

شركة رأس المال المخاطر: رؤية شرعية، قانونية واقتصادية

د. رفيق مزاهدية

د. عبد الله بلعبيدي

ملخص:

يستأثر كل من رأس المال والمخاطرة بحيز معتبر من الاهتمام في النظرية الاقتصادية ونظرية العقد والالتزام. إذ تترتب عنهما آثار قانونية واقتصادية تستوجب النظر فيها بالعين القانونية والاقتصادية. وخلال السنوات الأخيرة ارتبطت بهذين العاملين شركة تدعى شركة رأس المال المخاطر. لذا شكل هذا البحث محاولة لاستقراء إطار هذه الشركة من حيث مفهومها وأهميتها، وخصوصيتها وإطارها القانوني، وآلية عملها وواقعها في البيئة الجزائرية. وتوصل البحث إلى عدة نتائج في مقدمتها: التأكيد على أهمية هذا النوع التمويلي في الاقتصاديات المعاصرة وخصوصيته في دعم المشاريع ذات الروح الإبداعية؛ وأن حاجته إلى إطار قانوني لكي ينمو ويزدهر كحاجة البذرة للماء والفكرة للمال؛ ثم إن نجاح هذه الصناعة قد أعطى بصيص أمل لدعاة التقريب الفقهي لتعميمها على صيغ التمويل الإسلامي تحت غطاء شركة العنان الإسلامية، وبالنسبة لحالة الجزائر، فرغم مبادرة السلطات لتبني هذا التمويل مبكرا إلا أن الواقع يكشف عن ضعف تأثيرها في الساحة الاقتصادية، ومعاناتها من معوقات قانونية واقتصادية وثقافية حالت دون انطلاقها وانتشارها. وسط استمرار لهيمنة التمويل البنكي القائم على الاستدانة.

الكلمات المفتاحية: شركة رأس المال المخاطر، الجوانب القانونية، المراحل التمويلية، المشاريع الإبداعية، شركة العنان، الجزائر.

Abstract:

Capital and risk has a considerable amount of attention in economic theory and the theory of contract and commitment. They entail many legal and economic implications which require a sight from the point of view of the jurist and economist. During the recent years, these two factors have been associated with a company called venture- capital company. So, this research is an attempt to extrapolate the framework of this company in terms of its concept, importance, particularity, legal framework, mechanism of action and its reality in the Algerian environment. The research found several results including: the huge importance of this funding type in the contemporary economies and its particularities in support of the creative projects.

Therefore, it needs a legal framework in order to grow and prosper as the need of seed for water and the idea for money. Moreover, the success of this industry has given a glimmer of hope to idiosyncratic rounding advocates to popularize it on financing Islamic modes under the Islamic unleashed company (ie. Alaanan company) cover. in the case of Algeria, Although the authorities adopted this financing early, but the reality reveals the weakness of



its impact in the economic field, and it suffers of the legal, economic and cultural impediments, which prevented it from launching and spreading, In light of the continued dominance of banking finance based on debt.

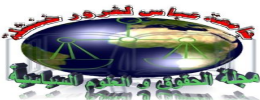
Key Words: Venture-capital Company, Lagal Aspects, Financing Stages, Creative Projects, Alaanan Company, Algeria Case.

مقدمة:

إلى وقت ما، ساهم نظام التمويل البنكي القائم على القروض الربوية في تمويل الدورة الاقتصادية والتشغيلية للمشاريع. مواجهها أعباءها المتزايدة، وتعقيداتها الكثيرة، بيد أن جمودية هذا النظام الذي يقوم على الضمانات والتعامل السلبي مع أصحاب المشاريع، وإحجامه عن منح القروض للمشاريع الصغيرة الخطرة، لم يعد قادر على مسايرة إفرزات المرحلة، ما مهد لبروز بدائل تمويلية جديد تستجيب للتحويلات الاقتصادية ومتطلباتها الراهنة. وكان من بين ذلك إنشاء شركات رأس المال المخاطر. وهي أداة تمويلية واستثمارية نشأت وتطورت في الولايات المتحدة في خمسينيات القرن العشرين وبعض دول غرب أوروبا ثم انتشرت إلى باقي الدول. وبرزت هذه التقنية كآلية لتمويل ودعم المشاريع الناشئة والصغيرة ذات المخاطر العالية والأفكار الإبداعية، مشاركة المنظمين المبادرين ملكية المشروع وإدارته، وتقاسم مخاطره وأرباحه، معيدة بذلك النظر في المقولة الرأسمالية: "الرأسمال جبان." ومنذ مرور نصف قرن عن ظهورها، أدت هذه الكيانات الاستثمارية خدمات جليلة للبشرية لم يستطع التمويل البنكي التقليدي إنجازها طيلة 200 سنة، فأيقونات الصناعة التكنولوجية المعاصرة، مثل: ياهو، ماكنتوش، مايكروسوفت، وغيرها لتدين اليوم بالفضل في نشوئها لهذه الهندسة التمويلية الثورية.

ومثلما كان علم القانون سندا لعلم الاقتصاد والتمويل وتطوره، وكان لكل واقعة اقتصادية قاعدة قانونية تقننها، بادرت النظم والقوانين الوضعية منذ اللحظة الأولى بوضع الأطر القانونية الكفيلة بتقنين نشاط شركات رأس المال المخاطر في بيئتها الأولى (الدول المتطورة)، وضبط شكلها القانوني والمؤسساتي، وكيفيات إنشائها وسيرها وشروط استفادتها من التحفيزات الجبائية، بما يضمن حقوق أطراف المصلحة في الشركات الممولة، من المخاطرين برأس المال، والمبادرين أصحاب المشاريع، إذ لا تقل هذه المهمة الحساسة أهمية عن إنتاج الأفكار الإبداعية، وتأسيس الشركة وتمويلها ورعايتها عبر كل مراحلها الاستثمارية حتى تصبح مصدرا لإنتاج الثروة.

وعلى هذا النحو، سارت المصرفية الإسلامية، حيث أسهب الفقهاء ورجال الدين والأصوليون في البحث عن عوامل التباين ونقاط التشابه بين شركة رأس المال المخاطر المعاصرة



وعقود الشركات الشرعية، وكان الأمل معقودا على إيجاد تكييفات فقهية لهذه الشركة. لذا فقد تلون الاجتهاد الفقهي في هذا الإطار بآراء فريقين متنازعين، أحدهما يرى لا طائل من الأخذ بها، والآخر يصبو إلى التقرب منها والاستفادة من مزاياها بعد تنقيتها من التطبيقات غير المتفقة مع النظرية الإسلامية في التمويل والاستثمار.

ولم تكن البيئة التمويلية والاستثمارية الجزائرية بمنأى عن هذه التطورات، فمع إعلان الحكومة التوجه نحو اقتصاد السوق بداية التسعينيات، قامت أول شركة مخاطرة جزائرية ضمن إطار "شركة الرأسمال الاستثماري". غير أن هذه الشركة ومثيلاتها قد قدر لها أن تنشط في ظل فراغ قانوني وتعقيدات جبائية لا حصر لها لمدة قاربت 15 سنة، قبل أن يبادر المشرع في سنة 2006 لإصدار أول قانون ينظم المهنة ويقنن نشاطها وكيفيات تسييرها. وفي ضوء هذه التوطئة، يمكن طرح الإشكالية التالية: ما مدى فعالية رأس المال المخاطر في تمويل المشاريع الناشئة وخاصة المبتكرة منها؟ وتتفرع عن هذه الإشكالية الرئيسية عدة تساؤلات فرعية نذكر منها :

ما هي خصوصية هذا التمويل، وكيف تعاطت معه القوانين والنظم، وإلى أي مدى يمكن تعميم هذا النموذج التمويلي على المصرفية الإسلامية، وما هو واقع ممارسة هذه الصناعة في البيئة الجزائرية، وما هي مضامين النصوص القانونية المنظمة لهذه الصناعة، وهل ساهمت النصوص القانونية في تسهيل إجراءات رأس المال المخاطر وترقية نشاطه أم زادت في درجة تعقيده؟

للإجابة عن هذه الأسئلة، تم الاعتماد على الأسلوب الوصفي والتحليلي في إطار مقارنة تاريخية استقرائية للواقع، والنصوص القانونية والتنظيمية والشواهد التطبيقية للظاهرة محل الدراسة، كمحاولة لرسم صورة شاملة عن الموضوع بأبعاده القانونية والاقتصادية. وقد تضمن هيكل البحث أربعة مباحث، تناول البحث الأول مفاهيم أساسية حول شركة رأس المال المخاطر، وكرس البحث الثاني لعرض الجوانب القانونية والمؤسسية للشركة، ومحاولات أسلمتها من أنصار التقريب والتمويل الإسلامي، وخصص البحث الثالث للآليات التي تعتمد عليها هذه الشركات في التمويل والاستثمار. أما البحث الرابع فتم التطرق فيه لواقع الصناعة في البيئة الجزائرية، حيث تم استقراء النصوص القانونية والجبائية التي سنّها المشرع الجزائري في خطوة لتقنين وتخفيف هذه الصناعة الناشئة، كما تمت الإشارة إلى أهم شركات رأس المال المخاطر الناشطة في الجزائر وما هي المعوقات التي تعاني منها.



المبحث الأول: مفاهيم أساسية حول شركة رأس المال المخاطر

المطلب الأول: مفهوم الشركة، رأس المال والمخاطرة:

من الواضح أن مصطلح شركة رأس المال المخاطر. لفظ مركب من ثلاث مفردات: الشركة، رأس المال والمخاطر. ولفهم مدلوله وما يكتنفه من مضامين اقتصادية، من الضروري معرفة ما تعنيه هذه المفردات في العلوم الاقتصادية.

أولاً: الشركة Company/ Corporation:

عرفها المشرع الجزائري في المادة 416 من القانون المدني بأنها: "عقد بمقتضاه يلتزم شخصان أو أكثر بأن يساهم كل منهم في مشروع ما بتقديم حصة من مال (عيني / نقدي) أو عمل على أن يقتسموا ما قد ينشأ عن هذا المشروع من ربح أو خسارة". ولكي يصح ذلك العقد يجب أن تتوافر فيه الأركان العامة في العقد من الرضا السليم من العيوب بين الأطراف المتعاقدة على شروط العقد جميعها، والحل الذي يشير إلى الغرض من الشركة، والسبب في تأسيس الشركة الرغبة في تحقيق الربح واقتسامه بين الشركاء، وتنقسم الشركات بحسب معيار طبيعة النشاط إلى الشركات المدنية والشركات التجارية، وتتمتع هذه الأخيرة بالشخصية المعنوية من تاريخ انعقادها بعد الاستفادة من إجراءات الشهر القانونية والقيّد في السجل التجاري¹.

