11000	10000	مصاريف مالية
74439	72829	74682	90779	61123	32838	9247	النتيجة الخام
28287	27675						ضريبة (IBS)
46152	45154	74682	90779	61123	32838	9247	النتيجة الصافية
59970	61142	92107	108836	75260	46100	19500	التدفقات النقدية

المصدر : وثائق المؤسسة .

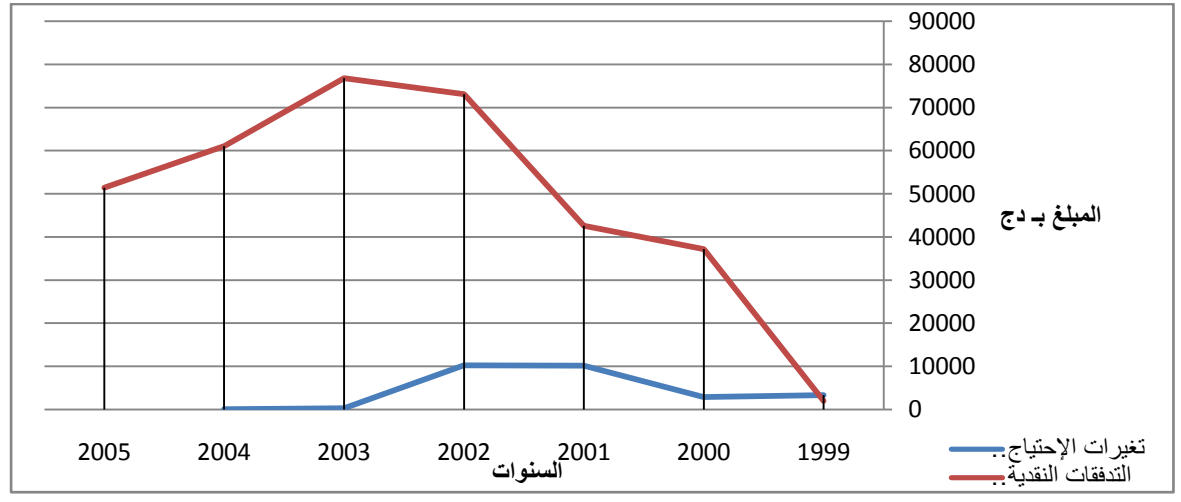
## ب. جدول التدفقات النقدية :

من أجل التمكن من حساب صافي القيمة الحالية (VAN) التي سيحققها الاستثمار وكذا معدل العائد الداخلي (TRI) المتوقع تم إعداد الجدول التالي.

جدول (7) : التدفقات النقدية (ألف دينار جزائري).

2005	2004	2003	2002	2001	2000	1999	التسمية
59970	61142	92107	108836	75260	46100	19500	التدفقات النقدية
8550	93	313	10229	10132	2910	3347	الإحتياطات القانونية
		15000	25500	19600	4375	13672	تعويض الحسابات الجارية
							تغيرات الإحتياج من رم ع
							استثمار جديد
51420	61049	76794	73107	42632	37173	2019	التدفقات النقدية الصافية
344194	292774	231725	154931	81824	39192	2019	التدفقات النقدية المتراكمة

شكل رقم (1) تطور التدفقات المالية المتوقعة للمشروع مقارنة مع الاحتياج في رأس المال العامل .



المصدر : إعداد الطالب اعتمادا على وثائق المؤسسة .

يبدو جليا من الشكل أنه خلال فترة المشروع الممتدة ما بين سنة 1999 و 2005 سيأخذ الاحتياج في رأس المال العامل بتزايد مع تقدم مراحل المشروع بحيث سيسجل أعلى مستوى له سنة 2002 وهذا نتيجة النمو الذي سيحققه المشروع، ولكن سرعان ما سيبدأ بتراجع إلى الحد الأدنى له سنة 2004 ثم ليختفي تماما سنة 2005، وستتم تغطية هذا الاحتياج بفضل التدفقات النقدية التي ستزيد طيلة سنوات المشروع، إلا أنها ستشهد تراجع طفيف في السنتين الأخيرتين نتيجة التحضير للخروج الذي تستعد له فينالب . كما ستحقق الشركة في هذا المشروع صافي قيمة حالية تقدرت بـ 163.300 دج وبمعدل خصم 15% لمدة 7 سنوات، ومعدل عائد داخلي يقدر بـ 51.5%. بحيث ستكون فترة إسترداد رأس المال 3 سنوات و3 أشهر،

إذن هذه القراءة في التوقعات المبنية على دراسات معمقة تؤكد لنا مدى الدور الذي سيلعبه هذا النمط التمويل من خلال القضاء على الاحتياج المالي وزيادة التدفقات النقدية على المشروع.<sup>22</sup>

ت : تقدير المردودية التي تحققها فينالب :

مصادر ربح المالية الجزائرية الأوربية ستكون من :

- الأرباح المحصلة سنويا و المتعلقة بمساهمتها في رأس المال الاجتماعي للمنشأة موضوع التمويل؛

- مكافئة المساهمة بالحسابات الجارية للشركاء؛

- القيمة المضافة للتنازل عن الأسهم.

