

تجربة الجزائر في بناء قطاع رأس المال المخاطر

Algeria's Experience in Building a Venture Capital Sector

معاذ مسعودي*

جامعة أم البواقي (الجزائر)

مخبر: المحاسبة، المالية، الجباية والتأمين

messaoudi.moaad@univ-oeb.dz

تاريخ النشر: 2023/06/30

تاريخ القبول: 2023/04/30

تاريخ الاستلام: 2023/03/31

الملخص:

تهدف هذه الدراسة إلى التعريف برأس المال المخاطر كمفهوم وبديل مستحدث في مجال التمويل والاستثمار وإمكانية تطبيقه في الجزائر، فضلا عن استعراض تجربة الجزائر في بناء قطاع رأس المال المخاطر.

أظهرت نتائج الدراسة أن الأطر المؤسسية تلعب دورا محوريا في جذب تمويل رأس المال المخاطر، وتنظيم منظومة رأس المال المخاطر.

الكلمات المفتاحية: رأس المال المخاطر، رأس المال الاستثماري، الإطار المؤسسي، الجزائر.

تصنيف JEL: G24 ; L28

Abstract :

This study aims to define venture capital as a concept and a new alternative in the field of finance and investment and its applicability in Algeria, as well as review Algeria's experience in building a venture capital sector.

The results show that, institutional frameworks play an important role to attract venture capital funding and organize venture capital ecosystem.

Keywords: venture capital, private equity, institutions, Algeria.

JEL classification codes: G24 ; L28

ظهر مصطلح رأس المال المخاطر venture capital لأول مرة في عام 1946م على لسان الجنرال الأمريكي ذو الأصول الفرنسية جورج دوريوث George Doriot . ثم تناوله بالدراسة من بعد ذلك العديد من الكتاب والباحثين، الذين اختلفوا في تسميته، فمنهم من أطلق عليه رأس المال الجريء. وهناك من سماه رأس المال المغامر، ومنهم من عرفه أنه رأس المال المبادر وغير ذلك من المسميات. كمصدر هام لتمويل المؤسسات الاقتصادية، غالباً ما يكون رأس المال المخاطر حجر الزاوية الأساسي في تطوير الشركات الناجحة والصناعات برمتها. نتيجة لذلك لعب رأس المال المخاطر دوراً مهماً في العديد من قصص نجاح الشركات. تجدر الإشارة أن رأس المال المخاطر ساعد في إنشاء بعض أهم الشركات الرائدة في عالم الأعمال اليوم، من بينها: Apple، Google، Federal Express، وGenentech. شهدت صناعة رأس المال المخاطر ورأس المال الاستثماري في العقدين الماضيين نمواً كبيراً، حيث كانت صناديق رأس المال المخاطر ورأس المال الاستثماري في 1994 تدير 100 مليار دولار أمريكي (Metrick & Yasuda, 2011)، ليصل إجمالي مبلغ أصولها في جوان 1995 إلى 2.4 تريليون دولار أمريكي (Preain, 2016).

تجدر الإشارة إلى أنه - لتبسيط الأمور- تستخدم هذه الدراسة مصطلح رأس المال المخاطر venture capital باعتباره الوصف الرئيسي للاستثمار في الشركات الخاصة، هذا يعني أنها تأخذ بعين الاعتبار رأس المال الاستثماري private equity أيضاً.

لماذا تطور رأس المال المخاطر في مناطق جغرافية محددة، مثل وادي السيليكون، على خلاف مناطق أخرى؟ حيث يعرف كل من Paul Gompers و Josh Lerner هذا السؤال على أنه واحد من الأسئلة المفتوحة في أبحاث رأس المال المخاطر (Gompers & Lerner, 2001). منذ ذلك الحين، ازدهرت الأدبيات في محاولة تحديد الأسباب التي جعلت مناطق ودول معينة تتمتع بميزة نسبية في نشاط رأس المال المخاطر، ولكن بنجاح مختلف.

1. إشكالية الدراسة

بناءً على ما سبق يمكن صياغة مشكلة البحث من خلال الأسئلة التالية:

❖ هل يعتبر التمويل عن طريق رأس المال المخاطر البديل الأمثل لتمويل المؤسسات الاقتصادية وخاصة المؤسسات الناشئة ؟

❖ كيف يمكن للجزائر أن تستفيد من رأس المال المخاطر في تمويل المؤسسات الاقتصادية؟

❖ ماهو الدور الذي يمكن لصناع القرار في الجزائر القيام به لتشجيع المستثمرين على الاستثمار في رأس المال المخاطر؟

2. أهداف الدراسة

من جملة الأهداف التي تسعى إليها الدراسة نذكر:

- ❖ التعرف على المفاهيم النظرية المتعلقة برأس المال المخاطر ومبادئها وكذا آلية عمل رأس المال المخاطر.
- ❖ استعراض تاريخ رأس المال المخاطر في الجزائر، ومناقشة الحالة الراهنة للقطاع.
- ❖ إبراز المبادرات والتجارب الحكومية في دعم رأس المال المخاطر.
- ❖ تحديد الإطار القانوني الذي تمت صياغته، لتشجيع نشاط رأس المال المخاطر في الاقتصاد الجزائري، وكذلك معرفة تأثير العوامل السياسية والاقتصادية والجغرافية على استثمارات رأس المال المخاطر.
- ❖ تسليط الضوء على واقع صناعة رأس المال المخاطر في الجزائر، و توفير فهم شامل لصناعة رأس المال المخاطر الجزائرية لتمكين إنشاء منظومة للحفاظ على نمو القطاع.
- ❖ استعراض أهم القيود والصعوبات المرتبطة بتمويل رأس المال المخاطر في الجزائر من جهة، ومحاولة الوصول إلى مجموعة مقترحات و توصيات تساعد في تفعيل دور التمويل برأس المال المخاطر في الجزائر من جهة أخرى.

