

صناديق رأس المال الاستثماري كأداة لسياسة الشراكة العامة و الخاصة في تمويل مشاريع البنية التحتية

د. عبد النور دحاك
جامعة تيزي وزو - الجزائر -

د. رايح قارة
جامعة تيزي وزو - الجزائر -

الملخص:

الهدف من هذا المقال هو تسليط الضوء على رأس المال الاستثماري الذي يعتبر، كآلية لتمويل مشاريع البنية التحتية، مختلفا عن التمويل التقليدي، حيث يهتم بالتمويل المتوسط و الطويل المدى. فبعد أن تطرق إلى مفهومه و أهميته الاقتصادية ، اهتم هذا المقال في دراسة نظرية بتحليل أنماط التمويل برأس المال الاستثماري و مراحله ، و كذا طريقة عمله. و يخلص هذا البحث إلى التأكيد على أن رأس المال الاستثماري يعبر عن الوجه المقابل لاقتصاد الاستدانة، لأنها لا تمد مشاريع البنية التحتية بقروض في مرحلة تشح فيها مصادر التمويل، وإنما تزودها برؤوس أموال تندمج في رأس مالها و يعتبر ذات أهمية اقتصادية كبيرة من حيث انه تقنية تمويلية موجهة بصفة أساسية لتمويلها و تدعيمها تقنيا و إداريا.

الكلمات المفتاحية: صناديق رأس المال الاستثماري؛ التمويل التقليدي؛ البنية التحتية؛ الشراكة العامة و الخاصة.

Résumé :

L'objectif de cet article est de mettre en évidence les fonds de capital investissement, qui est considéré en tant qu'mécanisme de financement des industries émergentes, différent du financement traditionnel, puisqu'il s'intéresse au financement à moyen et long terme. Après avoir présenté sa définition et son importance économique, cet article se concentre à travers une étude théorique à l'analyse des types de financement par capital investissement, ses étapes enfin de son fonctionnement. Cette recherche conclut que le capital investissement exprime le côté opposé de l'économie d'endettement car il ne finance pas les projets d'infrastructures par des prêts à un stade où les sources de financement sont rares et faibles. Au contraire, il leur fournit des capitaux qui intègrent leurs fonds propres puisque c'est une technique axée principalement sur le financement et le soutien technique et administratif, ce qui le rend très important économiquement.

Mots clés: Fonds de capital investissement; Financement traditionnel; infrastructures; Partenariat public privé.

المقدمة

تلعب البنية التحتية دورا حيويا في النمو الاقتصادي، فخصائصها (الخدمات الأساسية للمجتمع، العائدات دورية و مخاطر مسيطر عليها و يمكن التنبؤ بها) تجعل منها مجالا طبيعيا للاستثمار للمستثمرين على المدى الطويل الذين يرغبون في تنوع محافظهم الاستثمارية. ومن الواضح أن الدول التي تملك أكثر شبكات البنية التحتية الاقتصادية والاجتماعية كثافة هي الدول الغنية و المتطورة. ولكن لا تزال العلاقة السببية بين البنية التحتية والنمو الاقتصادي تمثل إشكالية في النقاش الاقتصادي. فالبعض يعتبر أن البنية التحتية تمثل عنصر يمكن أن يعزز النمو، بينما رأى البعض الآخر على عكس ذلك. إن هذه الدراسة تركز على القول الأول، أي تعتبر البنية التحتية كعنصر هام للنمو الاقتصادي.

ووفقا للعديد من الدراسات و التقارير، هناك في الجزائر حاجة ماسة لتطوير البنية التحتية في جميع المجالات كالبنية التحتية الاجتماعية: (المدارس والمستشفيات والمرافق الثقافية والرياضية وغيرها من المباني العامة) و النقل (الطرق السريعة والسكك الحديدية والنقل العام والمطارات والموانئ) و في المرافق العامة (توليد ونقل وتوزيع الغاز والمياه والكهرباء) و البيئة (معالجة المياه وإدارة النفايات، والطاقة المتجددة) و شبكات الاتصالات السلكية واللاسلكية... الخ. و لتحقيق ذلك لابد من توفير مبالغ مالية طائلة على المدى المتوسط و الطويل باعتبار طبيعة الاستثمارات في مشروعات البنية التحتية، و تعتبر هذه مسألة حاسمة بالنسبة للجزائر المرتبط اقتصادها بالمحروقات بدرجة تكاد تكون كلية، ما يزيد من ضعف اقتصادها على المدى الطويل (بسبب الاضطرابات التجارية و النمو و التصنيع السلبي الخاصة بقطاع المحروقات). و لان التحديات التي تواجه تمويل مشاريع البنية التحتية هي نفسها التحديات التي تواجه المشاريع التي هي بحاجة إلى تمويل متوسط و طويل المدى، فإن المهمة المزدوجة للدولة، و التي تتمثل في الاستثمارات العامة و ضبط أوضاع البيئة الاقتصادية، تتوجب الحد من الضعف الهيكلية بتحسين جاذبية الاستثمارات الخاصة في البنية التحتية وهو ميدان "صيد" صناديق رأس المال الاستثماري المختصة في تمويل مشروعات البنية التحتية، التي تعتبر أيضا من أهم آليات الشراكة التمويلية التي تلجأ إليها الحكومات للتمويل متوسط و طويل المدى.