<sup>22</sup> عن المقابلة مع السيد بولرجان ، نفس المرجع السابق ص 22 .

## ث . تقدير الأرباح :

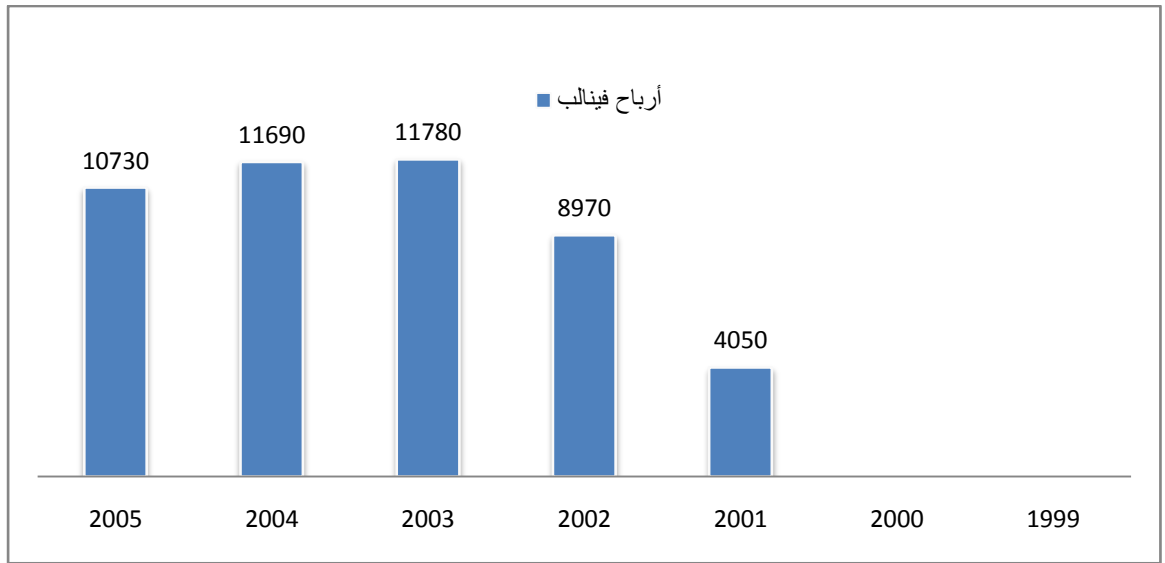
لا توزع الأرباح إلا بحلول الدورة الثانية، وتقدر نسبة التوزيع بـ 50% من النتيجة القابلة للتوزيع .

جدول (8): جدول تقديري لحساب حصة فينالب من الأرباح الموزعة (ألف دينار جزائري)

2005	2004	2003	2002	2001	2000	1999	التسمية
95970	61142	92107	108836	75260	46100	19500	التدفقات النقدية
8550	93	313	10229	2896	1642	462	الاحتياطات القانونية تعويض الحسابات الجارية
62525	61002	47211	21316	10132	2910	3347	تغيرات الاحتياج من رم ع استثمار جديد
112945	123051	124005	94423	19600	4375	13672	الأرباح المحتجزة
56473	61526	62003	47212	42632	37173	2019	النتيجة القابلة للتوزيع الأرباح القابلة للتوزيع
10730	11690	11780	8970	4050			أرباح فينالب

المصدر : وثائق المؤسسة .

شكل رقم (2) تطور الأرباح المتوقعة لفينال خلال سنوات المشروع .



المصدر : إعداد الطالب اعتمادا على وثائق المؤسسة .