3. منهج الدراسة

من أجل الإجابة على الأسئلة المطروحة ونظرا لطبيعة الموضوع اتبعنا المنهج الوصفي التحليلي وذلك من خلال وصف وتحليل تجربة الجزائر في بناء قطاع رأس المال المخاطر.

4. تقسيم الدراسة

للإجابة على الإشكالية المطروحة وتحقيق الأهداف المسطرة، قسمنا الدراسة إلى محورين أساسيين، وذلك على النحو التالي:

I- مفاهيم أساسية حول رأس المال المخاطر

II- واقع رأس المال المخاطر في الجزائر

I- مفاهيم أساسية حول رأس المال المخاطر

1. رأس المال المخاطر كمفهوم

رأس المال المخاطر **Venture capital** : هو أحد أشكال رأس المال الاستثماري ونوع من التمويل الذي يقدمه المستثمرون للشركات الناشئة والصغيرة التي يعتقد بأن لديها إمكانات نمو استثنائية ولديها القدرة على مواصلة هذا النمو على المدى الطويل.

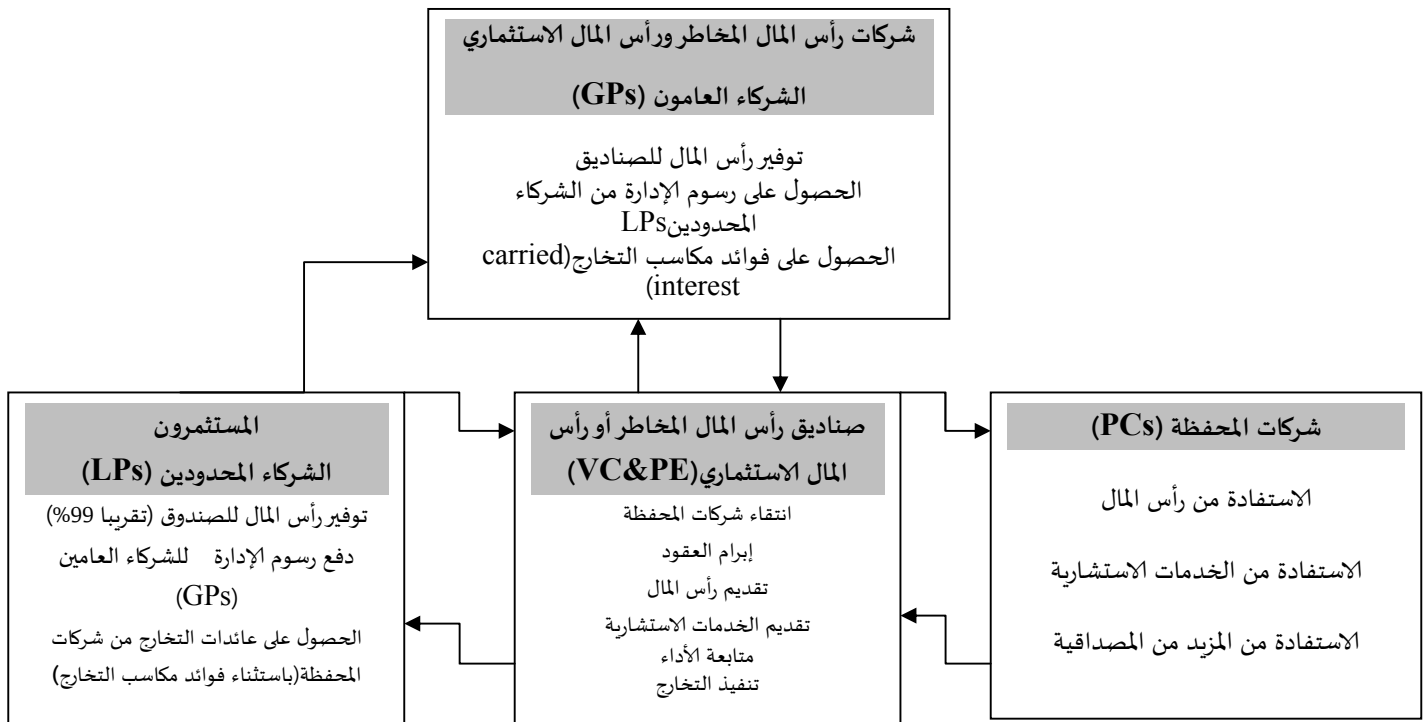
الشركات القائمة على رأس المال المخاطر **Venture capital-backed companies**: لا يوجد تعريف شامل لهذه العبارة، بيد أنه مقبول على نطاق واسع من قبل الممارسين والأكاديميين (على الرغم من أن البعض يستخدم مصطلح رأس المال المخاطر **venture capital** ليشمل فقط المستثمرين الذين يملكون حصصاً مسيطرة). عبارة "شركات المحفظة **portfolio companies**"، هو المصطلح الأكثر استخداماً من قبل ممارسي رأس المال المخاطر، يستخدم أيضاً بشكل مرادف في هذه الدراسة. يعتمد الباحث تعبير "شركات المحفظة **portfolio companies**" للدلالة على الشركات أو المؤسسات التي تحصلت على تمويل رأس المال المخاطر، وبالتالي تشكل جزءاً من محفظة الشركات المملوكة جزئياً أو كلياً من طرف شركة أو صندوق رأس المال المخاطر.