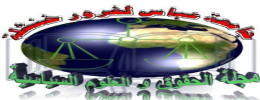
تنقسم الشركات التجارية إلى قسمين هما: شركات الأشخاص وشركات الأموال. أما شركات الأشخاص فهي التي تقوم على الاعتبار الشخصي بين الشركاء، مما يعني أن الشريك لا يمكنه التصرف في حصته من غير رضا باقي الشركاء، وتنقسم بدورها إلى شركة التضامن والتوصية البسيطة والمحاصة، أما شركات الأموال فهي التي يكون فيها الاعتبار فقط للأموال التي تستغل في مشروع الشركة، والتي يتكون منها رأس مالها، وتنقسم هي الأخرى إلى شركة المساهمة وشركة التوصية بالأسهم والشركة ذات المسؤولية المحدودة².

ثانياً: رأس المال Capital:

يقصد برأس المال، الأموال والمواد والأدوات والقوى العاملة اللازمة لإنشاء نشاط اقتصادي / تجاري، أو أي مشروع استثماري يهدف لزيادة القدرة الإنتاجية لجهة ما وتوليد العوائد والدخل. ويتكون من مجموعات أساسية غير متجانسة، يتفرع كل منها إلى أشكال فرعية من

¹ سيد أحمد إبراهيم، العقود والشركات التجارية، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، 1999، ص 114-125.

² علي يونس حسن، الوجيز في القانون التجاري شركات الأموال والقطاع العام، دار الحمامي للطباعة، القاهرة، ص 6.
- لمزيد من المعلومات حول معاني هذه الشركات، انظر: (سيد أحمد)، 1999، ص 135-204.



المستخدمات القادرة على الإنتاج مثل الأدوات والمواد الخام، والموارد البشرية، والمواد المساعدة في الإنتاج¹.

ثالثاً: المخاطر Risks:

المخاطرة بالمعنى الاقتصادي أو المالي، هي احتمالية تعرض المؤسسة إلى خسائر غير متوقعة وغير مخطط لها أو تذبذب العائد المتوقع على استثمار معين، كما يمكن تعريفها بأنها عدم التأكد من حتمية حصول العائد أو من حجمه أو من زمنه أو من انتظامه أو من جميع هذه الأمور مجتمعة. وتقسم المخاطر التي تتعرض لها المؤسسات إلى ثلاث أنواع هي: المخاطر القانونية، والمخاطر المالية، ومخاطر العمليات. وتنشأ المخاطر القانونية من المخاطر المرتبطة بتوثيق العقود والاتفاقات والالتزامات التعاقدية وتنفيذها، ومن صورها: مخاطر التعديلات التشريعية والضريبية والتسعيرية، ومشاكل الوكالة والخطر المعنوي وخطر الاختيار المعاكس². وتتضمن المخاطر المالية، جميع المخاطر المتصلة بإدارة الموجودات والمطلوبات المتعلقة بالبنوك والمؤسسات، وترتبط بحركة السوق والأسعار والعمولات والأوضاع الاقتصادية العامة والعلاقة بالأطراف الأخرى ذات العلاقة، ومن أشكالها: المخاطر الائتمانية، مخاطر السيولة، مخاطر التضخم، مخاطر تقلبات أسعار الصرف، مخاطر أسعار الفائدة، مخاطر الدورات التجارية، تغيرات السياسة النقدية والمالية³.

المطلب الثاني: مفهوم شركة رأس المال المخاطر وخصائصها:

تتبادر للأذهان تعريفات وتأويلات مختلفة عند سماع مصطلح رأس المال المخاطر، ولكل تصوره الخاص حول هذا النمط التمويلي الذي يعتبر ظهوره بهذا المصطلح حديثاً وانتشاره قليلاً، مما أدى إلى عدم معرفته بشكل دقيق من طرف معظم مختلف الفئات، سواء تعلق الأمر

¹ تعريف رأس المال، الموسوعة الحرة wikipedia: رأس - المال http://ar.m.wikipedia.org/wiki/رأس_المال

² تستمد الوكالة أو التفويض في إدارة أعمال الشركة أصولها من نظرية الوكالة Agency Theory التي وضع أسسها كل من الأمريكيين Berls & Means سنة 1932. انطلاقاً من ملاحظتهما لظاهرة الفصل بين ملكية رأس مال الشركة، الذي يعود للمساهمين، وعملية الإدارة والرقابة داخل الشركات المساهمة المسيرة من قبل المديرين الذين تربطهم بالمساهمين عقود تلزمهم بالعمل لتحقيق مصالح المساهمين. من خلال تعظيم ثروتهم وخلق القيمة مقابل أجور وعلاوات يتقاضونها. وقد عرف Jensen & Meckling (1976) نظرية الوكالة بأنها "علاقة يلجأ بموجبها صاحب الرأسمال "الرئيس" Principal لخدمات شخص آخر "العامل" Agent لكي يقوم بدله ببعض المهام التي تستوجب نيابته في السلطة." ويترتب عن هذه النيابة آثار عدة على مستوى أداء الشركة، يصطلح عليها بمشكلة الوكالة. ومن بين تجلياتها الخطر المعنوي Moral Hazard والاختيار المعاكس Adverse Selection. وتنشأ هذه المخاطر نتيجة لاختلاف الطبيعة السلوكية والتكوينية والأهداف بين المسيرين والمساهمين (بن رجم، 2010، ص 67-68). ونتيجة لضعف رقابة الملاك على المديرين، وضعف أخلاقهم، يقوم المديرين باقتناص قرارات واختيارات عكسية لتحقيق مصالحهم على حساب مصالح الملاك ولو بإساءة استخدام أموال الشركة (مصطفى، ص212).

³ قندوز عبد الكريم أحمد، "إدارة المخاطر بالصناعة المالية الإسلامية: مدخل الهندسة المالية" مجلة الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، العدد 9، 2012، ص13.



بباحثين، طلبية، مهنيين، أو أصحاب المشاريع، ويندرج ضمن هذه الإشكالية ما اعتبره Battini رائد رأس المال المخاطر في فرنسا من أن مصطلح Capital-risque ليس معناه Venture capital الأمريكي أو الإنجليزي حيث فسر المصطلح الأول بأنه كل العمليات التمويلية التي تتضمن قدر معين من المخاطرة، وفسر المصطلح الثاني بأنه رأس المال المشارك في المغامرة¹، ونهج كثير من الباحثين نفس المنهج معتبرين أن المصطلح الثاني هو الأنسب لأنها تناسب المخاطرة من جانبها الإيجابي ويحضر فيه معنى البذل والتضحية والعطاء وهذا المعنى حقيقة يظهر في الممول الذي يدفع بماله متحملاً أقصى المخاطر من أجل أن يعود عليه المشروع بعائد مرتفع أعلى من معدل العائد السائد في السوق²، والترجمة العربية " رأس المال المخاطر " أخذت به كثير من الدول وتبنتها بهذا الاسم، حيث نسخت من غير معناها الدقيق عن التسمية الفرنسية، ونحن إذ نتبناه بهذه التسمية في هذا البحث تجاوزا ليس إلا ، ثم ترجم رأس المال المخاطر إلى عدة مصطلحات أخرى مثل: رأس المال المغامر، رأس مال الخطر، رأس المال المجازف، رأس المال الجريء، رأس مال المخاطرة، رأس المال المبادر، وعرف رأس المال المخاطر بأنه كل رأس مال يوظف بواسطة وسيط مالي متخصص في مشروعات خاصة ذات مخاطر مرتفعة تتميز باحتمال نمو قوي لكنها لا تنطوي في الحال على تيقن في الحصول على دخل، أو التأكد من استرداد رأس المال في التاريخ المحدد، وهذه الحالة تعتبر مصدر المخاطر، أملاً في الحصول على فائض قيمة قوي في المستقبل البعيد نسبياً، حال إعادة بيع حصة هذه المؤسسات بعد عدة سنوات متأخرة، وهذه الحالة تعتبر تعويضاً للمخاطر³.

المطلب الثالث: فعالية شركة رأس المال المخاطر في التمويل والاستثمار

تكمن أهمية رأس المال المخاطر في دعم المشروعات الجديدة والتقنية، وتنمية الموارد البشرية والاستخدام الأمثل لقدراتهم وكفاءاتهم وتشجيع مبادراتهم وخلق فرص عمل، وتطوير أفكار مبتكرة خاصة في المجالات التكنولوجية الجديدة وتوليد النشاط والثروة على نطاق واسع عن طريق إنشاء قطاع حيوي من المشاريع، والمساهمة في تسويق الاختراعات ونقل التكنولوجيا، وتشجيع الإبداع التكنولوجي ونشر ثقافة المخاطرة، كما يقدم رأس المال المخاطر المشورة في الإدارة والتخطيط والتدريب والتسويق وتقديم الدعم الفني من خلال باحثين وتقنيين وأدوات تقنية مساعدة، ومساعدة المشاريع في الحصول على التمويل اللازم، كما تكمن أهميته

¹ Battini Pierre , *Capital risque , mode d'emploi* (Paris : édition d'organisation , 1998) , p12.

² Kamel Eddine Bouatouta , *Le capital investissement capital risque Usa- Europe – Tunisie – Maroc – Algérie , enjeux et perspectives* (Alger : édition grand , 2005) , p-p 45 -47.

³ عبد الباسط وفا ، مؤسسات رأس المال المخاطر ودورها في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ، دار النهضة العربية ، مصر ، دط ، 2001 ، ص4.



من خلال ضمان الانطلاقة السليمة للمؤسسات ورفع معدل استمرار نشاطها في سوق المنافسة وذلك بتقليل مخاطر الزوال والتلاشي وزيادة حظوظ النجاح¹. ويعد رأس المال المخاطر مصدرا وأداة تمويلية مهمة في توفير الغطاء التمويلي اللازم للمشروعات الناشئة الواعدة بالنمو لكنها تفتقر إلى مصادر تمويلية أخرى بسبب معدل المخاطر العالية التي ترتبط بها. ويمثل ذلك التمويل الموجه للمراحل المبكرة لحياة المؤسسات التي عادة ما تقوم على مضمون تكنولوجي معتبر وتمتلك استعدادات قوية للنمو. ويعد بديلا هاما لأسلوب التمويل التقليدي الذي يعتمد على القروض. فأساس قيام شركة رأس المال المخاطر هو مبدأ المشاركة في الأرباح والخسائر. ويمول أساسا رواد الأعمال أصحاب الأفكار النيرة واللامعة والمشاريع ذات الجدوى العالية وتنطوي على أرباح كثيرة ولكن تفتقر إلى رؤوس الأموال لبدأ هذه المشاريع. فتعمل هذه التقنية بتسهيل هذه العملية وتمكين هؤلاء الأشخاص من بدأ مشاريعهم. وتعتمد العوائد بشكل كامل على نمو المشروع وقدرته على تحقيق الأرباح. وتتعامل شركة رأس المال المخاطر بمبدأ المشاركة ومن ثمة تعتمد على أسلوب الجدوى الاقتصادية للمشروع ورخصته وكفاءة إدارة المشروع كبديل عن أسلوب البنوك التقليدية في تركيزها على الضمانات وحجم القوائم المالية. هذه الميزة الناجحة في الاقتصاد والتي برهنت كفاءتها ميدانيا. تميزه وتعطي له فارقا كبيرا عن بقية مصادر التمويل الأخرى. وهو تمويل الإبداع والابتكار بحيث ينتشر بشكل سريع في الدول الغربية. وأصبح يحقق نجاحا تلو الآخر بفضل حجم الاستثمارات التي استطاع أن يضيفها إلى رصيده. مما أضفى عليه أهمية قصوى. كما تتم عملية التدخل هذه عن طريق تقديم شبكات للاتصال في كل الاتجاهات والمعرفة الجيدة بالسوق. والتقييم الدائم والمستمر للمكانة والمركز التنافسي للمؤسسة. كما يقوم على تكنولوجية متقدمة. مخاطر عالية. وأرباح واعدة². وهكذا فالأساس الذي يقوم عليه رأس المال المخاطر هو مبدأ المشاركة في الأرباح والخسائر³. كما تعمل شركة رأس المال المخاطر على توفير جميع أنواع الدعم المالي والإداري والتسويقي. ورعاية

¹ أمير تركماني. دور المؤسسات الوسيطة والداعمة. المؤتمر الوطني للبحث العلمي والتطوير الثقافي. دمشق. 24 - 26 جانفي 2006. ص 18 - 20.