يهدف هذا البحث إلى دراسة إمكانية الاعتماد على صناديق رأس المال الاستثماري في تمويل مشاريع البنية التحتية في ظل الشراكة بين القطاعين العام و الخاص.

قسم هذا البحث إلى ثلاثة محاور رئيسية. بعد تقديم الإطار النظري للأدبيات الخاصة برأس المال الاستثماري، يهتم المحور الثاني بالأهمية الاقتصادية لصناديق رأس المال الاستثماري بالنسبة لمشاريع البنية التحتية. وسيقدم في المحور الثالث شرح تفصيلي عن طريقة تمويل صناديق رأس المال الاستثماري لمشاريع البنية التحتية.

1. أساليب تمويل مشاريع البنية التحتية: شركات رأس المال الاستثماري كبديل

لقد توقفت مشاريع كبرى بسبب نقص التمويل بعد انهيار أسعار النفط في السنوات الأخيرة. بالإضافة إلى أن معدل تجديد و وصيانة البنية التحتية في مستوى حرج. ونظرا للقيود على ميزانياتها، تتوجه الحكومات إلى الشراكة مع القطاع الخاص لتمويل وإدارة البنية التحتية العامة، و ذلك من خلال خطتين أساسيتين كحل لنقص الموارد العامة المخصصة لها:

- الامتياز: يتم إعطاء القطاع الخاص لبناء وتمويل وتشغيل البنية التحتية. إيراداتها تأتي من المستخدمين للبنية التحتية.
- الشراكة بين القطاعين العام والخاص (PPP) أو توفير الاتفاق الشامل للمرافق العامة: القطاع الخاص هو المسؤول عن تصميم وبناء وتمويل وصيانة البنية التحتية. تتكون إيراداتها من مخصصات الرسوم المدفوعة من قبل الطرف العام المتعاقد.

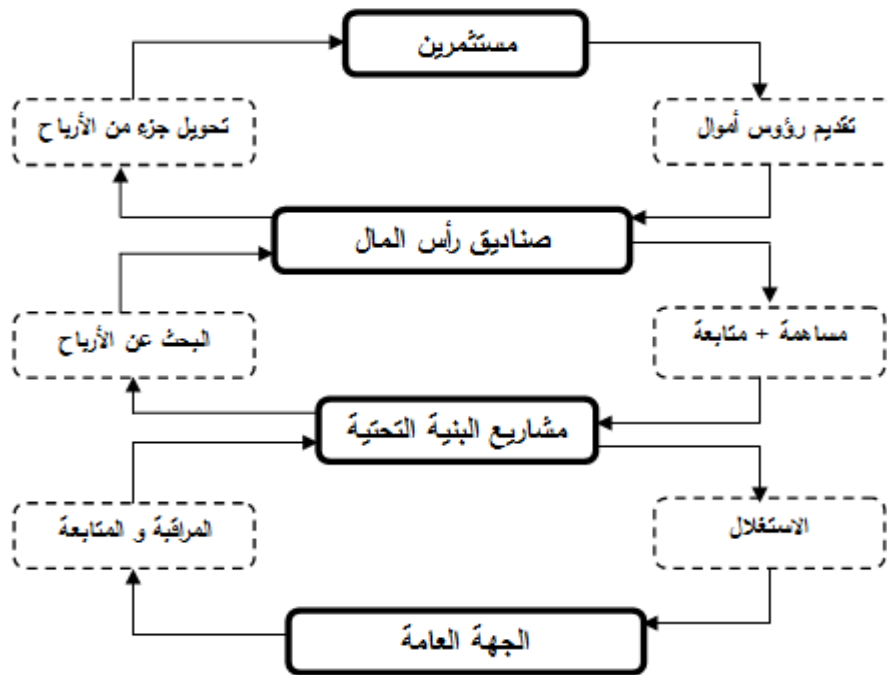
في حين كان التمويل حتى وقت قريب في معظمها من القطاع المصرفي (الديون) وشركات خاصة (استثمار رأس المال)، من المتوقع أن تلعب مؤسسات رأس المال الاستثماري دورا متزايدا في مجال تمويل مشاريع البنية التحتية. حيث تمثل صناديق رأس المال الاستثماري المتخصصة في الاستثمار في مشاريع البنية التحتية حلا مناسب تماما. إن الاستثمار وإدارة الأصول "البنية التحتية" تتطلب مهارات محددة نجدها مجتمعة في شركات إدارة متخصصة في هذه الفئة من الأصول. وتمكن هذه المهارات في هيكله العمليات، تحليل المخاطر الكامنة المرتبطة بالمشروع (الفنية والمالية والقانونية والتنظيمية والاقتصادية، ...) ومتابعة اتخاذ القرارات المناسبة فيما يتعلق بالمشاكل التي يمكن أن تظهر عند استعمال البنية التحتية.