2. هيكل رأس المال المخاطر

يمكن تلخيص هيكل الوساطة الأساسية لصناديق رأس المال المخاطر ورأس المال الاستثماري بيانياً في الشكل التالي:

الشكل رقم (01): دورة رأس المال المخاطر ورأس المال الاستثماري : أدوار المستثمرين، شركات رأس المال المخاطر

ورأس المال الاستثماري وشركات المحفظة



Source : (Tykvová, 2018)

في البداية يمكن تعريف صناديق رأس المال المخاطر وصناديق رأس المال الاستثماري عبارة عن وسطاء ماليين **financial intermediaries** بين مصادر الأموال (وهم عادة من المستثمرين المؤسسيين **institutional investors**) والمؤسسات الابتكارية ذات إمكانية النمو العالية و التكنولوجيا العالية، يتم

إنشاء الصناديق عادة كشراكات محدودة، بيد أنه هناك أنواع أخرى من الصناديق. والشراكة المحدودة هي في الأساس عقد بين المستثمرين المؤسسيين بصفتهم شركاء محدودين (صناديق المعاشات التقاعدية، البنوك، شركات التأمين، ممن لهم حقوق كشركاء لكن حقوق الإدارة التجارية على صندوق المسؤولية المحدودة) ومدير الصندوق الذي تم تعيينه الشريك العام (general partner) (الشريك الذي يتحمل المسؤولية عن العمليات اليومية وإدارة الصندوق ويتحمل المسؤولية الكاملة في مقابل رسوم الإدارة (Fee management) (Cumming & Johan, 2013).

3. أهمية رأس المال المخاطر

يلعب رأس المال المخاطر دوراً محورياً في ابتكار الأمة ونمو الاقتصاد (Lerner J. , 2010)، حيث يتطلب هيكل وقواعد أسواق رأس المال وجود رأس المال المخاطر (Zider, 1998)، من جهة أخرى، يمثل رأس المال المخاطر المستقل الصيغة الأكثر تقليدية وتطوراً، في الولايات المتحدة وخارجها. وثقت العديد من الدراسات التأثير الإيجابي لرأس المال المخاطر على أداء شركات المحفظة من حيث الابتكار، النمو، الأداء الاقتصادي العام واحتمالية الاكتتاب العام.

يساهم رأس المال المخاطر في نجاح شركات المحفظة بعدة طرق؛ أولاً، يوفر الموارد المالية التي تفتقر إليها شركات المحفظة بسبب إخفاقات سوق رأس المال. ثانياً، يقوم مستثمري رأس المال المخاطر بتدريب شركات المحفظة، مما يوفر قيمة مضافة في المجالات التي تفتقر فيها هذه الشركات إلى الخبرة الداخلية، مثل توظيف المسيرين وغيرهم من الموظفين الذين لديهم مهارات (المؤهلين) والتخطيط الاستراتيجي.

يوفر رأس المال المخاطر حوافز قوية لرواد الأعمال (على سبيل المثال من خلال التدرج أو التمويل المرحلي) ويراقب أنشطتهم عن كثب. ختاماً، يساعد مستثمري رأس المال المخاطر شركات المحفظة على إقامة تحالفات مع شركاء مهمين.

4. الأشكال التنظيمية (تصنيف) لرأس المال المخاطر

1.4. رأس المال المخاطر الرسمي

❖ رأس المال المخاطر الحكومي Government Venture Capital fund: يشير مصطلح شركات رأس المال المخاطر الحكومي في الأدبيات الموجودة بمعاني مختلفة، على سبيل المثال: شركات رأس المال المخاطر المملوكة من طرف الحكومة، الملكية العامة لشركات رأس المال المخاطر، رأس المال المخاطر الحكومي ورأس المال المخاطر الذي تديره الحكومة. في هذه الدراسة نستخدم مفهوم شركات رأس المال المخاطر الحكومي واستعمال مصطلح GVCs الذي يعود على شركات رأس المال المخاطر التي تم

إنشائها (أو تأسيسها)، تملكها وتديرها (أو تشغيلها) الحكومة (Zhang & Mayes, 2018). مثل صندوق الاستثمار الأوروبي (EFI) the European Investment Fund

❖ رأس المال المخاطر المؤسسي (CVCs) Corporate venture capital: عبر التاريخ، يعتبر العائد المالي هو الهدف الرئيسي لرأس المال المخاطر المؤسسي (Haslanger, Lehmann, & Seitz, 2022). يسعى مستثمر رأس المال المخاطر المؤسسي CVCs عادةً إلى تحقيق الأهداف الإستراتيجية بالإضافة إلى الأهداف المالية. علاوة على ذلك، يوفر مستثمر رأس المال المخاطر المؤسسي CVCs لشركات المحفظة إمكانية الوصول إلى الأصول القيمة التكميلية التي تملكها الشركة الأم.