من الشكل نلاحظ أن فينال سبتداً في جني أرباحها ابتداءً من سنة 2001 أي بعد مرور سنتين على انطلاق المشروع ، وهذا نتيجة البداية الصعبة والمتعثرة التي سيشهدها المشروع ، لكن سرعان ما سيبدأ سلم الأرباح في التطور إلى أن يبلغ أعلى مستوى له سنة 2004 ، أين سيسجل تراجعاً نتيجة التوسع والنمو الذي سيشهده المشروع من خلال زيادة استثمارات جديدة ، وهذا شيء إيجابي يحسب للمشروع رغم أثره السلبي على أرباح المتوقعة لفينال ، ثم إن التحضير للخروج من المشروع في السنة الأخيرة للمساهمة ، والاستعداد لتنازل عن الحصص سيؤدي إلى تراجع قيم الأسهم ، الأمر الذي سيساعد على تراجع الأرباح في السنة الأخيرة .

للإشارة فإن القيمة الحالية للأرباح التي تحصلها فينال تقدر بـ 22730 ألف دج. بمعدل خصم 15% لمدة 7 سنوات

### ث المردودية المتوقعة لفينال:

من أجل التمكن من حساب المردودية المتوقعة للمالية الجزائرية الأوربية للمساهمة، يجب أولاً تحديد سعر التنازل عن الأسهم التي بحوزتها. هذا السعر يحسب وفقاً للعلاقة التالية:

سعر التنازل الكلي = صافي الأصول + القيمة المضافة

= رأس المال + الإحتياطات + الأرباح المحتجزة + القيمة المضافة

تحسب القيمة المضافة بواسطة علاقة قيمة الشهرة (شهرة المحل) التالية:

$$N] / 6(R_{n-3}) + 2(R_{n-2}) + 3(R_{n-1}) [GW =$$



حيث:

R: النتيجة؛

N: عدد الأسهم؛

n: سنة تنازل فينالب عن أسهمها.

من أجل المتطلبات الحسابية، يجب معاينة الفرضيات التالية<sup>23</sup>:

اتفاق حول صيغة التنازل؛

خروج فينالب في السنة الثامنة؛

تحدد القيمة الاسمية للسهم ب 100.000 دج،

رأس المال الاجتماعي 50 مليون دج أي 500 سهم؛

مساهمة فينالب في رأس المال تقدر ب 9.500.000 دج أي ما يعادل 95 سهما.

الجدول (9) عرض محددات المردودية المتوقعة لفينالب :

النتيجة (دج)	العلاقة	التسمية
180.000	$500 \times /6 [ (90.682) + 2(88.829) + 3(90.438) ]$	قيمة الشهرة لكل سهم
116.525.000	$50.000.000 + 5.000.000 + 61.525.000$	صافي الأصول
413.000	$(116.525.000 / 500) + 180.000$	قيمة التنازل عن السهم
39.235.000	$95 \times 413.000$	القيمة الكلية لتنازل فينالب
29.735.000	$39.235.000 - 9.500.000$	القيمة المضافة الخام لفينالب
11.179.00	$29.735.000 / (1015)$	القيمة المضافة الصافية

المصدر : وثائق المؤسسة .

و بالتالي تكون المردودية المتوقعة فينالب :

القيم الحالية ل (الفوائد على الحسابات الجارية للشركاء+الأرباح+القيمة المضافة)/المساهمة

أي :

<sup>23</sup> عن المقابلة مع السيد بولرجان ، نفس المرجع السابق ص 22 .

$$(4.270.000+22.730.000+11.179.000)/(9.500.000 +8.550.000)=211\%$$

### مناقشة و تحليل النتائج :

- أن تحقق فينالب مردودية من المشروع تبلغ نسبتها 211% مقارنة مع ما ساهمت به في مدة زمنية لا تتجاوز 7 السنوات وبمعدل نمو 15% فهذا يعكس التسيير الحسن و المرافقة الجيدة في السنوات الاولى للمشروع ،والنجاح الكبير للمشروع رغم مخاطره ؛
- شهدت أرباح فينالب في السنة الأخيرة تراجعاً نتيجة الاستثمارات والتوسعات التي يشهدها المشروع وهذا يشير إلى التقدم الذي يحرزه المشروع ثم إن فينالب كانت تستعد للخروج من المشروع بعد تحقق هدفها الرامي إلى المساهمة والمرافقة التسييرية ؛
- ماكان للمشروع أن يحقق هذه النتائج لولا مساهمة فينالب وهذا يقودنا إلى الإجابة على اشكالتنا في أن فعالية رأس مال المخاطر رفعت من القدرة المالية للمؤسسة المنشأة ؛
- تستفيد في المقابل فينالب من خلال المردودية العالية بحيث تتحول هذه الأموال إلى رأس مال مساهمة في مشاريع أخرى .
- الهدف الإستراتيجي ، الذي يتماشى مع مبادئ فينالب، من هذا المشروع هو خلق شراكة (Join venture)، لنقل المهارة (savoir-faire) و إنشاء صناعة منتجة،