ويتجلى هذا الاهتمام بفئة الأصول "البنية التحتية" في ظهور صناديق لديها استراتيجيات استثمارية متنوعة من حيث الموقع الجغرافي، القطاع، وطبيعة التمويل أو أنواع الأصول.

و تعد صناديق رأس المال الاستثماري أحد وسائل الوساطة المالية حيث تقوم بجمع الأموال من المستثمرين الأفراد أو المؤسسات و استثمارها في مشاريع البنية التحتية والتي قد يرتفع معدل مخاطرها، و تكون ذات إمكانيات نمو و ربحية مرتفعة، و لا تكتفي بتقديم الأموال فحسب بل تقوم بمتابعة استثماراتها عن طرق تقديم الدعم المالي والفني والإداري لهذه المشاريع. ولا يقتصر دورها على تمويل مرحلة الإنشاء فحسب بل يمتد أيضا إلى مرحلة التجديد، و الصيانة¹. ويمكن تقسيم هذه الصناديق إلى نوعين رئيسيين²:

- صناديق مستقلة، تقوم بجمع رؤوس الأموال لدى المستثمرين المحتملين، معتمدة على شهرتها وتخصصها وخبرتها.
 - صناديق تابعة، وهي فروع لمؤسسات مالية أو صناعية أخرى تؤسسها وتوفر رأس المال اللازم لها.
- إن معادلة هذه الشركات تقوم على (تكنولوجيا متقدمة- مخاطر كبيرة- أرباح واعدة)، ومن ثم يلزم لنجاح هذه الصناديق تقديم المشاركة المطلوبة مدة الاستثمار، و التي يمكن أن تتراوح غالبا بين ثلاث سنوات إلى سبع سنوات، و هي المدة التي تلزم المشروع المستثمر فيه لاسترجاع رؤوس الأموال المستثمرة و الدخول في مرحلة الربحية أو إدراج أسهمه في البورصة حسب المشروع والقطاع الاقتصادي المستثمر فيهما و ذلك لضمان الأرباح، وتسير صناديق رأس المال الاستثماري على قليل من التدخل مع نجاح المشاريع الممولة ، وكثير من التدخل مع وجود مشاكل وصعوبات.
- وهكذا فالأساس الذي يقوم عليه نشاط صناديق رأس المال الاستثماري هو قيامها على مبدأ المشاركة في الأرباح والخسائر وهو ما يوضحه الشكل الموالي:

الشكل (01) مبدأ عمل صناديق رأس المال الاستثماري



المصدر: من إعداد الباحثين

يبين الشكل السابق مبدأ عمل صناديق رأس المال الاستثماري حيث يقدم المستثمر رؤوس الأموال لمؤسسة رأس المال الاستثماري و تقوم هذه الأخيرة باستثمارها في مشاريع البنية التحتية بشكل مساهمات في رأس المال و تقوم بمتابعة لاستثمارها عن طرق تقديم الدعم المالي والفني والإداري و ذلك لتنمية المشروع و تحقيق الأرباح التي يحول جزء منها للمستثمر.³

2. مفهوم التمويل برأس المال الاستثماري و أهميته الاقتصادية

يتطرق هذا المحور بالخصوص إلى مفهوم رأس المال الاستثماري كآلية للتمويل و إلى أهميته الاقتصادية بالنسبة لمشاريع البنية التحتية.

1.2. مفهوم التمويل برأس المال الاستثماري

هو عبارة عن أسلوب أو تقنية لتمويل المشاريع الاقتصادية، بواسطة صناديق تدعى مؤسسات رأس المال الاستثماري، وهذه الأخيرة لا تقوم على رؤوس أموال في صورة قروض كما هو الحال في التمويل المصرفي بل تقوم على أساس المشاركة، حيث يقوم المشارك بتمويل المشاريع من دون ضمان العائد ولا مبلغه، وبذلك فهو يخاطر بأمواله، ولهذا فهي تساعد أكثر مشاريع البنية التحتية التي تواجه صعوبات في هذا المجال، حيث أن النظام المصرفي يرفض منحها القروض نظرا لعدم توفر الضمانات.⁴