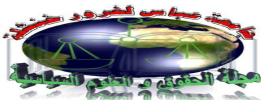
² Brono Cavalier, *Evaluation et financement des entreprises : application l'activité capital risque* (Paris: Ed université panthéon Assas (Paris II) L.G.D.J.E.J.A, 1994), p130.

- Gulf venture capital association , www.gulfiuca.org , 07 / 06 / 2014.

- Vanina Poal Gagin , *Le capital risque* (Paris : gualino éditeur , France , 2003), p326.

³ - بربيش السعيد . " رأس المال المخاطر بديل مستحدث لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر - دراسة حالة شركة سوفينونس - " مجلة الباحث ، جامعة ورقلة - الجزائر ، عدد 5 ، 2007 ، ص 9 .

- براق محمد ، وبن زواي محمد الشريف ، " الهياكل المرافقة والمساعدة في سوق رأس المال المخاطر بالجزائر " . الملتقى الوطني حول إستراتيجيات التنظيم ومرافقة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر. يومي 18 و 19 أفريل 2012. جامعة ورقلة - الجزائر .



المشاريع الجديدة في مرحلة البدء والنمو. وتسهيل بدء المشروع. والتوصل إلى شبكة دعم مجتمعي. وإقامة مجموعة من الخدمات الداعمة والتميزة مثل الجودة وقاعدة للمعلومات الفنية والتجارية ووحدات للاختبارات والقياس. والعمل على تنميتها والتسويق للمنتجات والخدمات التي تقدمها. وأيضاً من خلال تبني المشاريع القائمة على التكنولوجيا والمرتبطة بالجامعات ومراكز البحوث. والعمل على تغذية المشاريع الصغيرة الوليدة في موقعها¹. وتقدم جميع أنواع الخدمات التي تتطلبها إقامة وتنمية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والتي تشمل: الخدمات الإدارية، الخدمات المتخصصة، الخدمات التمويلية، والخدمات العامة. ونتيجة للأساليب والآليات المتعددة والمتنوعة لهذه الشركة يمكن اعتبارها بديلاً تمويلياً متاحاً وملائماً للمشروعات الصغيرة والمتوسطة التي يعتبر مشكلة التمويل من أكبر المعوقات التي تعاني منها. سواء في مرحلة الانطلاق أو في مرحلة النمو والتوسع. والتي ينحصر تمويلها على القروض المصرفية التي يشكل الدين والضمان والمخاطر والائتمان عبئاً لها². فأسلوب التمويل بشركة رأس المال المخاطر يعتمد في تمويله لهذه المؤسسات على مبدأ المشاركة والمساهمة. حيث يتحمل الممول المخاطر مع المستثمر الربح والخسارة. كما يشكل رأس المال المخاطر أحد الوسائل الفاعلة الذي يتناسب نشاطه ومستوى تدخلاته مع طبيعة المؤسسة الصغيرة والمتوسطة. نظراً لارتباط نشاطه بالمجالات ذات المخاطرة والعائد المتوقع الكبير. أين يتخذ التمويل شكل المساهمة في رأس مال المؤسسة. ويعتبر رأس المال المخاطر بديلاً تمويلياً للمصادر التقليدية كالقروض المصرفية والأسهم والسندات. ويقوم بتوفير التمويل المالي وكذلك الدعم الفني والتكنولوجي والإداري لهذه المؤسسات³. وبالتالي فإن دعم المشروعات الناشئة ورفع فرص نجاحها يعتبر الوظيفة الأساسية لرأس المال المخاطر. ويتم ذلك من خلال توفير جميع أنواع الدعم المالي والإداري والتسويقي والرعاية لهذه المشروعات في مرحلة النمو وإنشاء قاعدة للمعلومات الفنية والتجارية وتسهيل الوصول إلى مصادر التمويل وتوفير الخدمات القانونية وتوفير العديد من الخدمات الإدارية والتدريبية والتسويقية والاستشارية وبناء شبكات تواصل وتقديم الخدمات الفنية وتوفير البنية التحتية. وتوفير خدمات عامة إلى جانب الدعم المالي والقانوني والتجاري للمؤسسات الناشئة وتوفير قوى الدفع الأولي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة لمساعدتها على تجاوز أعباء الانطلاق وضمان استدامتها. من خلال ما توفره من

¹ اللجنة الاقتصادية الاجتماعية لغربي آسيا (الاسكوا). تقرير الموارد المالية و رأس المال المخاطر وريادة الأعمال في تكنولوجيا المعلومات والاتصال . الأمم المتحدة . نيويورك . 6 أكتوبر 2007 . ص 38 – 40 .

² Savignac F, Quel mode de financement pour les jeunes entreprises innovantes, financement interne, prêt bancaire , ou capital-risque ? Revue économique 2007/4 , volume 58, p 864 .

³ Gabrielli D, L'accès des PME aux financements bancaires, Bulletin de la Banque de France, N° 165 , Septembre , 2007 , p22.



خدمات الدعم والمساندة خاصة خلال السنوات الأولى من حياتها. وتقديم استشارات إدارية من شأنها مساعدته على تصميم هيكل تنظيمي يتلاءم مع طبيعة عمل المؤسسة واستراتيجياتها وتوفير الخدمات المالية الضرورية من خلال المساهمة في رأسمال المؤسسة بنسبة معينة والمساهمة في التآجير التشغيلي لمختلف التجهيزات والمباني بشروط ميسرة. إن رأس المال المخاطر له دور فعال في تمويل المؤسسات بحيث تمدها بالأموال والخبرة والطرق الحديثة في الإدارة والتنظيم وتدمج أموالها مع أموال المؤسسات الممولة. وهذا ما يحقق تمويلا محفزا لهذه المؤسسات لأن تنهض وتحقق أرباحا معتبرة بعكس طريقة تمويل الاستدانة المحفوفة بمخاطر السداد وسعر الفائدة وأعباء أخرى كإشكالية الضمانات وغيرها¹.

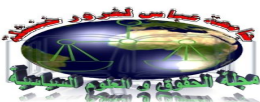
المبحث الثاني: الملامح القانونية لشركة رأس المال المخاطر ومقاربة تعميم النموذج على

المصرفية الإسلامية

المطلب الأول: إشكالية المفهوم، والإطار المؤسسي والتكييف القانوني لشركة رأس المال المخاطر

لقد سعت العديد من أساليب التمويل إلى تحديد صياغة علمية وقانونية لمصطلح رأس المال المخاطر. غير أن تطبيقات هذا المصطلح في الحياة العملية كثيرا ما تشذ ونادرا ما تتفق. وهو ما يثير مشكلة المفهوم والمعالجة القانونية لتوابعه في المنظومات القانونية والتجارية لكثير من الدول. وذلك لأن مصطلح رأس المال المخاطر قد ظل غير محدد بدقة في صيغ التمويل والاستثمار. حيث تختلف التعريفات والتسميات بشأنه. وتعدد معالجاته القانونية. ويعود السبب حسب Cavalier إلى كون أن هذا النشاط أقل تقنيا من غيره من تخصصات تمويل المنشأة الأخرى. أما Bader فيرجع السبب إلى كون المصطلح وليد الممارسة وليس نتيجة بناءات نظرية. وبأخذ تطور المفهوم في فرنسا على سبيل المثال. فان تعريف رأس المال المخاطر الذي ورد في القانون رقم 1 - 38 الصادر في 3 جانفي 1983 المتعلق بالصناديق الجماعية للتوظيفات الخطرة. والقانون 695 - 85 الصادر في 11 جويلية 1985 المتعلق بشركات رأس المال المخاطر Société de Capital Risque. فقد علق عليه Bessis بأنه قانون عام ويترك للمتعاملين مجالا للمناورة. وقد ظل مفهوم رأس المال المخاطر كشكل من أشكال التمويل الموجه لكل مراحل نمو أو حياة الشركة مسيطرا لفترة طويلة لدى مختلف الجهات القانونية

¹ بركات ربيعة ودوباخ سعيدي. حاضنات الأعمال ودورها في دعم وتنمية المؤسسات الصغيرة. الملتقى الدولي حول المقاولة: التكوين وفرص الأعمال. كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير. جامعة بسكرة / الجزائر. 6 - 8 أفريل 2010.



والمهنية الفرنسية. غير أن التسمية تطورت ليصبح رأس المال المخاطر يطلق فقط على عمليات تمويل المراحل المبكرة¹.

وإذا كان القانون التجاري الفرنسي والجمعية الأوروبية للرأسمال الاستثماري وشركات رأس المال المخاطر EVCA قد تخليا عن تسمية رأس المال المخاطر Capital - Risque بالمفهوم المقدم سابقا واستبدلها بتسمية رأس المال الاستثماري Capital – Investissement/Private Equity، الذي يعني الأموال الخاصة المرصودة لتمويل المؤسسات غير المدرجة في البورصة، فإن الكثير من جمعيات رأس المال المخاطر، على غرار جمعية رأس المال المخاطر الأمريكية (NVCA)، وإحصاءات المكتب الأسترالي (ABS)، والجمعية الكندية لرأس المال المخاطر والاستثماري (CVCA)، والجمعية الكورية لرأس المال المخاطر (KVCA)، والمركز الياباني للمؤسسة المخاطرة VEC ما زالت تتبنى تسمية رأس المال المخاطر الذي تعني به جزءا من رأس المال الاستثماري الموجه لتمويل جميع مراحل نمو الشركات الناشئة - الابتكارية، غير المدرجة في البورصة (شركة مغلقة)، التي تتسم بدرجة مخاطر عالية وإمكانات نمو هائلة².