### الاستنتاجات :

- انحصر دور فينالب في ترسيخ السلوك التسييري، التنظيمي و الشفافية، و ذلك يعود لتواجد شريك متخصص (الشريك الألماني)، كونه يعد مرجعية في مجال عمل المنشأة الممولة. إلا أن مختلف الشركاء هم شركات عائلية تفتقد للسلوكيات التسييرية و التنظيمية فيمل يتعلق بعقد اجتماعات دورية و رزامة رفع التقارير؛
- تتم متابعة المنشأة الممولة عن طريق تقارير النشاط و تقارير التسيير، مع ترك لمسة فينالب فيما يتعلق بطريقة إعداد هذه التقارير الدورية التي ترفع كل ثلاثي. بالإضافة إلى عقد من 4 إلى 6 اجتماعات دورية سنويا؛
- لم يتم اللجوء إلى استعمال الحسابات الجارية للشركاء لأن مردودية المشروع كانت أحسن من المتوقع، وتمكن من تحقيق سيولة أغنته عن استعمال الحسابات الجارية للشركاء؛
- تم الخروج ببيع حصة فينالب للمبادرين حسب حصة كل واحد منهم في رأس المال و ذلك سنة 2005؛
- سار كل شيء تقريبا كما خطط له من قبل، حيث حققت فينالب لدى خروجها سنة 2005 ما قدر ب 80% من الأهداف التي سطرها من قبل دخولها فيه ؛

## خلاصة الفصل

يعتبر ظهور رأس المال المخاطر في الجزائر حديثا، حيث بدأت أول مؤسسة رأس المال المخاطر نشاطها في العشرية الأخيرة من القرن الماضي ، لكن تبين لنا من خلال هذه الدراسة انه لا تزال هناك بعض النقائص التي تحد من تطور وانتشار تقنية رأس المال المخاطر الجزائرية ، والتي لا بد من العمل على تحسين العوامل المتحكمة فيها من أجل النهوض بهذه التقنية ، حيث لا يزال عدد المخاطر ين برأس المال قليل وبجاجة إلا مضاعفته ، وتعتبر المالية الجزائرية الأوربية ، التي كانت أول متعامل تاريخي في هذا المجال في الجزائر و أبرز المتعاملين اليوم ، أحسن مكان لإجراء دراسة حالة تتماشى مع أهداف إشكالية و أهداف بحثنا ، لذلك قمنا بعرض حالة تمويل مشروع ناشئ ينشط في مجال الصناعة الزراعية .

# الخاتمة

بعد دراستنا هذا النمط التمويلي، توصلنا إلى الإجابة عن التساؤل الرئيسي المطروح، وتبين لنا كيف يساهم رأس المال المخاطر في الرفع من القدرة المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، خاصة المبتكرة منها. حيث أن رأس المال المخاطر يتجلى لنا أثره عند الانطلاق، أو ما نسميه الوقت الحرج للمنشأة و وقت تقييم النتائج المحققة .

ما يمكننا من القول بأن رأس المال المخاطر هو بمثابة البديل التمويلي الأمثل، الموجه لحل المشاكل التمويلية التي تواجهها المشاريع التمويلية الناشئة خاصة المبتكرة منها. الأمر الذي أثبتته مختلف التجارب عبر العالم والتي تشير كلها بأن رأس المال المخاطر وسيلة تمويلية واعدة، تمكن من تطوير شبكة من المنشآت الصناعية، التجارية، و الخدمية الفاعلة و القادرة على البقاء. كما أن تمويل رأس المال المخاطر عبارة عن استثمار حقيقي من دون أثر الرفع المالي، ولا يتنافى مع مبادئ الشريعة الإسلامية، بل هو مستنبط من أحد الأشكال التمويلية الإسلامية المتمثل في التمويل بالمشاركة. لذا فلا يتوقع أن تكون له آثار سلبية كما هو الحال بالنسبة للتمويلات الربوية التي أدت مؤخرا إلى انهيار النظام المالي العالمي، وهذا ما حاولنا إبرازه خلال هذه الدراسة .

#### أولا - اختبار فرضيات الدراسة :

**الفرضية الأولى :** مع التطور والتحول الحاصل في قطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة أصبحت الوسائل التقليدية لا تتماشى مع احتياجات وأهداف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وتوجه هذه الأخيرة إلى بدائل مستحدثة لما لها من إيجابيات وسرعة الإجراءات و التسهيلات .