و في هذه التقنية يتحمل المخاطر (المستثمرين) كلياً أو جزئياً الخسارة في حالة فشل المشروع، ومن أجل تخفيف حدة المخاطر، فإن المستثمرين لا يكتفون بتقديم الأموال فحسب بل يساهمون في إدارة المشروع بما يحقق تطوره ونجاحه⁵. و قد عرفت الجمعية الأوربية لرأس المال المخاطر (EVCA)⁶ بأنه كل رأسمال يوظف بواسطة وسيط مالي متخصص في مشروعات خاصة ذات مخاطر مرتفعة، تتميز باحتمال نمو لكنها لا تتضمن في الحال يقينا بالحصول على دخل، أو التأكد من استرداد رأس المال في التاريخ المحدد (وذلك هو مصدر المخاطر)، أملاً في الحصول على فائض قيمة مرتفع في المستقبل البعيد نسبياً، حال بيع حصة هذه المشاريع أو استغلالها بعد عدة سنوات.⁷

ويعرف أصحاب الاختصاص نشاط رأس المال الاستثماري على أنه " تقنية أو وسيلة تمويلية خاصة، والتي لا يتوقف دورها على توفير الأموال، ولكن تقوم أيضاً بتوفير مساعدة في تسيير المشاريع التي تكون في مختلف مراحل التوسع والنمو^{8,9,10} ". و يعتبر رأس المال الاستثماري أسلوباً من أساليب التمويل لكن بتقنية وصيغة خاصة، فهو يجمع بين تقديم رؤوس الأموال وتقديم المساعدة في إدارة المشروع مما يحقق تطوره، ويمثل صورة من صور الوساطة المالية من خلال رؤوس الأموال التي يرغب أصحابها سواء كانوا أفراد أو مؤسسات (بنوك، شركات تأمين، مؤسسات عامة، مؤسسات خاصة) باستثمارها بمخاطر مرتفعة مع توقع تحقيق عائد مرتفع، قد يصل في بعض البلدان كالولايات المتحدة الأمريكية من 30 % إلى 40 %¹¹.

2.2. الأهمية الاقتصادية لصناديق رأس المال الاستثماري بالنسبة لمشاريع البنية التحتية:

- إن صناديق رأس المال الاستثماري تحمل نموذجاً جديداً لتمويل مشاريع البنية التحتية فهو أكثر فعالية من النموذج الكلاسيكي للتسيير، والذي يمثل مصدر آمن لرؤوس الأموال حيث يساهم في¹²:
- مواجهة الاحتياجات الخاصة بالتمويل الاستثماري لمشاريع البنية التحتية.
 - تعتبر بديلاً تمويلياً في حالة ضعف السوق المالي وعدم قدرة الدولة على إصدار سندات وطرحها للاكتتاب.
 - يسمح رأس المال الاستثماري من الاستفادة من مستثمرين جادين ذوو خبرة في التسيير والاستثمار و تكون علاقاتهم وأهدافهم مبنية على أهداف واضحة وصارمة.
 - يسمح رأس المال الاستثماري من الاستفادة من مسؤولين أكثر ارتباطاً لأنهم يستثمرون رؤوس أموالهم و أكثر كفاءة لامتلاكهم الخبرة اللازمة في مجالات استثمارهم.
 - و أكثر من هذا فإن رأس المال الاستثماري يعتبر من أهم مصادر تمويل المشاريع العاملة في مجالات خاصة، كما أنه من أهم وسائل النمو و إنشاء مؤسسات الشراكة العامة و الخاصة.
 - رأس المال الاستثماري بديل حقيقي للقطاع البنكي الذي بدأ يتنازل عن تمويل مشاريع البنية التحتية وذلك لتجنب مخاطر تمويلها خاصة في المراحل الأولى من إنشائها.
 - توفير التمويل لمشاريع البنية التحتية التي تعتبر عالية المخاطر والتي تتوافر لديها إمكانيات نمو وعائد مرتفع، وبذلك فإن رأس المال الاستثماري هو طريقة لتمويل هذه المشاريع غير القادرة على تدبير الأموال من إصدارات الأسهم العامة أو

أسواق الدين عادة بسبب المخاطر العالية المرتبطة بها، وهذه الاستثمارات هي لآجال طويلة وغير سائلة وذات مخاطر عالية لكن بعوائد مرتفعة نسبياً¹³.