❖ رأس المال المخاطر المستقل (IVCs) Independent venture capital: يدير مستثمر رأس المال المخاطر المستقل مجموعات رأس المال المقدمة من مصادر مختلفة (مثل: البنوك، صناديق التقاعد، صناديق التحوط، شركات التأمين، الأوقاف الجامعية، المستثمرين الأفراد، المكاتب العائلية).

❖ صندوق صناديق رأس المال المخاطر Fund of Funds: تقدم الحكومة الأموال إلى منظمة شبه حكومية، تدار بشكل مستقل، أي صندوق الصناديق، يقوم صندوق الصناديق بفحص صناديق رأس المال المخاطر المسيرة من طرف القطاع الخاص (التي يديرها الشركاء العامون)، ويشارك في الاستثمار في صناديق رأس المال المخاطر كشريك محدود، جنباً إلى جنب مع مستثمرين شركاء محددين آخرين من القطاع الخاص (Lerner J., 2009).

❖ المكاتب العائلية Family Office: تماماً مثل رأس المال المخاطر، تأتي المكاتب العائلية بأشكال عديدة ولها وظائف كثيرة. في أوسع تعريف لها هي أدوات مالية خاصة تقدم خدمات الأصول غير الأساسية للعائلة. الهدف الأصلي لمكتب العائلة هو إدارة ثروة العائلة للأجيال الحالية والمستقبلية (Dromberg, 2018). بينما تركز بعض المكاتب العائلية على الأصول المالية فقط، تقدم مكاتب عائلية أخرى الخدمات المتزايدة للعائلات الثرية، مثل خدمات الاستقبال والإرشاد و النفقات العامة الأخرى المتعلقة بنمط الحياة التي يمكن أن ترتبط بالأصول غير الأساسية للعائلة. ترتبط الأنشطة الخيرية أيضاً بشكل شائع بالمكاتب العائلية.

تعرف Invest Europe المكتب العائلي family office على أنه مكتب يقدم خدمات لعائلة واحدة أو عدة عائلات، والتي تشمل إدارة الاستثمار والخدمات الأخرى (المحاسبة، الاستشارات المالية والضريبية..)

2.4. رأس المال المخاطر غير الرسمي (المستثمر الملاك)

❖ **المستثمر الملاك Angel Investor** أو المستثمرون الملائكيون **Angel Investors**: شخص يقدم رأس المال للمؤسسات الناشئة في مراحلها المبكرة التي لا تتمكن من الحصول على التمويل الرسمي بسهولة ويساهم في سد الفجوة الموجودة في تمويل الشركات الناشئة ما بين التمويل القادم من الأصدقاء والعائلة والتمويل القادم من المستثمرين في رأس المال. ويُطلق على المستثمرين الملائكة اسم المستثمرين غير الرسميين **Informal Investors**، والمستثمرين في البذرة **Seed Investors**. هؤلاء المستثمرون عادة ما يقدمون التمويل الأولي مقابل الحصول على حصة في الشركة، وبمجرد أن تتوسع الشركة وتنجح، يصبح بإمكان المستثمر الملائكي بيع أسهمه لتحقيق الأرباح.

❖ **رأس المال المخاطر (SEV) Sweat Venture Capital**: طريقة مختلفة وجديدة لرأس المال المخاطر اسمها **Sweat Venture Capital** أو **SEV** طريقتهما يكون صندوق حجمه 30 مليون دولار على سبيل المثال، يقوم بمساعدة الشركات الناشئة **Start-ups** بتوظيف خبراء في الشركة ويدفع هو رواتبهم، مقابل حصة فيها **Sweat equity**. الصندوق هنا لا يقدم سيولة، ولكن قيمة مضافة (Hoffman, 2020). مثال: المؤسس الشريك لشركة **LinkedIn** ريد هوفمان **Reid Hoffman** يخصص مبلغ 30 مليون دولار في صورة **Sweat Venture Capital** أو **SEV** وهو نموذج جديد لرأس المال المخاطر للاستثمار في الشركات الناشئة.

تجدر الإشارة إلى أن التنوع في مستثمري رأس المال المخاطر يسمح بالتعامل مع قطاعات مختلفة ومراحل مختلفة ومناطق جغرافية مختلفة من شأنه سد فجوات تمويل المؤسسات الاقتصادية والناشئة في شتى القطاعات والمراحل والمناطق.

II- واقع رأس المال المخاطر في الجزائر

يمثل رأس المال المخاطر في الجزائر فئة أصول جديدة تمت هيكلتها بشكل غير رسمي، وتم إضفاء الطابع الرسمي عليها في بداية العقد الماضي. تم إنشاء شركات رأس المال المخاطر الجديدة إلى جانب صناديق رأس المال المخاطر العامة التي تأسست في عامي 2002 و 2003. لا تتوفر بيانات حول أداء رأس المال المخاطر متاحة للجمهور والتي تسلط الضوء على كيفية مقارنة الجزائر بالدول الأخرى في العالم، مما يؤدي إلى خلق فجوة معرفية في رأس المال المخاطر في الأوساط الأكاديمية.

عادة ما تواجه المؤسسات الاقتصادية والناشئة في الجزائر صعوبات في الحصول على التمويل في مراحلها الأولى. ويعود هذا إلى أن البلد ليس به سوى القليل من شركات رأس المال المخاطر.