الوتيرة المتسارعة للاقتصاد، وظروف عدم الاستقرار التي تعيشها المؤسسات الصغيرة والمتوسطة مع احتياجاتها المالية المتزايدة ويقابلها من الجانب الآخر القوانين الصارمة و التعجزية للإقراض فرضت على المؤسسات الصغيرة والمتوسطة العزوف عن الوسائل التقليدية لتمويل و الإقبال على التمويل برأس المال المخاطر والذي يمتاز بسهولة الإجراءات ومرونة القوانين ورغم الخطورة التي يتحملها المستثمرون . وهذا يثبت صحة الفرضية الأولى بالاعتماد على الجزء النظري لدراسة .

**الفرضية الثانية :** يعتبر التمويل بتقنية رأس مال المخاطر البديل الأمثل الذي يتماشى مع خصوصيات المؤسسات الصغيرة والمتوسطة .

بالنظر إلى التجارب العالمية التي تم التطرق إليها نجد أن المؤسسات الصغيرة والمتوسطة تتمتع بنفس الخصائص و المميزات إلا أنها اختلفت في طرق تمويلها، ففي النسبة للمؤسسات التي مولت بطريقة التقليدية لم تحقق فعليا معدلات النمو التي كانت تطمح إليها، و إن كان ذلك ففي مدة زمنية طويلة .

بينما المؤسسات التي مولت برأس المال المخاطر فقد حققت نتائج أكثر من المتوقع و هذا راجع لفعالية هذا النمط التمويلي .

ثم إن التجربة الجزائرية والتي هي جزء لا يتجزأ من التجارب العالمية ورغم حدثتها، إلا أنها حققت نتائج جد إيجابية وهذا ما تعكسه المردودية المثلى لشركة فينالب ، ويعود الفضل في ذلك إلى مساهمتها الفعالة في الهيكل المالي البسيط لهذه المؤسسات، الأمر الذي يزيد من القدرة المالية للمؤسسة للمبادرة.

وهذا ما يؤكد صحة الفرضية الثانية برجوع إلى الجانب النظري والتطبيقي لدراسة .

**الفرضية الثالثة :** يعتبر التمويل برأس المال المخاطرة تقنية جديدة بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر .

إذا تأملنا النتائج و الأهداف المحققة من قبل المؤسسات الجزائرية التي مولت برأس المال المخاطر سنجد أنها لم تقدم الكثير لهذا القطاع مقارنة مع نظيرتها في الدول المتقدمة والتي لها السبق في المجال وربما يعود ذلك إلى عدة أسباب منها :

- غياب الإطار القانوني لهذه المهنة حيث لم يتم تشريعه إلا سنة 2006 ؛
- ثقافة المقاول الجزائري لا تتجاوب مع هذا النمط من التمويل وهذا لغياب روح المخاطرة والمغامرة لديه ، إذ لا يتحمل المخاطرة بأمواله ولا يرغب في مشاركتها ، الأمر الذي يفسر عدم وجود شركات رأس المخاطرة في القطاع الخاص؛
- نزوح أصحاب المشاريع الريادية نحو الدول المتقدمة للحصول على التمويل اللازم ، مما ينعكس سلبا على الاقتصاد الوطني
- عدم وجود أرضية مشجعة للاستثمار في هذا المجال .
- إذن والملاحظ أن هذا النمط التمويلي لم يجد مكانه بعد بين الأنماط التمويلية الأخرى ولم يرسخ بعد في ثقافة المؤسسات الجزائرية وهذا كله يثبت صحة النظرية الثالثة التي تقضي بحدثة هذا التمويل في الجزائر.

#### نتائج الدراسة :

- ✓ التمويل برأس المال المخاطر بدأ يحظى باهتمام متزايد خاصة من طرف السلطات الرسمية لاسيما بعد إصدار تشريعات تنظم آليات العمل به ، وهذا باعتباره البديل الأمثل الذي يستجيب للحاجات التمويلية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة ؛
- ✓ المردودية المالية والميزات التي تحققها شركات رأس مال المخاطر تفوق تلك الأرباح التي تحققها مؤسسات الإقراض التقليدي إذا مقلتها في النفس المدة الزمنية ؛
- ✓ تحول نسبي في التفكير والسلوك لدى العديد من الخريجين في الجزائر أصحاب المشاريع الريادية وهذا ما لمسناه من خلال المشاريع المودعة لدراسة قابليتها لدى الجزائرية الأوربية للمساهمة ؛
- ✓ مشاريع التكنولوجيا ، الصحة ، الصناعة ، أكثر المشاريع جاذبية لرأس المال المخاطر بينما مشاريع التجارة ، التعليم ، الزراعة ، لا تحظى بنفس الاهتمام ؛
- ✓ نزوح المشاريع الريادية نحو الدول المتقدمة ناتج عن غياب شركات رأس المال المخاطر في الجزائر ؛