- إن صناديق رأس المال الاستثماري كمؤسسات مساهمة في مشاريع البنية التحتية ، لا تستفيد من ضمانات كبيرة مقابل تدخلها بالتمويل، أو مقابل مساهمتها في التأطير، ولا تكون أموالها مستحقة أو واجبة الأداء إذا أصبحت الأوضاع المالية للمشروع لا تسمح بذلك، باعتبار أن الأموال التي تضخها الصناديق مساهمات وليس قروضا.
- و بالنظر إلى المخاطر الكبيرة التي تمثلها في مثل هكذا مشايخ، فإن صناديق رأس المال الاستثماري لا تأخذ بعين الاعتبار إلا المشاريع التي يمكن أن تحقق عوائد عالية نسبياً.
- غالباً ما تكون صناديق رأس المال الاستثماري شركاء ماليين ذات مسؤولية محدودة تملك قسماً من الأسهم، تاركة لمسيرى المشاريع حرية تسيير شؤونها، وغالباً ما يكون العقد مبني على ذلك.
- إن صناديق رأس المال الاستثماري تهدف إلى إعادة بيع كل حصتها من الأسهم وقليلاً ما تقوم بإعادة بيع جزء صغير فقط منها، وتكون مدة المساهمة على المدى المتوسط و الطويل، وذلك في بلدان منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية (OCDE)¹⁴.
- إن المقابل الأساسي لصناديق رأس المال الاستثماري يكون على شكل أرباح وتكون بعد إعادة بيع حصة الأسهم ويسمى ذلك بعملية الخروج، لكن هذه المؤسسة تحصل على أرباح دورية على شكل عوائد الأسهم أو أقساط مالية، وذلك عندما تكون ظروف الخروج صعبة نسبياً¹⁵.
- التوجيه وبطريقة ذكية لرؤوس أموال المؤسسات المالية والمستثمرين الماليين بصفة عامة إلى المشاريع المحتاجة ماليا والتي تكون نسبة عوائدها مرتفعة نسبياً.
- ومن ناحية أخرى وبعبارة عن الموارد المالية التي توفرها مؤسسات رأس المال الاستثماري ، نجد أنها توفر أيضاً خدمات أخرى مرتبطة بسياساتها وإمكانياتها. ومن أهم هذه الخدمات ما يلي¹⁶:
- تحسين خدمات التسويق
- التأطير الاستراتيجي للمشاريع.
- توطيد العلاقة مع المتعاملين والزبائن والموردين و مع المؤسسات المالية الأخرى.
- الدعم الفني والإداري فيما يخص التسيير المحاسبي والمالي للمشاريع.
- إن دور صناديق رأس المال الاستثماري لا يتوقف على كونها مصدر للتمويل، ولكنها تعتبر الشريك الحيوي، حيث تقوم بوظيفة التوجيه والمشاركة في اتخاذ القرارات والتسيير، ولكن بصفة نسبية من مشروع إلى آخرى.
- إن نشاط الصناديق موجه نحو المشاريع ذات العوائد الهامة ولهذا تكون قرارات الاستثمار مرتبطة بشكل كبير بالجانب الكيفي والفني، وكذا بالجانب الكمي.

إن دور صناديق رأس المال الاستثماري في دعم النمو الاقتصادي يأتي من خلال تمويل مشاريع البنية التحتية، و تأتي الحاجة إلى هذا القطاع في وقت تسعى الدول لتفعيل اقتصادياتها وخلق فرص جديدة تتناسب مع التحديات الجديدة لهذه البلدان. و تلعب صناديق رأس المال الاستثماري دورا فعالا في التحول الاقتصادي موفرة فرصا فريدة لكل من المستثمرين والممولين مثل البنوك، المؤسسات الصغيرة و المتوسطة، والمستثمرون التي ترغب في الاستثمار في مشاريع البنية التحتية . والنتيجة التي يمكن استخراجها بعد عدة قراءات، هي أنه وبعكس النشاط البنكي التقليدي الذي يبحث ويشترط ضمانات حقيقة وذلك لضمان رجوع أمواله (قروضه) في تاريخ الاستحقاق، فإن المستثمر في صناديق رأس المال الاستثماري يجب عليه أن يكون كشريك في الاستثمار و الذي يتقاسم فيه مخاطر الإنشاء و التشغيل في حالة نجاح الاستثمار.

3. طريقة عمل رأس المال الاستثماري

في مرحلة أولى من نشاط صندوق رأس المال الاستثماري، تقوم بتجميع الموارد المالية، وهنا تظهر قدرته ومهارته في جمع الموارد واجتذاب المستثمرين، وبعدها تبدأ الصفقة بإبداء الجهة العامة رغبتها في التمويل بالشراكة مع صندوق رأس المال الاستثماري، فيقوم هذا الأخير بدراستها فنيا وتجاريا على المدى الطويل وذلك بعناية كبيرة، وقد تستغرق هذه العملية في المتوسط عدة شهور¹⁷.

وما أن يتم اعتماد المشروع للاستثمار فيه، حتى يبادر صندوق رأس المال الاستثماري إلى مراقبة ودعم المشاريع المختارة، ويستمر في تملك حصص حتى يكتمل المشروع و يبدأ الاستغلال و تحقيق الأرباح ويستعيد المستثمرون في صندوق رأس المال الاستثماري رؤوس أموالهم بالإضافة إلى الأرباح¹⁸.