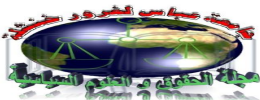
ويرى الفرنسي Battini رائد صناعة رأس المال المخاطر في فرنسا، أنه لا يصح ترجمة المصطلح الإنجليزي Venture - Capital الذي يعني رأس المال المغامر إلى ما يقابله في الفرنسية Capital Risque على اعتبار أن كل العمليات التمويلية لا تخلو من المخاطرة، وتتماشى المؤسسة المالية الجزائرية الأوروبية للمساهمة Finalep مع هذا التوصيف، معتبرة أن المغامرة في الصيغة الإنجليزية وضمن التصور الأنجلوساكسوني لكلمة Venture تعني شيئا إيجابيا على أساس أنها تجربة ممتعة وذات نهاية سعيدة عادة، على عكس التصور اللاتيني الذي ينظر إلى الكلمة من زاوية سلبية لأنها تتضمن مخاطر وخسائر³. وعلى هذا النحو لجأ القانون التجاري الجزائري، متبنا تسمية الرأس مال الاستثماري في القانون رقم 06-11 الصادر في 2006، وكذلك كان حال الترجمات والمصطلحات العربية المتداولة في دول المشرق العربي والتي منها على سبيل المثال: رأس المال المغامر، رأس المال الجريء، ورأس المال المجازف، ورأس المال المبادر، وشركة رأس مال الاستثمار ذات رأس مال التنمية⁴.

¹ سبتي محمد، فعالية رأس المال المخاطر في تمويل المشاريع الناشئة: دراسة حالة المالية الجزائرية الأوروبية للمساهمة FINALEP، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة قسنطينة، الجزائر، 2009، ص39.

² OCDE، " Comparabilité internationale des données sur le capital-risque " dans Panorama de l'entrepreneuriat 2014، Éditions OCDE، Paris، p104.

³ سبتي محمد، نفس المرجع السابق، 2009، ص40.

⁴ بوحناش فدوى، شركة الرأسمال الاستثماري، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية الحقوق، جامعة الجزائر1، 2012، ص8.



وبغض النظر عن تعدد المفاهيم الخاصة برأس المال المخاطر في التشريعات المحلية، فإن هذا الأخير لا يخرج عن كونه أحد أنواع التمويل المبني على أساس اقتسام المخاطر والمشاركة المؤقتة بين الممول (المخاطر برأس المال) وصاحب الفكرة (المبادر). وينتهي هذا الاستثمار بخروج المستثمر من المشروع باسترجاع رأسماله، بعد إنهاء الأعمال الحالية للشركة - عبر بيع أسهمها، وتغيير إدارتها أو عن طريق الاكتتاب العام - وحصوله على العائدات من خلال بيع حصصها من الشركات الخاصة (غير المدرجة) بسعر أعلى من السعر الأساسي الذي تم الاكتتاب به أول الأمر. ويحصل المستثمرون (الشركاء المحدودون) على الجزء الأكبر من أرباح هذه العائدات، بينما يحصل المدراء الماليون (الشركاء العامون) على رسوم أتعاب تقدر عادة بنسبة 20 % من هذه الأرباح¹.

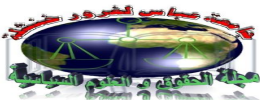
ونظرا لارتفاع مستوى المخاطر المصاحب لهذا النشاط، فقد منحت التشريعات المالية تخفيضات جبائية تصل إلى حد الإعفاء من الضريبة على أرباح الشركات خلال السنوات الأولى من نشاط المشروع من أجل تشجيعه وتخفيف إنشاء شركات رأس المال المخاطر².

ويتخذ الإطار المؤسسي لشركات رأس المال المخاطر صورة شركات استثمار في المشروعات الصغيرة Small Business Investment Companies، وصناديق رأس المال المخاطر المالية Financial Venture Capital Funds التابعة للبنوك التجارية، وصناديق رأس المال المخاطر غير المالية (المؤسسية) التابعة لشركات صناعية Corporate Venture Capital Funds³، وفي العموم، يمكن أن تكون في صورة هيئات ومؤسسات حكومية، ومصارف تجارية أو شركات ومؤسسات خاصة، أو شركات تأمين، أو صناديق معاشات، أو اتحادات وتجمعات مالية لكبار رجال الأعمال، أو صغار المستثمرين من الأفراد. ويكون استثمارها إما بالمشاركة المباشرة في تمويل المنشآت الصغيرة ذات المخاطر العالية، أو تأسيس شركة مساهمة في مجال رأس المال المخاطر، أو تأسيس صناديق استثمار في رأس المال المخاطر. وتحصل هذه الكيانات على مواردها المالية من مصادر عدة منها، توظيفات المستثمرين قصيرة الأجل، ومساهمات منظمات ومستثمري رأس المال المخاطر، صناديق المعاشات، العائلات والأفراد، شركات الاستثمار والتأمين، مصادر أجنبية، قطاع الشركات، ومؤسسات واتحادات الائتمان.

¹ كبريت طارق، "ما هو رأس المال الجريء" في: جانبيت لير، دليل الاستثمار: رأس المال الجريء في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا، اتحاد الأسهم الخاصة في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا، ص5.

² بوحناش فدوى، شركة الرأسمال الاستثماري، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية الحقوق، جامعة الجزائر 1، 2012، ص11.

³ مصطفى محمد عبده محمد، "رأس المال المخاطر: إستراتيجية مقترحة للتعاون بين المصارف الإسلامية"، بحث مقدم إلى المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر حول المؤسسات المالية الإسلامية، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، ص 192-193.



وتكون إدارتها عبر مدراء ماليين. يسمى المستثمر في شركة رأس المال المخاطر بـ الشريك المحدود نظرا لمحدودية دوره في عمليات التمويل. في حين يسمى المدير المالي في هذا النوع من رأس المال بـ الشريك العام لدوره الشامل والمتكامل في توزيع الأموال وإدارة الاستثمارات¹. يتشكل الإطار القانوني (التنظيمي) لشركات رأس المال المخاطر غالبا من إحدى الصورتين التاليتين²:

- شركات مساهمة، شركات توصية، شركات تضامن أو شركات ذات مسؤولية محدودة متخصصة في استثمارات رأس المال المخاطر وخاضعة لقانون سوق رأس المال أو قانون الاستثمار.

- صناديق استثمار بأسهم تابعة للدولة أو للقطاع الخاص.

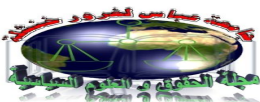
وعلى صعيد الممارسات، أوضحت دراسة Jeng & Wells أن هناك اختلاف بين الدول فيما يتعلق الهيكل التنظيمي وأسلوب الإدارة لشركات رأس المال المخاطر. فمن حيث الهيكل التنظيمي، تأخذ شركات رأس المال المخاطر في الولايات المتحدة وبريطانيا بالدرجة الأولى شكل شركات التضامن المحدودة Limited Partnership التي يمارس فيها الشريك المتضامن General Partner دور التنظيم والاستثمار والإدارة والتصفية، بينما تكون في فرنسا وألمانيا تابعة للبنوك، وتعاني من مركزية القرارات وعدم الاستقلالية الإدارية. وفي كثير من الدول الأوروبية يلاحظ شيوع الشكل التنظيمي الذي يطلق عليه "الأموال الأسيرة" Captive Funds، وهي الشركات التي يأتي 80 % من أموالها أو أكثر من مصدر تمويلي وحيد.

وبالنسبة لأسلوب الإدارة، يلاحظ أن شركات رأس المال المخاطر في اليابان وألمانيا لا تشارك في إدارة المشروعات الممولة بنفس القدر السائد في الولايات المتحدة، وذلك من حيث التمثيل في مجلس الإدارة أو التدخل في تسير الشؤون الإدارية اليومية للشركة الممولة، وإلى جانب ذلك، تركز هذه الشركات في الولايات المتحدة على منح التمويل لعدد قليل من الشركات، غير أن القانون أتاح لها إمكانية امتلاك نسبة كبيرة في الشركة الواحدة كتعويض، وهو ما يسمح لها بالحصول على الأغلبية التصويتية والمشاركة في الإدارة بشكل مؤثر في قراراتها³.

¹ كبريت طارق ، نفس المرجع السابق ، ص5.

² مصطفى محمد عبده محمد ، نفس المرجع السابق ، ص193.

³ مصطفى محمد عبده محمد ، نفس المرجع السابق ، ص218.



المطلب الثاني: مكانة التركيب القانوني في المراحل التمويلية لشركة رأس المال المخاطر أولاً: عقد المساهمين Pacte d'actionnaires:

هو وثيقة أساسية ذات قيمة قضائية، ترسخ نوعية وطبيعة العلاقات بين فريق المبادرين Promoters (الشركة الممولة) وفريق المغامرين (المستثمرين) Venture Capitalists وحقوق والتزامات أطراف العقد. هذا العقد غير منظم بموجب القانون، فهو يخضع لبدأ الحرية التعاقدية، لكن لا ينبغي أن يخالف نصوص القانون. ويتسم بـ "السرية" على عكس عقود المساهمين في الشركات المدرجة في البورصة. ويرجع ذلك إلى رغبة المغامرين برأس المال في عدم معرفة المنافسين بتفاصيل المشروع والعقود المبرمة. وينظم العقد مساهمة المستثمرين المغامرين في رأس مال الشركة، والطريقة القانونية لتحقيق التدخل إن كان ذلك سيتم عن طريق زيادة رأس المال أو التنازل عن الحصص أو الاكتتاب في حصص التأسيس ووسائل التدخل إما بالأسهم أو السندات، ومدة التدخل أو الاستثمار، وشروط الانسحاب¹. ويهدف العقد أساساً إلى مراقبة جغرافية أو هيكل رأس المال، وتنظيم سلطات المساهمين ذوي الأقلية (المخاطرين برأس المال) في الشركة الممولة، وتذليل الصعوبات التي تعترض تنفيذ العقد.

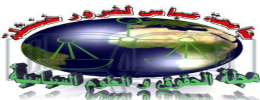
أ. بنود مراقبة جغرافية رأس المال:

يسعى كل من المستثمر والمبادر إلى ممارسة الرقابة على جغرافية رأسمال الشركة الممولة، فالأول يطمح إلى خضوع الشركة لرقابته أملاً في تقييد دخول شركاء جدد غير مرغوب فيهم، والحفاظ على حصة معينة في الشركة تضمن له خروجاً مرجحاً. والثاني يسعى للحفاظ على سيطرته على الشركة واستئناف نشاطها، وتصنف بنود مراقبة جغرافية رأس المال إلى فئتين من البنود وهما: بنود تهدف إلى مراقبة التنازل عن الحصص أو الأسهم، وبنود تهدف إلى إخطار المستثمر بخطر تبيع مساهمته بسبب حدوث عمليات اندماج للمنشأة أو رفع رأسمالها دون إشراكه.