✓ معادلة = (مشاريع الريادية + تمويل شركات رأس المال المخاطر = مؤسسات ريادية ناجحة ترقى بالاقتصاد الوطني إلى مصاف الاقتصاديات المتقدمة) .

### اقتراحات الدراسة :

- ✓ ضرورة إثراء القانون التجاري الحالي حتى يتمكن من الاستجابة لمتطلبات نشاط رأس المال المخاطر، على غرار إدخال شركة المساهمة البسيطة التي تتميز بالمرونة و تلائم ممارسات هذا النمط التمويلي؛
- ✓ تمكين الأشخاص الطبيعيين من ممارسة نشاط رأس المال المخاطر (ملائكة الأعمال)، بالإضافة إلى تشجيعهم ضريبيا للإكتتاب في صناديق و مؤسسات رأس المال المخاطر؛
- ✓ العمل على إنشاء صناديق عمومية يتم توظيف أموالها في نشاط رأس المال المخاطر و تكون موجهة لتمويل المراحل المبكرة جدا (دراسة القابلية) التي لا تحظى باهتمام كبير من الخواص. ولعل إنشاء صندوق وطني بمبلغ 150 مليار دينار (مارس 2009) موجه لتمويل المشاريع الاستثمارية التي تخلق قيمة مضافة يعتبر أول خطوة في هذا الإتحاد؛
- ✓ العمل على إنشاء صناديق جهوية مرفقة بتحفيزات ضريبية خاصة، موجهة لتشجيع التنمية في مناطق معينة؛
- ✓ إنشاء سوق مالي "جديد" يتم الخروج من خلاله، لأن المخاطر برأس المال يفكر بالخروج قبل الدخول؛
- ✓ تكوين الموارد البشرية المتخصصة في مختلف الميادين المالية، التسييرية، الاقتصادية، و القانونية، لتدعيم صناعة رأس المال المخاطر؛
- ✓ العمل على تهمين الابتكارات و نتائج البحث العلمي عن طريق وكالات متخصصة، و إنشاء أقطاب و حدائق تكنولوجية؛
- ✓ إنشاء جمعية مهنية لرأس المال المخاطر تولى لعب دور المراقب و المتضمن وكذا تعمل على تحسين ظروف ممارسة نشاط أعضائها بالتفاوض مع السلطات العمومية من موقع تفاوضي أقوى؛

لعل هذه العوامل هي الأهم من بين العناصر الضرورية لاستكمال متغيرات معادلة نجاح رأس المال المخاطر في الجزائر، و التي أثبتت في مختلف البلدان أنها ركن و عنصر أساسي في نموذج التنمية المستدامة و التطور. إن نجاح التمويل برأس المال المخاطر في مناطق عديدة من العالم، يعطي أملا كبيرا لتكرار التجربة في الجزائر. لكن العقبة في طريق هذا المسعى، قد يكون المناخ الاستثماري العالم في الجزائر، الذي يجب العمل على تنقيته و تحسينه، حتى يتسنى تهيئة الأرضية الملائمة لنمو صناعة رأس المال المخاطر بصفة خاصة، و العملية الاستثمارية بصفة عامة.

### أفاق الدراسة :

على ضوء هذه الدراسة و بهدف توسيع نطاقها ، يمكن اقتراح بعض العنواين قد تكون إشكاليات لدراسات مستقبلية :

- عوامل النهوض بشركات رأس المال المخاطر في الجزائر .

- أثر رأس المال المخاطر على الهيكل التمويلي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر .

- علاقة الروح المقولاتية بشركات رأس المال المخاطر .

# المصادر و المراجع



- المصادر

1. القرآن الكريم براوية ورش .

2. النيسابوري، مسلم بن الحجاج، صحيح مسلم، تحقيق محمد فؤاد عبد الباقي، الطبعة الرابعة ، دار إحياء التراث العربي، بيروت، 1412هـ-1991م .