1.3. إجراءات الاختيار

يقوم صندوق رأس المال الاستثماري بمراجعة أولية للعروض التي تتلقاها من طرف المشاريع الراغبة في الشراكة و ذلك لتحديد ما إذا كان يتطابق مع معايير استثماره. ولدى صناديق رأس المال الاستثماري عدة مقاربات وخيارات لتحديد نوع المشاريع التي يمكن لهم الاستثمار فيها، استنادا إلى موقع المشاريع، وحجم المشاريع وهيكلتها، و نوع المشاريع، ومدى تدخل صناديق رأس المال الاستثماري في تسيير المشاريع.

إن صناديق رأس المال الاستثماري تتلقى سنويا العديد من عروض التمويل، بالرغم من ذلك، فإن عددا قليلا من هذه العروض يتم قبوله، وتتضمن عملية الاختيار استعمال بعض المعايير العلمية التي تتوافق مع أهداف صناديق رأس المال الاستثماري وكذلك مع أهداف المشاريع، حيث يتم دراسة العروض بدقة فائقة بهدف اتخاذ قرار الاستثمار و تمويل المشاريع من عدمه¹⁹.

بعد أن يتم اختيار المشاريع التي سيتم تمويلها، يجتمع صندوق رأس المال بالجهة العامة الراغبة في التمويل من أجل مراجعة خططها الاستثمارية والقيام بالتحقق من جدواها وأهدافها، ويوفر هذا اللقاء للجهة العامة الراغبة في التمويل الفرصة كي تستعرض مدى إلمامها وقدرتها على تحقيق الإستراتيجيات المرسومة في الخطة، بينما يفحص صندوق رأس المال الاستثماري بعناية المهارات الوظيفية ومؤهلات فريق عمل الجهة العامة الراغبة في التمويل.

بالإضافة إلى الشرط الأساسي بأن تكون للمشروع إمكانيات عوائد كبيرة، تبحث صناديق رأس المال الاستثماري أيضاً عن اتفاق مرض يؤمن العوائد المالية لأصحاب رؤوس الأموال في أوانها باعتبارها الوسيط المالي بينهم، حيث أن الاستثمار في مشاريع البنية التحتية قد يدوم عدة سنوات، وفي أغلب الأحيان لا تتحقق عوائد مالية كما خطط له، و على هذا ينبغي على صناديق رأس المال الاستثماري أن تدرس بعناية المشاريع ذات الإمكانيات الاستثمارية قبل أن تستثمر فيها و أهم معايير الاختيار والتدقيق هي²⁰:

- العقبات التي تقابلها، و المخاطر المتصلة بأفكار و بمقترحات الجهة العامة الراغبة في التمويل و خطط تطورها و إستراتيجية عملها.
- المحيط الذي يتم فيه المشروع، و كفاءة فريق الإدارة و التكنولوجيا المستخدمة، و حجم التمويل المطلوب وكذا المرحلة المطلوبة للتمويل.

إن إدارة المخاطر عملية هامة بالنسبة لصناديق رأس المال الاستثماري وللمشاريع البنية التحتية على حد سواء، مثل: مخاطر الإدارة ومخاطر قلة التجربة ومخاطر قابلية النجاح، و تدل مخاطر السوق على درجة الشك المرتبط بالقدرة على الحفاظ على ميزة تنافسية بسبب عوامل بيئية؛ وهي تتضمن مخاطر بطلان الاستعمال الفني والمنافسين والمنتجات والخدمات التي تحل محل غيرها وتغير الطلب أو جاذبية السوق، من جهة أخرى، تتضمن المخاطر الإدارية عدم الأمانة، والبحث عن المصلحة الذاتية للمدى القصير، وعدم وضوح البنود التعاقدية، وعدم تحقيق الأهداف الربحية.

2.3. مقاييس المرافقة والتوجيه

إن الهدف الرئيسي للمراقبة هو التقليل من احتمالات الخسارة المستقبلية، واستباق احتمالات وقوع النزاع بين صناديق رأس المال الاستثماري من جهة و المشاريع الراغبة في التمويل من جهة أخرى، ويمكن للطرفين على حد سواء أن يراقبا الشركة، ولا تقوم صناديق رأس المال الاستثماري بمراقبة يومية، ولكن من خلال مقاعدهم في مجلس الإدارة يقدمون التوجيه والدعم والنصائح، ضمن نطاق المسائل الفنية والإدارية، من أجل تقدم المشروع و تطوير قدرته²¹.

بما أن صناديق رأس المال الاستثماري لا تستطيع استرجاع أموالها إلا في نهاية برنامج الاستثمار، فإنه من الضروري القيام بتحليل معين لإمكانيات مشاريع البنية التحتية، ما يسهل مراقبة هذه الأخيرة.

ولكي ينجح نظام المرافقة والتوجيه مع ضمان تسيير أعمال المشروع في أحسن الظروف، يجب تأمين الحصول والتمكن وبشكل مستمر ودائم من المعلومات الكمية والكيفية التي تشمل النقاط التالية²²:

- النمط الإداري في المشروع.
- الحالة المالية الكاملة للمشروع.
- تحليل الفرق بين التنبأت والإنجازات.
- وضعية السوق.
- الإستراتيجية المتبعة من طرف الجهتين على المدى القصير و المتوسط و الطويل.