ب. بنود تهدف إلى تنظيم سلطات المستثمرين ذوي الأقلية:

تتصف حصة المخاطر برأس المال في المنشأة الممولة بالأقلية، لذلك يتيح له عقد المساهمين حق استخدام رافعات قانونية لتنظيم وهيكله ومتابعة مساهمته، ومن بينها بند الإعلام الذي يلزم المبادر بتقديم تقارير دورية عن مستجدات الشركة، وبند الاستشارة والترخيص المسبق التي تلزم المسير باستشارة المخاطر عند الشروع في اتخاذ بعض القرارات المهمة.

¹ بوحناش فدوى . نفس المرجع السابق . ص ص 96-97.



كالتنازل عن الأصول، توظيف الإطارات المسيرة، الاقتراضات المعتبرة، إلى جانب بنود أخرى تنظم حضور المستثمرين في المنشأة من خلال مقعد في مجلس إدارتها أو مجلس المراقبة.

ج. بنود خاصة:

ومنها بند عدم المنافسة الذي يحد من إمكانية أخذ أحد الأطراف المسيرة حصة من منشأة أخرى وممارسة أي نشاط إداري فيها، وبند الخروج الموثق الذي يحد من قيام المساهمين بالتنازل لطرف أجنبي عن المنشأة ما لم يبدي هذا الأخير استعداده للانضمام إلى عقد المساهمة¹.

د. بنود معالجة الصعوبات التي تعترض تنفيذ العقد:

قد يعترض تنفيذ عقد المساهمين مجموعة من الصعوبات، التي ترجع إلى جهل شركة رأس المال المخاطر بحقيقة أصول وخصوم الشركة الممولة التي يمكن أن تعتمد إلى عدم التصريح عن بعض أصولها أو خصومها، ويمكن أن يترتب عن هذا الأمر إضرار بشركة رأس المال المخاطر، إلى جانب ذلك، يمكن أن تحدث نزاعات حول تنفيذ بنود العقد، ولحماية شركة رأس المال المخاطر يتم إدراج بند ضمان الأصول والخصوم، ويكون موضوعه إما بإعفاء الشركة من دفع الديون غير المصرح بها، أو مراجعة سعر الحصة المتنازل عنها لشركة رأس المال المخاطر المدفوعة من قبلها، ولعلاج النزاعات المحتملة، تم إدراج بند كيفية تسوية النزاعات ضمن عقد المساهمين المحددة بالطرق الودية (التوفيق، الوساطة، التحكيم) أو باللجوء إلى القضاء².

ثانياً، الشكل القانوني:

تفرض التشريعات التجارية وقوانين الشركات على المؤسسين تحديد الشكل القانوني عند تأسيس الشركة، ويحدد الشكل القانوني المعتمد من طرف المنشأة الممولة شكل الشراكة التي تجمع بين الممول برأس المال المخاطر وصاحب الفكرة، إذ تتيح هذه الجزئية صورة عن طبيعة ومدى تدخل المساهم في تسيير شؤون المنشأة والرقابة عليها، وتتوافق شركة رأس المال المخاطر من حيث الطبيعة القانونية مع شركة المساهمة Société par Actions التي تعطي للمستثمرين المغامرين أفضلية أكبر في تسيير ومراقبة شؤون الشركة الممولة مقارنة بباقي الأشكال القانونية التي يمكن للشركات الناشئة تقمص شكلها، لذلك لا يرحب المستثمرون المغامرون بشركة التضامن وشركة التوصية بالأسهم كإطار للتمويل والاستثمار، وذلك لأن شكلها القانوني يتعارض مع الطبيعة الإدارية والقيادية لنفسيتهم، إذ لا يتيح ذلك الشكل

¹ سبتي محمد، نفس المرجع السابق، ص 138 - 141.

² بوحناش فدوى، نفس المرجع السابق، ص 109 - 112.



للشركاء المتضامنين والموصين الحق في التدخل في المنشأة وممارسة الرقابة بفعالية عليها حتى وإن كانوا في وضعية الأغلبية. وفيما يخص الشركات ذات المسؤولية المحدودة SARL، فرغم أن شكلها القانوني غير مرن نسبيا، إلا أن بعض المخاطرين برأس المال يقبلون الاستثمار فيها. سيما في مرحلة التمويل المبكر للشركة، شريطة وجود ضمان بتحويلها إلى شركة مساهمة وفق جدول زمني محدد¹.

ما سبق يتضح أن تفضيل المغامرين للشركة المساهمة نابع من المزايا التي يتضمنها شكلها القانوني، والذي يتيح للمستثمرين المغامرين فرصة الحصول على تقارير إعلامية متكاملة، إلى جانب مرونته في التعامل مع قضايا التنازل عن الأسهم، والقدرة على إصدار أوراق مالية خاصة (سندات قابلة للتحويل إلى أسهم، سندات ذات حقوق الاكتتاب في الأسهم...)، كما يعطي للمستثمرين الماليين إمكانية أكبر لمراقبة نشاط الشركة المساهمة (خاصة في حالة تمتعها بالأغلبية في المشروع الممول من طرف عدة شركات للرأسمال الاستثماري). بينما يتسنى للمبادر مهمة التسيير فقط²، أي أن هذا النمط يسمح بالفصل بين المسيرين والمراقبين في الشركة المساهمة.

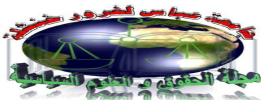
المطلب الثالث: مقاربات أسلمة شركات رأس المال المخاطر المعاصرة:

منذ أن ظهرت شركة رأس المال المخاطر كبديل مستحدث لآلية التمويل التقليدي (التمويل بالفائدة)، برزت محاولات لكتاب ورواد الفكر والاقتصاد الإسلامي لتقييم هذا النموذج التمويلي. وقد بلغ الاجتهاد الفقهي حد المناذاة بتبني هذا النموذج من حيث المبدأ والعمل على أسلمته، تمهيدا لتعميمه على المصرفية الإسلامية، وذلك بالبحث عن خريجات فقهية وتوافقات تسمح بالاستفادة من تجاربه التطبيقية وأبعاده التقنية، بعد تخليصه من الشوائب والموانع الشرعية التي علقت به بحكم البيئة الاقتصادية التي ظهر فيها، "فالحكمة ضالة المؤمن أنى وجدها فهو أحق بها".

إن ما يميز رأس المال المخاطر بصيغته التقليدية الحالية عن صيغ التمويل الإسلامي أن نظام المشاركة الإسلامي يتميز باتساعه وتنوع وشمول صيغه التمويلية للاستثمارات بآجاله الثلاثة القصيرة، المتوسطة والطويلة، وعدم اشتراطه الاشتراك في الإدارة والتسيير، خلافا

¹ سبتي محمد، نفس المرجع السابق، ص 142.

² قشيدة صورية، تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر: دراسة حالة الشركة الجزائرية الأوروبية للمساهمات "فيناليب"، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة الجزائر 3، 2012، ص ص 123-124.



لنظام رأس المال المخاطر الذي يقتصر على التمويل الطويل والمتوسط الأجل، فضلاً عن إتاحتها للشركاء إمكانية التدخل في الإدارة وتسيير المشروع والمساهمة في رأسماله¹.

زيادة على ذلك، قد تشتمل أنشطة شركات رأس المال المخاطر المعاصرة على بعض المعاملات المحرمة، فقد تجبرها الحاجة على التعامل بالفائدة إقراضاً واقتراضاً، كما قد تتجراً على تمويل بعض المشاريع غير الجائزة شرعاً إما لذاتها أو لمآلاتها. هذا ويمكن أن تكون تمويلاتها محل عقود فاسدة تخالف بعض شروط وصيغ الشركات والعقود الشرعية، وفضلاً عن ذلك، فإن مبالغتها في ركوب موجة المخاطرة دون حساب للعواقب، تضعها في كفة سواء مع المضاربة غير الشرعية والمقامرة، وهو ما يخالف أمر الشارع الحكيم الذي ينهى عن الزج بالأرواح والأموال في التهلكة والإضرار بهما، مصداقاً لقوله تعالى: ﴿وَلَا تُلْقُوا بِأَيْدِيكُمْ إِلَى التَّهْلُكَةِ﴾² وللحديث النبوي الشريف << لا ضرر ولا ضرار >>³ إذ يمثل ذلك ضياعاً للأموال والجهود التي جاءت المقاصد الإسلامية لحفظها. وانطلاقاً من هذه الزاوية يرى أصحاب التيار النقدي ودعاة عدم التقليد أن لا فائدة شرعية ترجى من تبني هذا النموذج التمويلي والاستثماري بشكله الحالي.

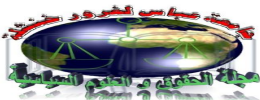
أما دعاة التقريب والتهديب فيرون أن لرأس المال المخاطر ثلاثة خصائص على الأقل تجعله يتفق مع جوهر عقود الشركات الإسلامية، وذلك بعد تنقيته من أي روااسب وتطبيقات لا تتماشى وأسس النظرية الإسلامية في الاستثمار والتمويل. تتمثل الخاصية الأولى في كونه يقوم على مبدأ المشاركة في ملكية Equity الأصول والأعيان والمنافع ومختلف أصول الاستثمار الصناعي والزراعي والتجاري، وتقاسم المخاطرة والربح والخسارة وفقاً للقاعدة الشرعية "الغنم بالغرم"، رغم أن شركات رأس المال المخاطر المعاصرة قد تمزج استثماراتها بسندات مديونية، كالاكتتاب في الأسهم القابلة للتحويل إلى سندات، أو تقوم بتضمين نسبة من العائد الخالي من المخاطرة ضمن معادلة قياس العائد (الربح) المطلوب على الاستثمار Required Rate of Return، وليس العائد الخالي من المخاطرة Rate Free Risk إلا شكل من أشكال الفائدة على أذونات الخزينة، المحرمة شرعاً.

أما الخاصية الثانية، وهي أن شركة رأس المال المخاطر تسعى إلى تمويل ودعم المشاريع الصغيرة الناشئة ذات الأفكار الإبداعية والقيمة المضافة، ولا شك أن هذه الخدمة الجليلة تحقق

¹ بوحناش فدوى، نفس المرجع السابق، ص 11.

² سورة البقرة، آية 195.

³ رواه أحمد، مسند الإمام أحمد، دار صادر، بيروت، د. ط. د. ت. 227/5، وابن ماجه في سننه كتاب الأحكام باب من بني في حقه ما يضر مجاره، حديث رقم 2340، 784/2، ورواه مالك في موطئه، كتاب الأفضية، باب القضاء في المرفق، حديث رقم 1426، دار النفائس، بيروت، 1990، ص 529.