1. توافر رأس المال المخاطر في الجزائر

الجدول رقم (01): توافر رأس المال المخاطر في الجزائر

2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	
3,5	3	2,8	2,6	2,6	2,2	2	1,8	2,1	81	118	118	القيمة
41,4	33,7	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	المؤشر
49	62	78	85	79	108	123	138	110	--	--	--	الترتيب

المصدر: من إعداد الباحثان بالاعتماد على تقارير التنافسية العالمي الصادرة عن منتدى الاقتصاد العالمي WEF

وفقاً لتقرير السنوي العالمي للتنافسية 2019 والصادر عن مركز التنافسية العالمي يتضح من الجدول أن الجزائر تحتل المرتبة 49 من أصل 141 دولة في سنة 2019 بعد أن كانت في المرتبة 108 في سنة 2014، يأتي هذا الإنجاز انعكاساً لدور الحكومة في توفير بيئة تنافسية لتشجيع دخول المؤسسات الناشئة.

2. مصادر رأس المال المخاطر في الجزائر

يوجد في الجزائر عدد مختلف من شركات رأس المال المخاطر والتي تختلف سواء كانت مقيمة أو غير مقيمة، حيث أصبح السوق الجزائري يحتوي على سبع شركات مقسمة كالتالي:

ثلاثة منها تنشط بموجب حصولها على رخصة ممارسة نشاط رأس المال المخاطر في إطار القانون رقم 11-06 المتعلق بشركات رأس المال الاستثماري المؤرخ في 24 جوان 2006، وهي كل من: المالية الجزائرية الأوربية للمساهمة، الجزائر استثمار، Algeria Capital Invest، بالإضافة الى شركة عمومية وأخرى مختلطة الملكية، فضلا عن شركتين غير مقيمتين.

شركة أفريك أنفست Afrivinvest أو شركة رأس المال المخاطر إفريقيا للاستثمار Africinvest Limited، التي تعتبر من أبرز مستثمري رأس المال الاستثماري، تلزم بالاستثمار في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الإفريقية. تأسست أفريك أنفست في عام 1994 وهي جزء من مجموعة متكاملة IntegraGroupe، وهي شركة خدمات مالية واستثمارية مقرها الأم في تونس. كان لها الفضل في تأسيس الجمعية المهنية الإفريقية لرأس المال الاستثماري ورأس المال المخاطر The African Private Equity and Venture Capital Association. وينصب تركيز شركة أفريك أنفست Africinvst نشاطها في مجال رأس المال المخاطر في ثلاث قطاعات هي: قطاع تقنية الاتصالات والمعلومات (http://www.africinvest.com).

يرى الباحث أنه، بغض النظر عن عدد مستثمري رأس المال المخاطر في السوق الجزائرية، فإنه لا يزال غير كاف لتقديم الخدمات التمويلية لجميع المؤسسات الاقتصادية والناشئة.

تجدر الإشارة، إلى أن الفرق بين رأس المال المخاطر ورأس المال الاستثماري في الجزائر ليس كبيرا كما هو الحال في الاقتصاديات الكبيرة الأخرى. بينما في العديد من الاقتصاديات المتقدمة، تلعب صناعات رأس المال المخاطر VC ورأس المال الاستثماري PE أدواراً متميزة – تتميز في جزء كبير منها بمراحل الاستثمار، حيث يختص رأس المال الاستثماري في عمليات الاندماج والاستحواذ M&A

ويستثمر في الشركات في مراحل النمو المختلفة، بما فيها الشركات في مرحلة التدهور. علاوة على ذلك تستثمر شركات رأس المال الاستثماري في مجال واسع من الصناعات. في حين يركز رأس المال المخاطر على الاستثمار في الشركات سريعة النمو التي تحقق عوائد من الاضطراب التكنولوجي technological disruption أو التطبيقات الحديثة للتكنولوجيات الحديثة. في المقابل في الجزائر تميل حدود التمييز هذه إلى الضبابية مقارنة بالاقتصاديات الأخرى، وخاصة المتقدمة. نشأت صناعة رأس المال المخاطر VC ورأس المال الاستثماري PE في الجزائر جنباً إلى جنب، وحتى وقت قريب كان ذلك جزئياً لعدم وجود خيارات تخارج مؤسسية وإحجام المستمر عن الاستثمار في المراحل المبكرة أو في المرحلة البذرية للشركات.

شهد العقد الأول وأوائل العقد الثاني من القرن الواحد والعشرين بلورة استثمار رأس المال المخاطر في الجزائر، ثم تضاعف استراتيجيات الاستثمار، خيارات التخارج، والاهتمام بشركات النمو عالية التكنولوجيا والنمو جنباً إلى جنب.