3.3. اتفاق الاستثمار بين صندوق رأس المال الاستثماري و الجهة العامة الممولة

يؤدي الاتفاق على بنود الاستثمار والإدارة إلى إبرام مذكرة تفاهم بين صندوق رأس المال الاستثماري و الجهة العامة الممولة، و بعد الموافقة عليه، يتم إعداد الوثائق القانونية، والتي تتضمن معاينة شاملة وكشفا شاملا عن كل المعلومات المتعلقة بالمشروع²³.

يتم عقد الاتفاق القانوني بين صندوق رأس المال الاستثماري و الجهة العامة الممولة، و الذي يجب أن يحتوي على حقوق وواجبات كل طرف.²⁴

تتمثل المراحل الأساسية التي تشملها إجراءات التمويل التي يقوم بها صندوق رأس المال الاستثماري بعد قبول تمويل مشروع البنية التحتية فيما يلي:

- الموافقة الأولية على التمويل المدعم بخطة المشروع.
- الإمضاء على عقد الاتفاق، والغرض منه هو تأكيد إرادة الطرفين لإقامة شراكة بينهما، والتي توضح الخطوات التمهيدية لبدء المشروع، أو خطة التمويل في حالة تمويل مشروع قائم وذلك بتوضيح بعض الشروط الأولية (الموقع، تقييم الاستثمار، إعداد مخطط الأعمال... إلخ).
- وبعد إعداد الملف يحال للدراسة الفنية من طرف اللجنة المختصة في مؤسسة رأس المال الاستثماري.
- بعد الموافقة النهائية التي تصدرها اللجنة الفنية التابعة لمؤسسة رأس المال الاستثماري، يمضي الطرفين على عقد المساهمة الذي ينص على شروط و كيفية التدخل وشروط خروج مؤسسة رأس المال الاستثماري والذي يتضمن الاتفاق على النقاط التالية:

✓ إدارة المشروع وتعيين مراقب الحسابات.

✓ خروج صندوق رأس المال الاستثماري وكيفية تقييم الخروج.

✓ توزيع أرباح الأسهم.

- بعد إتمام هذه الخطوات تبدأ الإجراءات القانونية والإدارية لبدء المشروع و التمويل (إقرار المناصب، نوع الشراكة، الإجراءات الإدارية، و تقديم رؤوس الأموال...).

4.3. آليات الخروج

تعتبر هذه المرحلة هي الأخيرة في مراحل الاستثمار في رأس المال الاستثماري، ويعتبر الخروج المثالي من هذه الشراكة هو قيام صندوق رأس المال الاستثماري بإعادة بيع حصتها من الأسهم مع تحقيق نسبة أرباح معتبرة²⁵.

ما إن يتم مشروع البنية التحتية و يبدأ الاستغلال ويدر إيرادات كافية، حتى يسعى صندوق رأس المال الاستثماري، على وجه الخصوص، إلى الخروج من الشراكة وتحقيق أرباح رأسمالية على المال المستثمر. و توجد عدة طرق لتحقيق ذلك، حسب حجم المشروع والوضع المالي، وتتم من خلال خروج جزئي أو كامل من المشروع، ويجب أن تأخذ استراتيجيات الخروج بعين الاعتبار مبكرا منذ بدء الشراكة، وفيما يلي أكثر الاستراتيجيات استخداما²⁶:

1.4.3. الإستراتيجية الأولى: حيث يتم بيع جزء أو كامل حصة الأسهم المملوكة لصندوق رأس المال الاستثماري لمؤسسة قائمة، أو مستثمر أكبر، يمكن أن يكون صندوق رأس المال الاستثماري آخر، أو الدمج مع صندوق آخر حسب الاتفاق المبرم مع الجهة العامة الممولة.

2.4.3. الإستراتيجية الثانية: حيث يتم بيع جزء أو كامل حصة الأسهم المملوكة لصندوق رأس المال الاستثماري للطرف العام أو من خلال طرح الأسهم للاكتتاب العام للمرة الأولى. و يمكن لهاتين الإستراتيجيتين أن تنمى على التوالي، بأن تحدث الإستراتيجية الأولى وتسبقها الإستراتيجية الثانية أو بالعكس.

27

3.4.3. الإستراتيجية الثالثة: يتم حسب الاتفاق الأولي منح امتياز لصندوق رأس المال الاستثماري يمكنه من تشغيل البنية التحتية و صيانتها. و تأتي إيراداته من المستخدمين للبنية التحتية و من مخصصات الرسوم المدفوعة من قبل الطرف العام المتعاقد.