المصلحة الخاصة لأصحاب المشاريع وتلبي المصلحة العامة للمجتمع. وهو ما يندرج ضمن المقاصد العامة للدين الإسلامي. المتمثلة في مبدأ الاستخلاف في الأرض واستثمار الأموال ونبذ الاكتناز. وتتمثل الخاصية الثالثة في اشتراط المخاطرين برأس المال المشاركة في إدارة المشروع الممول والعمل فيه بإمداد المبادرين بالمساعدة التقنية والفنية والإدارية. ويهدف هذا الشرط إلى إحكام الرقابة على الشركاء. ومن ثم الحد من حدوث أي تقصير من قبلهم. أو إساءة استخدامهم للأموال التي حصلوا عليها من أصحاب رأس المال المخاطر¹.

وبإعمال الفكر في التراث المالي الإسلامي. يهتدي الدكتور مقلاتي إلى تكييف فقهي لشركات رأس المال المخاطر. ومفاده أن هذه الأخيرة ضمن التوصيف السابق. هي أقرب النماذج الاستثمارية إلى شركة العنان.² ووجوب سريان أحكامها الشرعية عليها. والشاهد ما نقله عن تعريف شركة العنان التي تعني: "أن يشترك اثنان أو أكثر في مال لهما على أن يتجرا فيه معا والربح بينهما ولا يشترط فيها المساواة لا في المال ولا في التصرف. وليس فيها كفالة (ضمان) فلا يطالب أحدهما إلا بما عقده بنفسه من تصرفات. ويجوز مع ذلك أن يتساويا في الربح أو يختلفا. أما الخسارة فتكون بحسب نسبة المساهمة في رأس المال عملا بالقاعدة: الربح على ما شرطا والوضيعة (الخسارة) على قدر المالكين." ولذلك ليس من العجب أن تكون أكثر أنواع الاستثمار مرونة وأقلها ضمانا. وبالتالي فهي أشد مخاطرة من صيغ التمويل الإسلامية الأخرى³.

ويتفق الباحثان مع هذا الرأي. ويزيدان عليه في أنه لا حرج من تعميم تجربة رأس المال المخاطر المعاصر على باقي صيغ التمويل الإسلامية كالمشاركة والمضاربة والمراجعة والسلم الاستصناع. طالما أنها تتضمن قدرا من المخاطرة. ويحقق هذا التعميم هدفا أسمى وهو توسيع دائرة الهندسة المالية الإسلامية وإمدادها بأفكار إبداعية تساهم في إيجاد حلول مالية للكثير من مشكلات التمويل الإسلامي المعاصر. تماشيا مع ما رؤيه الدكتور مصطفى الذي يرى أن تطبيق رأس المال المخاطر يمكن أن يكون حلا مقترحا لمشكلة الإفراط في التوسع في استخدام المراجعة Problem of Over Usage of Murabaha في المصارف الإسلامية. على

¹ مصطفى محمد عبده محمد . نفس المرجع السابق . ص 211- 212.

² سميت شركة العنان بهذا الاسم. لأن كل طرف في الشركة يمسك بعنان الآخر مقيدا تصرفه في شؤون الشركة فلا يجوز أن يتصرف إلا بإذن من الطرف الآخر.

³ مقلاتي صحراوي . "التمويل برأس المال المخاطر: منظور إسلامي" بحث مقدم إلى مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول. دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري بدبي. 31 ماي - 3 جوان 2009 . ص 22.



حساب المشاركة والمضاربة والاستصناع في الوقت الذي يجمع الممارسون للمصرفية الإسلامية على اعتبار هذه المشكلة إحدى أكبر المعوقات التي تحول دون تطور المصارف الإسلامية¹.

المبحث الثالث: قراءة قانونية - اقتصادية لواقع شركات رأس المال المخاطر الناشطة في الجزائر

المطلب الأول: المنظومة القانونية والجبائية لشركات رأس المال المخاطر في الجزائر

قبل صدور القانون الأساسي المنظم لمهنة الرأسمال المخاطر. جاء قانون المالية لسنة 2005 بتحفيظات جبائية لشركات رأس المال المخاطر. حيث أعفاها من ضريبة على أرباح الشركات IBS لمدة 5 سنوات. شريطة تعهدها بعدم سحب المبالغ المستثمرة في المنشأة الممولة خلال 05 سنوات الأولى². ثم ما لبث أن أصدر المشرع الجزائري القانون رقم 06-11 الصادر في الجريدة الرسمية بتاريخ 24/06/2006 محددًا الشروط الأساسية لممارسة شركة رأس المال الاستثماري لنشاطها وكيفيات إنشائها وسيرها وشروط استفادتها من التحفيظات الجبائية. أما بعض التفاصيل فأدرجت في النصوص التنظيمية التي جاء بها المرسوم التنفيذي رقم 08 - 56 المؤرخ في 11 فبراير 2008. المتعلقة برأس المال الأدنى وشروط منح رخصة مزاولة النشاط وكيفية سحبها. والنظام الجبائي الخاص بشركة رأس المال الاستثماري. وفيما يلي بانوراما لأهم ملامح القانون والرسوم المذكورين³.

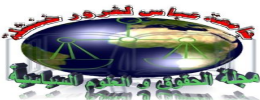
أولاً: الإطار القانوني لشركة الرأسمال الاستثماري الجزائرية:

1. **الموضوع والقانون الأساسي والرأسمال:** يقوم النشاط الأساسي لشركة الرأسمال الاستثماري على المشاركة لحسابها أو لحساب الغير في رأس مال الشركة الممولة. بتقديم حصص من أموال خاصة أو شبه خاصة لمؤسسات في طور التأسيس أو النمو أو التحويل أو الخصخصة. ويشتمل تدخلها في رأس المال المخاطرة على: رأسمال الجدوى أو رأس مال الانطلاق قبل إنشاء المؤسسة. ورأس مال تأسيس وإنشاء المؤسسة. ورأس مال النمو بعد إنشاء المؤسسة. ورأسمال التحويل وذلك عند استرجاع المؤسسة من قبل المشتريين الداخليين (الشركاء المبادرين) أو الخارجيين. أو استرجاع مساهمات أو حصص يملكها صاحب رأسمال استثماري آخر. ويكون تدخلها في الشركة الممولة إما بواسطة الاكتتاب أو شراء أسهم عادية. شهادات استثمارية. سندات قابلة للتحويل إلى أسهم. حصص الشركاء أو

¹ مصطفى محمد عبده محمد. نفس المرجع السابق. ص 213-216.

² كرمو دراجي. رأس المال المخاطر كآلية لتمويل المؤسسات. دراسة حالة الجزائر. مجلة الاقتصاد الجديد. العدد 9. سبتمبر 2013. ص 350-351.

³ بالاعتماد على: الجريدة الرسمية الجزائرية. القانون رقم 06 - 11 المؤرخ في 28 جمادى الأولى 1428 الموافق لـ 24 يونيو سنة 2006. المتعلق بشركة الرأسمال الاستثماري.



أية قيم منقولة أخرى. وتكون الأسهم المكتتب فيها اسمية. وتؤسس الشركة في شكل شركة مساهمة SPA خاضعة للقانون التجاري. ويحدد رأسمالها الاجتماعي الأدنى بمائة مليون دينار (100.000.000 دج). حيث يكتتب فيه عن طريق تقديمات نقدية أو شراء أسهم. ويجوز مستثمرون عموميون أو خواص، سواء كانوا أشخاصا معنويين أو طبيعيين. يسد 50 % منه عند تأسيس الشركة. ولا يمكن لشركة أو شركات من نفس المجموعة، أو لشخص طبيعي وعائلته أن يحوزا معا أكثر من 49 % من رأسمالها بصفة مباشرة أو غير مباشرة.

2. **ممارسة نشاط الرأسمال الاستثماري:** تتطلب ممارسة هذا النشاط الحصول على رخصة مسبقة مقدمة من وزير المالية. بعد استشارة لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة COSOB وبنك الجزائر. استنادا لملف طلب الرخصة المكون من الوثائق المطلوبة (عقد المساهمين، مشاريع القوانين الأساسية، بطاقة المعلومات عن المؤسسين ونسب حيازتهم من الرأسمال، كفاءات التدخل ومدد الاستثمار)، مع اشتراط تمتع المؤسسين، والمسيرين بحقوقهم المدنية، وخلو صحيفتهم القضائية من الإدانات، وضرورة استيفاء المسيرين لمعايير الكفاءة والاحترافية المطلوبة والمحددة في القرار الصادر في 21 جانفي 2009¹. وفي حالة مخالفة خطيرة للتشريع، أو بطلب من شركة الرأسمال الاستثماري، تسحب من هذه الأخيرة رخصة ممارسة النشاط وتتوقف فورا عن نشاطها بناء على قرار من وزير المالية. ليتم حلها طبقا للأحكام المنصوص عليها في المادة 715 مكرر 18 من القانون التجاري المعدل والمتمم، مع احتفاظ الشركة المحلة بحق الطعن.

3. **قواعد الحصول على المساهمات والقروض في شركات الرأسمال الاستثماري:** تنظيما للمساهمات في المؤسسات الممولة، ينبغي على شركة الرأسمال الاستثماري أن لا تخصص أكثر من 15 % من رأسمالها واحتياطياتها كمساهمة خاصة في مؤسسة واحدة. وفي نفس الاطار لا يحق لها تملك أكثر من 49 % من رأسمال مؤسسة واحدة. ولا تتم مساهمتها في أي مؤسسة إلى على أساس عقد المساهمين الذي يحدد مدة الاستثمار في المؤسسات الممولة وشروط الانسحاب منه. هذا وقد منع القانون هذه الشركات أن تقترض أكثر من 10 % من أموالها الخاصة الصافية. كما لا يمكنها أن تستعمل المبالغ المقترضة في عمليات المساهمة.

¹ الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد الخامس، 21 جانفي 2009 القرار الوزاري المحدد لمقاييس الكفاءة والاحترافية لمسيري شركات الرأسمال الاستثماري.



4. الموارد المالية لشركة الرأسمال الاستثماري: تتكون موارد شركة الرأسمال الاستثماري من مجموع أموالها الخاصة (رأسمال الشركة واحتياطياتها)، والهبات، والأموال شبه الخاصة المشمولة للموارد الممنوحة من قبل الغير والأموال العمومية. ويتم تسيير الأموال شبه الخاصة - التي شملها القانون بمعالجة خاصة - في إطار اتفاقية تبرم بين شركة رأس المال الاستثماري المكلفة بالإنجاز واستثمار المساهمات، وصناديق الاستثمار المتلقية لهذه الأموال. أو بينها والدولة. وتهدف الاتفاقية المبرمة بين الشركة والدولة لتحديد مستوى الالتزام وكيفية التدخل التي تتمحور حول توجيه الأموال المخصصة للاستثمار في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عبر الحصول على مساهمات فيها. عن طريق الاكتتاب في أسهمها أو سندات ماثلة، ويكون الانسحاب منها إما عن طريق بيع الحصص، مع إعطاء الأولوية إلى المساهمين في الشركة الممولة، أو إلى غيرهم من المساهمين، أو بأي شكل آخر تراه الشركة مناسباً.