3. البخاري، محمد بن إسماعيل، صحيح البخاري، تقديم أحمد محمد شاكر، دار الجيل، بيروت، بدون تاريخ نشر .

4. الترميذي ، محمد بن عيسى ، الجامع الصحيح ، دار الحديث ، القاهرة .

- المراجع باللغة العربية :

1. عبد الباسط وفاء ، مؤسسة رأس مال المخاطر ودورها في تدعيم المشروعات الناشئة ، كلية الحقوق ، جامعة حلوان ، مصر 2001 .

2. وائل عريبات ، المصارف الاسلامية و المؤسسات الاقتصادية أساليب ، الطبعة الاولى ، الاستصناع ، المشاركة المنتهية بتمليك بين النظرية والتطبيق ، دار الثقافة للنشر والتوزيع ، عمان ، 2009 .

3. محمد بن محمد أبوشهبة ، حلول لمشكلة الربا ، مكتبة السنة ، 1406هـ .

4. الشوكاني ، محمد بن علي ، فتح القدير ، الناشر محفوظ العلي ، بيروت .

5. عمورة خرنق ، التمويل البنكي الاسلامي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر ، دراسة حالة بنك البركة الجزائري - وكالة غرداية ، ( الجزائر ) ، 2011 .

6. محمد سبتي ، فعالية رأس مال المخاطر في تمويل المشاريع الناشئة ، مذكرة ماجستير ، غير منشورة ، جامعة منتوري قسنطينة ( الجزائر ) ، 2009 .

7. رويبة عبد السميع ، حجازي اسماعيل ، تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن طريق رأس المال المخاطر ، ملتقى دولي حول متطلبات تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة يومي 17 و18 أبريل ، جامعة الشلف ( الجزائر ) .

8. بن طلحة صليحة ، معوشي بوعلام ، الدعم المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة ودورها في القضاء على البطالة . ملتقى دولي حول متطلبات تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة يومي 17 و18 أبريل ، جامعة الشلف ( الجزائر ) .

9. عبد الله إبراهيم ، المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في مواجهة مشكل التمويل ، ملتقى دولي حول متطلبات تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة يومي 17 و18 أبريل ، جامعة الشلف ( الجزائر ) .

10. براق محمد ، بن زواي محمد الشريف ، مداخلة بعنوان: الهياكل المرافقة والمساعدة في سوق رأس المال المخاطر بالجزائر ، الملتقى الوطني حول إستراتيجيات التنظيم ومرافقة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، يومي 18 و 19 أبريل 2012 ، جامعة ورقلة ( الجزائر ) .

11. برايس نورة ، المشروعات الصغيرة و المتوسطة واشكالية تمويلها ، دراسة حالة firtial ، مذكرة ماجستير غير منشورة ، جامعة عنابة 2006 .
12. محمد راكان الدغمي ، محمد علي سميران ، الآثار الإقتصادية للزكاة ، كلية الدراسات الفقهية والقانونية، جامعة آل البيت، المفرق – الأردن .
13. برييش السعيد ، مقال بعنوان رأس المال المخاطر كبديل مستحدث لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ، مقال ، مجلة الباحث ، جامعة ورقلة ( الجزائر )، العدد 5 ، 2007 .
14. الجريدة الرسمية ، المادة 04 من القانون رقم 06-11 المؤرخ في 24 جوان 2006 والمتعلق بشركات رأس المال الاستثماري .
15. السيد بولرجان عبد القادر ، المكلف بالمهام ونائب مدير شركة finalep ، إجراءات المساهمة ودراسة القابلية ، مقر الشركة بالعصمة الجزائرية ، 26 و 27 أوت 2013 ، (مقابلة شخصية)

• المراجع بالغات الأجنبية :  
1 الفرنسية :

1. Emmanuelle Dubocage , Et Dorothee Rivaud DANSET, **Le capital-risque** ,Ed La Découverte paris , 2006
2. Alain BORDERIE ,**financer les PME autrement ,le Capital- Investissement : des fonds propres pour les entrepreneurs** ,Ed Maxima Paris,1998.
3. Cyril DEMARIA , **Introduction au private equity : les bases du capital – Investissement** , Ed Revue –Banque Edition ,paris, mai 2006.
4. Eric STEPHANY , **la relation capital – risque /PME fondements et pratiques**,Ed de bock, bruxelle,2003.