3. المنظومة القانونية والتنظيمي لصناعة رأس المال المخاطر في الجزائر

عرف المشرع الجزائري رأس المال المخاطر على أنه يهدف إلى المساهمة 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 الخصوصة، يمارس نشاط الرأسمال الاستثماري من قبل الشركة لحسابها الخاص أو لحساب الغير، وحسب مرحلة نمو المؤسسة موضوع التمويل، وحدد المشرع الجزائري كفاءات تدخل شركة رأس المال المخاطر فيما يأتي (الجريدة الرسمية القانون رقم 11-06 المؤرخ في 28 جمادى الأولى عام 1427 الموافق 24 يونيو سنة 2006 والمتعلق بشركة الرأسمال الاستثماري ..، 2006):

رأسمال المخاطرة الذي يشمل:

- ❖ رأسمال الجدوى أو "رأسمال الانطلاقة": قبل إنشاء المؤسسة،
- ❖ رأسمال التأسيس: في مرحلة إنشاء المؤسسة،
- ❖ رأسمال النمو: تنمية طاقات المؤسسة بعد إنشائها،
- ❖ رأسمال التحويل: استرجاع مؤسسة من قبل مشترداخلي أو خارجي،
- ❖ استرجاع مساهمات و/أو حصص يحوزها صاحب رأسمال استثماري آخر.

4. الإطار القانوني والجبايي لرأس المال المخاطر في الجزائر

1.4. الإطار القانوني لتقنية رأس المال المخاطر في الجزائر

❖ منذ صدور القانون رقم 11/06 الصادر في 24/06/2006 القانون الأساسي المنظم لنشاط رأس المال المخاطر في الجزائر استبشر هذا القطاع المهم بوجود مجهودات حثيثة تتبني مسعاه وتعمل على معالجة نقاط الضعف التنظيمية، خصوصا انه جاء بعد حوالي خمسة عشر سنة 15 سنة بعد ظهور أول شركة رأس مال مخاطر في الجزائر.

❖ صدور المرسوم التنفيذي رقم 56/08 المؤرخ في 11/02/2008 المتضمن تحديد الحد الأدنى لرأس مال شركات رأس المال المخاطر وكيفيات حيازته، حيث نصت المادتين 02 و 04 منه على ماييلي "يحدد رأس المال الأدنى لشركة رأس مال المخاطر بمائة (100) مليون دينار جزائري، حيث لايجوز لشخص طبيعي ولزوجته وأصوله وفروعه أن يحوزا معا، بصفة مباشرة أو غير مباشرة، أكثر من 49% منه.

❖ صدور قرار بتاريخ 27/12/2008 يحدد مقاييس الكفاءة والاحترافية لمسيرى شركة رأس المال المخاطر، حيث جاء في نص المادتين 03 و 04 منه ماييلي: يجب على رئيس مجلس الادارة والمدير العام والاطارات المسؤولين أن يكونوا حائزين على شهادة جامعية ولديهم خبرة مهنية لاتقل عن ثماني (08) سنوات في أحد المجالات التالية: البنوك، والمالية، واقتصاد المؤسسات، والتحليل المالي، وتسيير المخاطر. كما يجب على أعضاء مجلس الادارة أن يكونوا حائزين على شهادة جامعية ولديهم خبرة مهنية لاتقل عن خمس (05) سنوات في المجال الاقتصادي أو المالي أو التجاري أو القانوني.

2.4. الإطار الجبايي لتقنية رأس المال المخاطر في الجزائر

تضمن القانون رقم 11/06 بعض التحفيزات الجبائية التي من شأنها تشجيع المستثمرين على توظيف أموالهم في هذه الصناعة، حيث جاء في المادتين 27 و 29 منه ماييلي: لاتخضع شركة راس المال المخاطر للضريبة على أرباح الشركات بالنسبة للمداخيل المتأتية من الأرباح، نواتج توظيف الأموال، ونواتج وفوائض قيم التنازل عن الأسهم والحصص، وذلك لمدة خمس (05) سنوات ابتداء من أول جانفي من السنة الموالية لتاريخ الحصول على المساهمة .

5. محطات مهمة في صناعة رأس المال المخاطر في الجزائر:

- ❖ تأسيس شركة المالية الجزائرية الأوروبية للمساهمة Finalep في 24 فيفري 1991.
- ❖ تأسيس الشركة المالية للاستثمارات، المساهمة والتوظيف Sofinance سنة 2000.
- ❖ باشرت الشركة المالية للاستثمارات، المساهمة والتوظيف Sofinance نشاطها بتاريخ 09/01/2001 وهو تاريخ حصولها على الاعتماد.