5. الرقابة: تقع على لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة مسؤولية الرقابة على نشاط شركة الرأسمال الاستثماري بالتأكد من مدى احترامها للأحكام التشريعية والتنظيمية المعمول بها، حيث ترفع إلى وزارة المالية ولجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة تقارير سداسية عن وضعية المحفظة، التقارير المالية والمحاسبية للسنوات المالية المعنية، تقارير محافظي الحسابات وأي وثائق أخرى ضرورية لممارسة الرقابة.

ثانياً: النظام الجبائي لشركة رأس المال الاستثماري:

كم هي السلع والخدمات والأغراض التي تجتفي بها اليوم وتشكل جزءاً من حياتنا المعاصرة ورمزا لرفاهيتنا؟ ! إن كل تلك الأغراض ما كان يمكن إنجازها لولا رعاية خاصة من السلطات العمومية، ومغامرة أصحاب المشاريع الناشئة، وجسارة المخاطرين برأس المال، بل إن مجرد التمعن فيها للحظة والخوف من التعرض للإفلاس بسببها كان يكفي للعصف بالأفكار العظيمة والتخلي عنها. لقد أدركت الدول مدى أهمية المساندة المقدمة لأصحاب الأفكار المبدعة وللشركات المغامرة التي تأخذ على عاتقها تمويل تلك الأفكار من مرحلة البذرة إلى مرحلة العطاء مع ما يتطلبه ذلك من مغامرة وجهد وصبر وتضحية.

وإدراكاً لهذه التضحيات، من قطاع حساس، بادر التشريع الجزائري بموجب القانون 06-11 رغم مرور 15 سنة عن ظهور أول شركة رأس مال استثماري - إلى منح تخفيضات جبائية للشركات المخاطرة بأموالها وجهدها وأفكارها. حيث نص هذا القانون في فصله السادس على استفادة هذه الشركات كمرحلة أولى من إعفاءات جبائية على أرباحها، ونواتج توظيف الأموال.



وفوائض قيم التنازل عن الأسهم والحصص لمدة 5 سنوات، بشرط تعهدها بعدم سحب أموالها المستثمرة في المؤسسات الممولة لمدة 5 سنوات ابتداء من أول جانفي من السنة الموالية لتاريخ الاكتتاب واقتناء الأسهم. وبعد انقضاء هذه المدة تستفيد الشركة من نسبة مخفضة على معدل الضريبة على أرباح الشركات، والمقدرة بـ 5 %، وفي جانب الرسوم، تخضع الشركة لرسوم تسجيل ثابتة بمقدار 500 دج عن كل صفحة بالنسبة لكل عقد تأسيسي، و20 دج بالنسبة لكل زيادة أو تخفيض للرأسمال وبيع للأوراق المالية.

بعد هذا العرض المفصل، يتضح أن هناك اهتمام من قبل الحكومة الجزائرية لدعم هذا القطاع، وهو ما ظهر جليا من خلال القوانين الصادرة والتي اشتملت على كل الأبعاد الخاصة بالمشروع. غير أن تقييم هذه القوانين من حيث نتائجها (النجاح والفشل) دون التطرق لواقع التجربة الجزائرية في هذا الميدان هو من قبيل مصادرة للمطلوب، لذا، تجمل الإشارة فيما يلي إلى نماذج عن شركات رأس المال المخاطر الناشطة في المحيط الاقتصادي الجزائري.

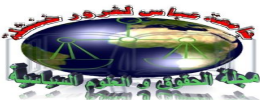
المطلب الثاني: نماذج عن شركات رأس المال المخاطر الناشطة في الجزائر

ولقد تم في الجزائر بعض التجارب لمؤسسات رأس المال المخاطر، نوردتها فيما يلي :

أولا: المالية الجزائرية الأوروبية للمساهمة "Finalep":

تعتبر المالية الجزائرية الأوروبية للمساهمة -Finalep- أول مؤسسة رأسمالي استثماري في الجزائر. سواء من حيث تاريخ التأسيس أو من حيث حجم النشاط، وتعتبر من أبرز المتعاملين في مجال نشاط رأس المال المخاطر تعتبر المالية الجزائرية الأوروبية للمساهمة بمثابة رائدة وعميدة صناعة رأس المال الاستثماري في الجزائر. حيث أنشأت في شهر أفريل من سنة 1991، في شكل شركة مساهمة ذات رأس مال قدر بـ 73.750 مليون دج، بين شريكين جزائريين يمتلكان الأغلبية بـ 60 % (بنك التنمية المحلية BDL بـ 40 %، و بنك القرض الشعبي الجزائري CPA بـ 20 %)، و شريكين أوروبيين يمتلكان 40 % (الوكالة الفرنسية للتنمية AFD بـ 28.74 % والبنك الأوروبي للاستثمار BEI بـ 11.26 %)¹. قامت finalep برفع رأس مالها إلى 159.25 مليون دج سنة 2000، ثم إلى 191.70 مليون دج سنة 2005. ويعتبر التدخل بالأموال الخاصة الوظيفة الأساسية لفينالپ. وذلك لمدة تتراوح بين 5 و10 سنوات، وهي عبارة عن شريك بطريقة فاعلة في كل مراحل العملية التمويلية، ولا تخاص تدخلات finalep قطاع معين جد ذاته، بل إنها تعطي الأولوية للمشاريع التي لها آثار وانعكاسات أكيدة على التنمية الاقتصادية

¹ منير نوري، أثر الشراكة الأورو جزائرية على تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، ملتقى دولي: متطلبات تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الدول العربية يومي 17 و 18 أفريل 2006، إشراف مخبر العولة واقتصاديات شمال إفريقيا، جامعة الشلف - الجزائر، ص ص 870 - 872.



والاجتماعية في الجزائر. وكذا المشاريع التي تساهم في خلق مناصب شغل. والمنتجة لسلع وخدمات موجهة للتصدير ما يعود بالعملية الصعبة. كما أن finalep منخرطة في إطار عدة برامج تنموية تابعة للإتحاد الأوربي بالجزائر. ونسجل هنا أنه تم إنشاء هذه الشركة مع أنه لا يوجد بعد في الجزائر قانون ينظم نشاط رأس المال المخاطر والذي صدر سنة 2006. وقد نشطت finalep من 1991 إلى 2006 بموافقة من مجلس النقد والقرض بموجب الأمر رقم 12 لـ 12 فيفري 1991¹.

ثانيا: المؤسسة المالية للاستثمار "Sofinance" :

تأسست بتاريخ 2002/01/09 برأس مال قدره 5 مليار دج. ومن مهام هذه الشركة المساهمة في إنشاء المؤسسات الجديدة في إطار الاستثمار الأجنبي المباشر. ودعم وتأهيل وتطوير المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن طريق إرشادها ومساندتها في إعادة هيكلتها المالية والإستراتيجية. وتوفير كل فرص التمويل الملائمة. أما نسبة تمويلها فهي لا تتعدى 35 % من رأس مال الشركة كحد أقصى².

المطلب الثاني: تحديات وآفاق شركات رأس المال المخاطر في الجزائر

مثلا يدل عليها اسمها. قد تواجه شركات رأس المال المخاطر في خضم العملية التمويلية والاستثمارية قائمة لا حصر لها من المخاطر والمشاكل والصعوبات الإدارية والقانونية والاقتصادية والأخلاقية. وكأي شركة حديثة عهد بهذه الصناعة. واجهت شركات رأس المال المخاطر الجزائرية - على قلتها - معوقات عديدة حالت دون تحرر Emancipation وانتشار هذا النوع التمويلي في المحيط الاقتصادي الجزائري. ودعمه لريادية الأعمال في المجتمع. حتى أنها من الضحالة والضالة بحيث لا يتردد صداها لدى الباحثين المتخصصين ناهيك عن عامة المجتمع.

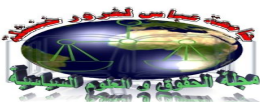
وإلى جانب التحديات التي تواجه بشكل عام الشركات التجارية في الجزائر منذ الاستقلال. وتشكل جزءا من واقعنا المتأزم. فقد أحصى الباحث سبتي عدة معوقات لشركات رأس المال المخاطر. نوردها فيما يلي³ :

- نقائص بالجملة تتعلق بالإطار القانوني والضريبي. فلا يخفى أن هذه الشركات نشطت قرابة 15 سنة في ظل غياب نص قانوني يؤطرها ويحفزها ويضمن حقوق أصحاب المصلحة. ورغم

¹ kamel Eddine Bouatouta, Présentation de l'expérience de la finalep , colloque international " les investissements direct étrangers et le financement des start-up " Marseille , 13-14 / 11 / 2005 , p 3 et 4 .

² مؤسسة سوفينونس . 04/03/2016 , www.sofinance.dz.com

³ سبتي محمد . نفس المرجع السابق . ص ص 181- 189 .



صدور القانون 06 - 11 الخاص بشركة رأس المال الاستثماري سنة 2006، إلا أنه لم يحدث القفزة النوعية المنتظرة منه، فلم يمنح تلك الشركات جرعة انتعاش، بل على العكس تضاعف نشاطها وظلت هياكل خالية من المبادرة والمغامرة.

- نقص الموارد المالية، وغياب آلية للخروج الملائم من المشاريع الممولة.
- غياب آلية لضمان مساهمات شركات رأس المال المخاطر في المشاريع الممولة.
- نقص في الإطارات البشرية المتخصصة في هذا النوع من التمويل، خاصة المجالات التالية: المالية، الإدارية، الاقتصادية والقانونية.
- نقص في الزبائن المحتملين، بسبب جمودية النشاط الاقتصادي الجزائري، وغياب أي مؤشرات عن إقلاع اقتصادي حقيقي، أو حافز على الابتكار والإبداع لدى الشباب والمتخرجين من الجامعات والمعاهد.
- غياب جمعيات مهنية للمستثمرين برأس المال، تدافع عنها أمام الجهات الوصية، مما أدى إلى تقوقع هذه الشركات في نطاقها الإقليمي، وتشتتها في مواجهة التحديات.
- اختلاف البيئة الثقافية والاقتصادية والمالية الجزائرية عن عقلية هذه الشركات، إذ يتميز المشهد الاقتصادي الجزائري بأنه اقتصاد استدانة (التمويل البنكي) وريعي، حيث يقوم على نموذج تنموي غير متنوع ومصدر وحيد للدخل، كما أن معظم النسيج الاقتصادي مكون من شركات عائلية وفردية تعتمد على مواردها الذاتية وترفض فكرة المشاركة والمخاطرة ومقاسمة الغير أسرار المهنة، يضاف إلى ذلك غياب فكرة المقاولاتية لدى رجال الأعمال الجزائريين والانفتاح على الشريك الأجنبي، وضعف حوكمة الشركات وشفافية المعلومات المالية والمحاسبية.