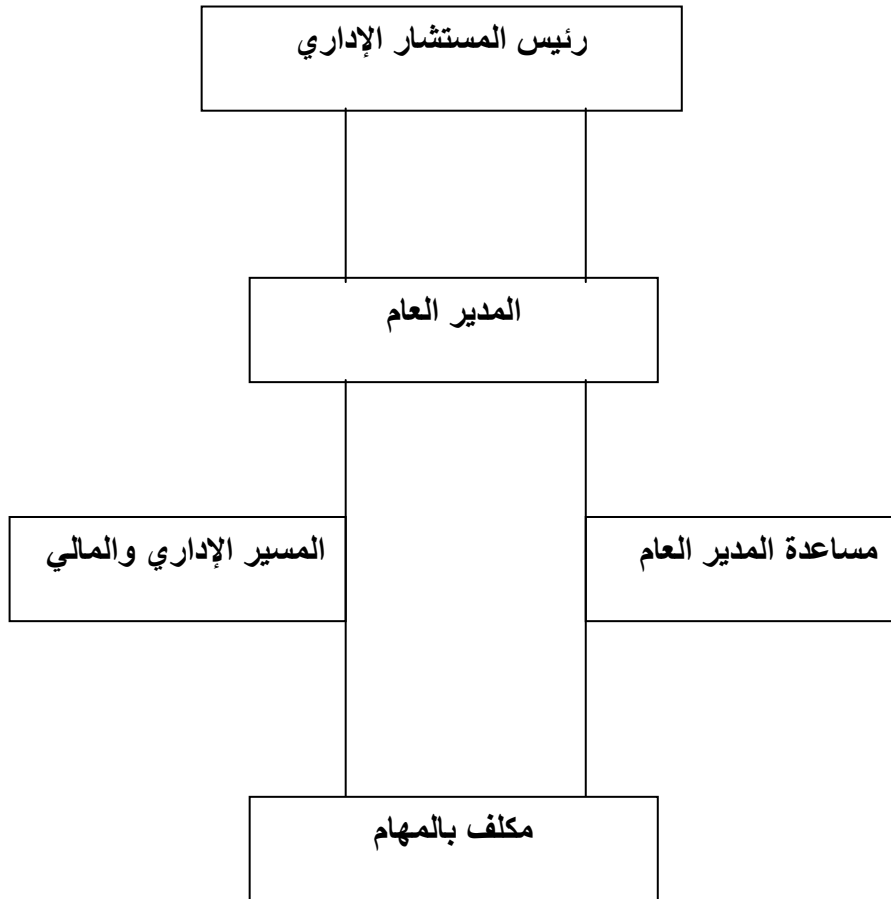
1. **EVCA annual report 2006**, European venture capital association 2007, [www.evca.eu/uploadedfiles/Home/About\\_EVCA/Annual\\_Reports/AnnualReport06.pdf](http://www.evca.eu/uploadedfiles/Home/About_EVCA/Annual_Reports/AnnualReport06.pdf).
2. Nation Venture Capital Association & Global Insight, **venture impact: The Economic Importance of Venture Capital Backed Companies to the U.S. Economy**, 4<sup>th</sup> Edition, 2006, [http://www.nvca.org/pdf/NVCA\\_VentureCapital107.pdf](http://www.nvca.org/pdf/NVCA_VentureCapital107.pdf).
3. **The Economic Impact of venture capital in Europe**, European Venture Capital association, coopers & Lybrand corporate Finance, 1998,.
4. Arnd PLAGGE, **public for venture capital**, Ed Deutscher Universitäts-Verlag, Wiesbaden, Germany, 2006.
5. Maik KLEINSCHMIDT, **Venture Capital Corporate Governance and Firm Value**, Deutscher Universitäts-Verlag | GWV Fachverlag GmbH, Wiesbaden, Germany 2007.

# الملاحق

الملحق الأول

الهيكل التنظيمي لشركة **finalep**

## الهيكل التنظيمي لشركة finalep



الملحق الثاني

بروتوكول الاتفاق الخاص بالشركة الجزائرية الأوربية

للمساهمة **finalep**

## 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 (ciaprès, 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 SUIT :

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 SUIT :

#### 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.

## الملحق الثالث

عقد المساهمة الخاص بدراسة الحالة التمويلية المعدة لدى

الشركة المالية الجزائرية الأوربية للمساهمة **finalep**

## ***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 *és- 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 és- 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 ésqualité.

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 d4 Alger n° 91 B63, ciaprès désignée par abréviation FINALEP, dûment représentée à l'effet du présent Pacte d'actionnaires par Monsieur Saïd BELAIDI, son Directeur Général agissant ès-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**