- ❖ صدور القانون رقم 11/06 الصادر في 24/06/2006 القانون الأساسي المنظم لنشاط رأس المال المخاطر في الجزائر
- ❖ صدور المرسوم التنفيذي رقم 56/08 المؤرخ في 11/02/2008 المتضمن تحديد الحد الأدنى لرأس مال شركات رأس المال المخاطر وكيفية حيازته في الجزائر.
- ❖ قرار بتاريخ 27/12/2008 يحدد مقاييس الكفاءة والاحترافية لمسير شركة رأس المال المخاطر في الجزائر بتاريخ 21/01/2009.
- ❖ التأسيس القانوني لشركة الجزائر استثمار El Djazair Istithmar في 28/12/2009 .
- ❖ حصول شركة الجزائر استثمار El Djazair Istithmar على الاعتماد من طرف وزير المالية في 11/05/2010.
- ❖ بدأت الشركة الجزائرية السعودية للاستثمار (ASICOM) نشاطها الفعلي في جوان 2008.
- ❖ قرار مؤرخ في 22 جمادى الأولى عام 1438 الموافق 19 فبراير سنة 2017، يتضمن الموافقة على نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 03-16 المؤرخ في 28 ذي القعدة عام 1437 الموافق أول سبتمبر سنة 2016 و المتعلق بالضمانات التي يجب على شركة تسيير صناديق الاستثمار تقديمها فيما يتعلق بتنظيمها ووسائلها التقنية والمالية والمهارات المهنية .
- ❖ مرسوم تنفيذي رقم 16-205 مؤرخ في 20 شوال عام 1437 الموافق ل 25 يوليو سنة 2016، يتعلق بكيفية إنشاء وتسيير وممارسة نشاط شركة تسيير صناديق الاستثمار.
- ❖ قرار مؤرخ في 22 جمادى الأولى عام 1438 الموافق 19 فبراير 2017 ، يتضمن الموافقة على نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 04_16 المؤرخ في 23 محرم عام 1438 الموافق 25 أكتوبر سنة 2016 والمتعلق بقواعد الأخلاقيات الأساسية التي يجب أن أن تلتزم بها شركة تسيير صناديق الاستثمار.
- ❖ 30 نوفمبر سنة 2020: مرسوم تنفيذي رقم 20-356 مؤرخ في 14 ربيع الثاني عام 1442 الموافق 30 نوفمبر سنة 2020، يتضمن إنشاء مؤسسة ترقية وتسيير هياكل دعم المؤسسات الناشئة ويحدد مهامها وتنظيمها وسيرها.
- تنشأ بموجبه مؤسسة عمومية ذات طابع صناعي وتجاري تسمى "مؤسسة ترقية وتسيير هياكل دعم المؤسسات الناشئة" تحمل التسمية المختصرة (ألجيريا فانتور)؛ تخضع المؤسسة في علاقاتها مع الدولة للقواعد المطبقة على الإدارة، وتعد تاجرا في علاقاتها مع الغير.

تعتبر المؤسسة أداة السلطات العمومية لتنفيذ السياسة الوطنية لترقية وتسيير هياكل دعم المؤسسات الناشئة، لاسيما منها الحاضنات والمسرعات وتطوير الابتكار. <https://aventure.dz/home>

❖ 18 فيفري 2021: الإطلاق الرسمي لشركة رأس المال الاستثماري تأسيس صندوق الاستثمار الجزائري (Algerian Investment Fund AIF) عن طريق اتفاقية تعاون بين البنك الوطني الجزائري (BNA) وبنك الجزائر الخارجي (BEA)، ويبلغ رأس مال الصندوق 11 مليار دينار جزائري (75 مليون دولار أمريكي). [/https://aif.dz](https://aif.dz)

❖ 10 ماي 2022: تم توقيع اتفاقية بين مؤسسة ترقية وتسيير هياكل دعم المؤسسات الناشئة ألجيريا فانتور (A-Venture) وصندوق الاستثمار الجزائري (AIF) بقيمة 10 ملايين دولار أمريكي؛ بهدف دعم المؤسسات الناشئة والمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في مراحل النمو المختلفة وتطويرها.

<https://www.mf.gov.dz/index.php/ar/activites-ar/872-financement-des-startups-signature-d-une-convention-entre-a-venture-et-l-aif-2>

❖ إطلاق منصة المؤسسات الناشئة [/https://startup.dz](https://startup.dz)

❖ إنشاء صندوق المؤسسات الناشئة الجزائري (Algerian Startup Fund ASF) [/https://asf.dz](https://asf.dz)

6. تحديات (إشكالات وقيود) قطاع رأس المال المخاطر القائم في الجزائر

سلط الأكاديميون والممارسون على مدى العقود الماضية الضوء على نقاط قوة رأس المال المخاطر. في المقابل يعتبر فهم حدودها وتوضيحها وكذلك كيف يمكن للأطر المؤسسية معالجتها تحدياً مهماً لكلا الفريقين للمضي قدماً. أي بعبارة أخرى، إن تحديات رأس المال المخاطر هي ليست بالأمر الجديد. رغم الأهمية التي نالها قطاع رأس المال المخاطر في عمليات التخطيط، وإقرار العديد من القوانين المتصلة بتوسيع دوره في النشاط الاقتصادي الجزائري. إلا أن واقع الاستجابة لم يتواءم وتلك المعطيات. وهذا ما يعكسه نقص موارد رأس المال المخاطر في الجزائر، ووجود عدد محدود من مراكز زيادة الأعمال في الجزائر.

علاوة على ذلك، عدم وجود سلطة حكومية لتنظيم صناعة رأس المال المخاطر؛ عدم وجود قاعدة بيانات لشركات رأس المال المخاطر في الجزائر.

يضيف الباحث سببا آخر لتأخر صناعة رأس المال المخاطر في الجزائر؛ وهو لا توجد شواهد قوية على تطور قطاع رأس المال المخاطر لأي دولة متقدمة أو نامية من دون تدخل رشيد للدولة.