زيادة على ذلك، يضيف الباحث كبريت تحديات أخرى تجابهها شركة رأس المال المخاطر في منطقة دول الشرق الأوسط وشمال إفريقيا (MENA Middel East and North Africa Area) بما فيها الجزائر، ومنها¹:

- افتقار الأسواق المحلية لنماذج عن تجارب نجاح المشاريع يضع حاجزا أمام رواد الأعمال المحتملين، مما يقف حجرة عثرة أمامهم لأخذ زمام المبادرة وإنشاء المشاريع.
- تعاني البيئة الاقتصادية العربية من قلة في عرض الاستثمارات، وفرص أقل للأعمال الناشئة، رغم أن أسواقها غير متشبعة، وتتوفر على فرص ذات قيمة عالية وكوادر بشرية مؤهلة وجديرة بالثقة.

¹ كبريت طارق، نفس المرجع السابق، ص 10-11.



- نفور المستثمرين الأجانب من الاستثمار في هذه المنطقة، بسبب معوقات وتحديات عديدة كمحدودية حق التملك، ارتفاع درجة الضغط الضريبي وصعوبة جذب الشركات التي تملك قدرات هامة وتبحث عن تمويل بأسعار معقولة.
- خلف قطاع التكنولوجيا، وعدم نضج رواد الأعمال بما يكفي لخوض الشراكات الكبيرة.
- افتقاد الكثير من المستثمرين لخصائص المسير الناجح، كالصبر والعقلانية والالتزان.
- خلو سجل رواد الأعمال من الخبرة وتجارب باءت بالفشل، وهو ما يعزز لديهم إحساس مبالغ بالخوف من الفشل، وهو أمر غير مقبول في عالم الرأس مال المخاطر. فإذا كان الخوف الطبيعي محبذ، فإن المبالغة فيه قد تنقلب إلى معيق على الإقدام والتفكير الإبداعي.
- الافتقار إلى الشفافية والإفصاح عن المعلومات، والعمل في إطار قانوني منظم ومثقل بالإجراءات ما يضع عراقيل كبيرة أمام الأجانب للتملك وتمثيل الشركات المستثمرة.
- عدم تعاون قوانين دول المنطقة مع المخاطر برأس المال من أجل إتمام صفقات الاستثمار. ففي بعض الأحيان لا تتيح القوانين المحلية تسهيلات في جانب صياغة أحكام بيع الشركة الخاصة بالمؤسسين بالشكل المناسب (حالة المملكة العربية السعودية مثلاً).
- افتقار رواد الأعمال لثقافة الاستثمار في المشاريع برأس المال المخاطر.
- ومع ذلك، فإن هذه المنطقة لا تخلو من بعض الميزات التي عايشتها الشركات المستثمرة برأس المال المخاطر، وهي ذات علاقة بأسس وبنية الاقتصاد، ومنها:
- ضعف المنافسة على فرص تمويل الشركات والمشاريع، ووجود فرص متعددة في مختلف القطاعات التي لم يتم استغلالها كفاية بالتزامن مع التطور التدريجي للمنطقة، مما يعطي للشركات المغامرة الوطنية والأجنبية الأسبقية وفرصة أكبر لتمويلها وتوسيع استثماراتها.
- تبادل ممتاز للقدرة التقنية، ووجود فرص نمو واعدة في قطاعات تكنولوجيا المعلومات المحلية.
- في إطار سعي الشركات المحلية العربية لجأزة التقدم العالمي، تقوم بتغيير أنماط عملها لضمان البقاء في السوق ومنافسة غيرها، وبذلك فهي تعزز من حضور قطاع التكنولوجيا في خططها الإبداعية والابتكارية.
- ولد النقص في التمويل ضمن دول المنطقة في ظل عدم إقبال المصارف المحلية على تمويل الشركات الصغيرة والمتوسطة، فرصاً مهمة لظهور الشركات المستثمرة برأس المال من أجل احتواء الفراغ التمويلي، وقد رافق ذلك بروز ملامح للتوجه نحو إصدار تشريعات استثمارية محلية وإقليمية تضمن المساواة بين كل الأطراف المشكلة للعملية الاستثمارية.



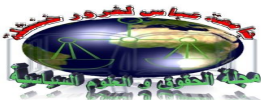
ووجود احتمال تحقيق عائدات عالية على المدى الطويل لنقص المنافسة، مما يجعل ظروف المغامرة والربح واضحة وذات جاذبية للمخاطرين برأس المال.

الخاتمة:

لقد طرّقنا باب موضوع هو من الأهمية بمكان لدى رجال القانون والاقتصاد. وقد عقدنا العزم بعد مراجعة للتطبيقات على تأليف قراءة في شركة رأس المال المخاطر من زاوية قانونية واقتصادية، لدواعٍ منهجية ومعرفية. هادفين إلى بيان معناها وخصائصها التي تميزها عن أنواع التمويل التقليدية الأخرى. مردفين ذلك بلمحة عن فعاليتها في التمويل والاستثمار. آخذين بعين الاعتبار مكانة الإطار القانوني في دورة حياة هذه الشركات والمشاريع التي تمولها، والمقاربات الفقهية المطروحة لأسلمة هذا التمويل. كل ذلك بأسلوب وصفي تحليلي مدعم باستقراء لواقع المهنة والتطبيقات المتاحة عنها في بعدها المحلي الذي خصصناه لعرض واقع وممارسات شركة رأس المال المخاطر في البيئة الجزائرية، بأبعادها القانونية والاقتصادية.

وبعد عرضنا لهذا البحث توصلنا إلى النتائج التالية:

- أهمية هذا التمويل كآلية بديلة للتمويل البنكي في مساندة المشاريع الصغيرة والناشئة ذات المخاطر العالية والتي تركز على أفكار إبداعية وتفتقد إلى الخبرة والأموال اللازمة في بيئة يسيطر عليها منطق المستثمرين الكبار الذي لا يرحب بوافدين جدد وتقبل فكرة تقاسم الأرباح.
- هناك خصوصيات كثيرة تميز الصناعة التمويلية عن غيرها من أنواع التمويل، مما يجعل منها بديلاً تمويلياً بامتياز للمشاريع الصغيرة، سيما في البيئة الجزائرية التي تعاني من عزوف الشباب الجزائري عن الابتكار والمقاولاتية.
- إيماناً بأن الابتكار والإبداع والاستثمار دون قانون هو انتحار، فإن نجاح هذه الشركات مرهون بوجود إطار قانوني من وداعم ومحفز على النمو والازدهار. فهو وحده الكفيل بتحفيز المبدعين والممولين والمستثمرين على الاستمرار في العطاء ومجابهة المخاطر الجسيمة، وحفظ وضمان حقوق المصلحة في شركة رأس المال المخاطر والمشاريع الممولة، وأي خلل أو ثغرة في القوانين من شأنها أن تزعزع العلاقة بين الممول والمستثمر، وتضيع الجهود ورؤوس الأموال في مهب الريح، وتغلق باب الإبداع والابتكار.
- يكتسي التركيب القانوني أهمية قصوى في دورة حياة شركات رأس المال المخاطر والمشاريع الممولة من لحظة التأسيس إلى مرحلة الانفصال والخروج، ويستأثر عقد المساهمين بقيمة



- قضائية، ترسخ نوعية وطبيعة العلاقات بين فريق المبادرين (الشركة الممولة) وفريق المغامرين (المستثمرين) وحقوق والتزامات أطراف العقد.
- لقد تلون الاجتهاد الفقهي في هذا الموضوع بنظرتين. إحداها لا ترى نفعاً من تبني هذا النموذج بشكله الحالي، بينما تتبنى الثانية رؤية تقريبية انطلاقاً من نقاط التشابه بينه وعقود الشركات الشرعية، وتكييفه فقهاً على أساس أنه أقرب إلى شركة العنان الإسلامية.
 - يسجل للجزائر فضل السبق في تبني هذه التجربة مقارنة بكثير من بلدان المشرق العربي. في إطار مساعيها لكسر جمودية التمويل البنكي وإنعاش قطاع الأعمال الخاص. غير أنها تأخرت في إصدار قانون ينظم هذه الصناعة، مما كان له تكاليف وآثار تركت بصمتها على الصناعة ليومنا هذا.
 - رغم خوض الجزائر لتجربة شركات رأس المال المخاطر باكراً، إلا أنه لا وجود للملامح تدل على نشاط متميز لهذه الشركات، فنسبة انتشارها في النسيج الصناعي والمقاولاتي يبقى ضعيفاً، إلى جانب محدودية نشاطها. إذ لا تتعدى نسبة مساهمتها في تمويل الهيكل المالي للمشاريع 35%. وأغلب تمويلاتها متركزة في بعض القطاعات دون غيرها والتي تتميز بمخاطر متدنية، على غرار الصناعات التحويلية للمنتجات الغذائية، تخزين المنتجات الغذائية ومواد التغليف، صناعة الألبسة وتحويل الخشب.
 - رغم صدور القوانين المؤطرة لنشاط شركات رأس المال الاستثماري وتحديد كفاءات إنشائها وسيرها وشروط استفادتها من التحفيزات الجبائية، إلا أنها لا تزال هياكل دون روح. ومن هنا تتضح عدم جدوى القوانين في ظل غياب إرادة اقتصادية حقيقية لتفعيلها.
 - هناك معوقات كثيرة وقفت حائلاً دون انطلاق هذه الشركات في الجزائر. وسط بيئة قانونية واقتصادية وثقافية غير مريحة بها. وهي جزء من واقعنا التنموي المتخلف الذي ورثناه منذ أيام الاستقلال ثمنا لخياراتنا الاقتصادية ولممارساتنا القانونية والاقتصادية.
- التوصيات:**

- بناء على النتائج السابقة، تتوجه هذه الدراسة إلى أصحاب القرار في الحكومة الجزائرية ورجال الأعمال والمهتمين في المجتمع المدني والباحثين بمجموعة من التوصيات أهمها:
- السعي لإحياء هذه الشركات ودعمها، بالالتفاف حولها سعياً للخروج من عنق الزجاجة التي يقبع فيها اقتصادنا منذ أمد بعيد. وهنا لا بد على البنوك الجزائرية أن تعمل على



- تشجيع إقامة مؤسسات الوساطة المالية المتخصصة في هذه التقنية التي بقي عددها محدودا جدا، ومقتصرًا على اثنتين وهما FINALEP وSOFINANCE.
- العمل على إخراجها من دائرة اهتمام القطاع العام إلى القطاع الخاص، وتوسيع تمويل هذه الشركات لتشمل قطاعات ذات المخاطر العالية ومرافقتها بالأدوات والتحفيزات الجبائية والامتيازات الاستثمارية التي تضمن استمراريته وتُعزز حضورها في النسيج الاقتصادي الوطني.
 - التوعية الثقافية والإعلامية والبحثية بأهمية هذه المكونات الاقتصادية، انطلاقًا من فناعة أنه إذا كان أصحاب المهنة والمتخصصون يجهلون هذه الشركات وأدوارها التنموية فلا يتوقع حصول إقبال جماهيري عليها.