الخاتمة

لا شك أنه حينما تجرى المفاضلة بين اقتصاد الاستدانة واقتصاد المساهمة يتفوق هذا الأخير، على اعتبار أنه يحقق تمويلاً مجانياً بعكس اقتصاد الاستدانة الذي يستتبع سداداً وأعباء أخرى.

لقد تبين من خلال هذه البحث المراحل المختلفة لتمويل مشاريع البنية التحتية عن طريق صناديق رأس المال الاستثماري ومدى الاستجابة لحاجاتها التمويلية .

كما أن نشاط رأس المال الاستثماري يعبر عن الوجه المقابل لاقتصاد الاستدانة، لأنها تزود مشاريع البنية التحتية برؤوس أموال تندمج في رؤوس أموالها بدون فوائد و بدون ضمان العائد.

إن لنشاط رأس المال الاستثماري أهمية كبيرة بالنسبة لمشاريع البنية التحتية بشكل خاص حيث انه يعد تقنية تمويلية بديلة مختصة و موجهة بصفة أساسية لتمويلها و تدعيمها تقنيا و إداريا و للاقتصاد الوطني بشكل عام، لأنه يساهم في التنمية الاقتصادية.

إن عملية تمويل مشاريع البنية التحتية عن طريق صناديق رأس المال الاستثماري تتم عبر ثلاث مراحل، في المرحلة الأولى ، تقوم مؤسسة رأس المال الاستثماري بدراسة عروض التمويل المقدمة لها و بعد ذلك تقوم بتحديد شكل و كيفية تدخلها، وكمحلة أخيرة، تقوم صناديق رأس المال الاستثماري بالخروج من مشاريع البنية التحتية الممولة و ذلك بإتباع آليات مختلفة .

التهميش و المراجع

¹ LACHMAN J, *Op Cit*, p 18.

² عبد الباسط وفا، مؤسسة رأس المال المخاطر ودورها في تدعيم المشروعات الناشئة. كلية الحقوق. جامعة حلوان. مصر. 2006. ص 53

³ اللجنة الاقتصادية والاجتماعية لغربي آسيا (الإسكوا)، الموارد المالية، ورأس المال المخاطر، و ريادة الأعمال في تكنولوجيا المعلومات والاتصالات، الأمم المتحدة، نيويورك، 2007، ص 42.

- ⁴ بريس السعيد، رأس المال المخاطر بديل مستحدث لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، مجلة الباحث عدد 05، الجزائر، 2007، ص 09.
- ⁵ BOUATOUTA K E, Le capital investissement capital risque enjeux et perspective, Edition GAL, Algérie, 2005, p 35.
- ⁶ European Private Equity and Venture Capital Association
- ⁷ DEMARIA C ,Introduction au Private Equity, édition Revue Banque, 2e édition, 2008.p 15.
- ⁸ LACHMAN J, Capital- risque et capital investissement, Economica. Paris.1999,p 10
- ⁹ MOUGENOT G, Tout-Savoir sur le Capital Risque, Edition City Et York, 4eme Edition, 2007, p 24
- ¹⁰ ROBIN P, Innovation et capital risque,(AFIC) ,7 mai 2008, p 45
- ¹¹ Autorité des marchés financiers,(AMF), Capital investissement : les fonds communs de placement à risques destinés au grand public, Paris, Octobre 2009, p 3
- ¹² PIOTET D, **Etat des lieux et perspectives du capital-risque**, l'atelier études, 2002, p 30.
- ¹³ BARBIER A, Capital **risque, capital investissement et formation a l'entrepreneuriat**, Université de la Réunion, 2002, p 224
- ¹⁴ GLACHANT J et al, *Op Cit*, p 24.
- ¹⁵ RANSON O, **Capital développement: le guide des solutions de sortie**, Loire Offset Plus, France, 2007, p .10
- ¹⁶ BARBIER A, *Op. Cit.* p 225.
- ¹⁷ SABAH G, Guide pratique du Capital Développement, AFIC, France, 2005, p8.
- ¹⁸ اللجنة الاقتصادية و الاجتماعية لغربي آسيا (الاسكوا)، المرجع السابق، ص 50.
- ¹⁹ المرجع السابق، ص 51 .
- ²⁰ المرجع السابق، ص 51
- ²¹ المرجع السابق، ص 52
- ²² BOUYAHIAUI N, Venture capitaliste and incubateur. ISGP. Alger. 2004. p 34.
- ²³ SABAH G, *Op Cit*, p.12 .
- ²⁴ BOUATOUTA K E, *Op Cit*, p. 61.
- ²⁵ WRIGHT M., Le capital-investissement, Revue française de gestion 2002/5, n° 141, p 297.
- ²⁶ اللجنة الاقتصادية و الاجتماعية لغربي آسيا (الاسكوا)، المرجع السابق، ص 56.
- ²⁷ GLACHANT J et al, *Op. Cit.* , p38.