III-الخاتمة

تمخضت عن الدراسة مجموعة من النتائج والتوصيات كمايلي:

1. النتائج

- ❖ يعتبر قطاع رأس المال المخاطر أقل تنظيماً مقارنة بالبنوك، موازنة مع التحرير المالي في العقود الأخيرة، شهدت سوق رأس المال المخاطر ازدهاراً كبيراً في حجم الصفقات مع استراتيجيات التمويل المتطورة باستمرار. علاوة على ذلك أصبح رأس المال المخاطر مصدر تمويل مفضل للمؤسسات الناشئة والتي تعاني عجز.
- ❖ توصل الباحث إلى نظرة عامة حول صناعة رأس المال المخاطر، حيث تجدر الإشارة إلى أن هناك اختلاف على مستوى الهيكل التنظيمي لشركات رأس المال المخاطر.
- ❖ مازالت تقنية رأس المال المخاطر ظاهرة حديثة جداً ومحدودة في الجزائر بصفة عامة وفي شركات رأس المال المخاطر العاملة في الجزائر بصفة خاصة
- ❖ يعد رأس المال المخاطر تقنية مستحدثة تتناسب وطبيعة المرحلة الحالية التي تتميز بالتغيرات التكنولوجية السريعة، حيث أن التمويل التقليدي غير قادر على تلبية احتياجات تلك المشروعات بسبب قلة أو عدم وجود ضمانات.
- تسلط هذه النتائج الضوء على أن البنية التحتية الرقمية والابتكار والأطر المؤسسية تلعب جميعها دوراً مهماً في تشكيل بيئة ملائمة لجذب تمويل رأس المال المخاطر.

2. التوصيات

- بناء على النتائج التي توصلت إليها الدراسة، نستخلص مجموعة من الدروس حول متطلبات بناء قطاع رأس المال المخاطر في الجزائر، سنحاول إيجازها في النقاط التالية:
- ❖ ضرورة بناء قاعدة بيانات وطنية تضم جميع حيثيات صناعة رأس المال المخاطر قائمة على التعاون بين الباحثين الأكاديميين والممارسين في صناعة رأس المال المخاطر الجزائرية، الذي من شأنه أن يسفر عن معلومات قيمة تشكل قاعدة بيانات أساسية مهمة لإجراء دراسات تجريبية وسبر غور تحديات صناعة رأس المال المخاطر الجزائرية من جهة، وتسمح لصناع القرار بتقييم خياراتهم من جهة أخرى.
- ❖ يجب أن يركز مستثمرو رأس المال المخاطر ورواد الأعمال على بناء علاقة قوية والمحافظة عليها.
- والأخذ بعين الاعتبار عوامل البيئة القانونية في الجزائر.
- ❖ إصلاح الترتيبات المؤسسية والأطر التنظيمية.
- ❖ ترشيد اللوائح والقواعد وإنشاء مجلس إدارة مستقل للإشراف على رأس المال المخاطر من خلال إستراتيجية ترويجية مناسبة .

- ❖ تطوير البنية التحتية لجذب المزيد من رأس المال المخاطر الأجنبي واستقطاب صناديق رأس المال المخاطر ورأس المال الاستثماري الدولية لتأسيس صناديق في الجزائر.
- ❖ زيادة الإعفاءات الضريبية.
- ❖ تنظيم قطاع التمويل غير المنظم .
- ❖ يجب على صناع القرار عدم الاكتفاء بتبني أفضل الممارسات عبر العالم فحسب، بل يجب أن تنطوي مقارنة الجزائر على إرساء نظام مالي محلي خاص لتنظيم منظومة رأس المال المخاطر.
- ❖ تسريع وتيرة عمل الهيئات الحكومية على تحديث الإطار التنظيمي، ورفع الضوابط التنظيمية لإرضاء المؤسسات الاقتصادية والناشئة من جهة ومستثمري رأس المال المخاطر من جهة أخرى.
- ❖ المراجع

- ❖ Cumming, D. J., & JVenture capital and private equity contracting: An international perspective 2013 Academic Press
- ❖ Hoffman, R. (2020). <https://www.protocol.com/reid-hoffman-sweat-equity-ventures>. Retrieved 02 12, 2020, from <https://www.protocol.com>.
- ❖ <http://www.africainvest.com>. (n.d.).
- ❖ J Lerner (2009) . *Boulevard of Broken Dreams: Why Public Efforts to Boost Entrepreneurship and Venture Capital Have Failed--and What to Do About It* . Princeton University Press.
- ❖ Metrick, A., & Yasuda, A. (2011). Venture capital and other private equity: a survey. *European Financial Management* , 4, pp. 619-654.
- ❖ Preain 2016 Preain (2016) 2016 Preqin global private equity and venture capital report. https://docs.preqin.com/samples/2016-Preqin-Global-Private-Equity-and-Venture-Capital-Report-Sample_Pages.pdf. Accessed 28 June 2017.
- ❖ The future of public efforts to boost entrepreneurship and venture capital 2010 *Small Business Economics* 3255-264
- ❖ THE NEW VENTURE CAPITAL AND PRIVATE EQUITY INVESTORS: THE RISE OF EUROPE'S FAMILY OFFICES 2018 25 *IE Business School*
- ❖ The performance effects of corporate venture capital: a meta-analysis 2022 *The Journal of Technology Transfer* 1-29
- ❖ The performance of governmental venture capital firms: a life cycle perspective and evidence from China, 2018 *Pacific-Basin Finance Journal* 48162-185.
- ❖ The venture capital revolution 2001 *Journal of economic perspectives* 1502145-168.
- ❖ Venture capital and private equity financing: an overview of recent literature and an agenda for future research 2018 *Journal of Business Economics* 3325-362
- ❖ Zider, B. (1998). How venture capital works 1998 *Harvard business review* 06 131-139