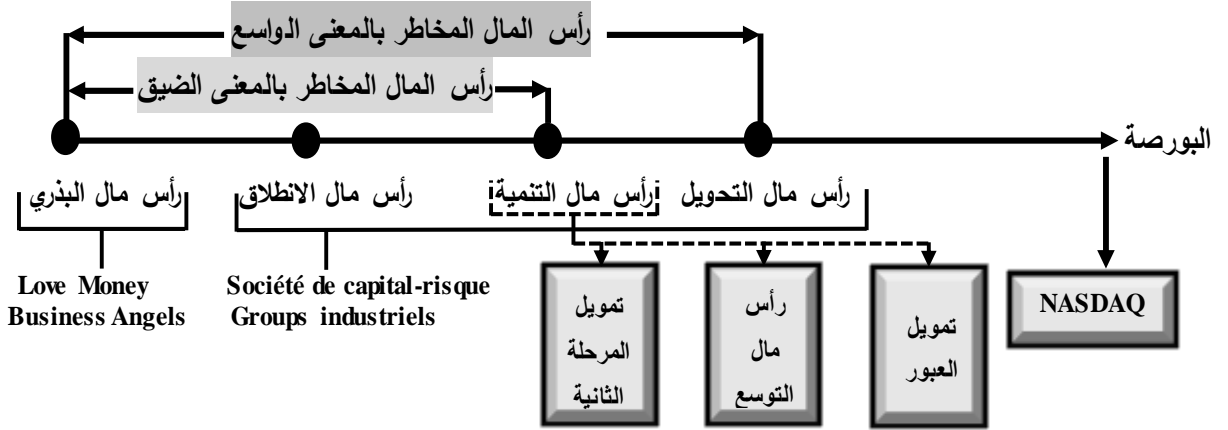


تابع للمحاضرة الثانية (03)

II. توقيت دخول رأس المال المخاطر في تمويل المشاريع الناشئة: يتدخل رأس المال المخاطر لتمويل الأبحاث ودراسات الجدوى لفكرة ما، و/أو لتمويل بدء المشروع الناشئ وتكوين البنية التحتية له، و/أو لتمويل مشاريع ناشئة قائمة في السوق وذات إنتاجية لكنها ترغب في التوسع والنمو، و/أو لتوفير التمويل لمساعدة المشروع الناشئ للعبور والنجاح وتحقيق أهدافه، و/أو لتمويل تحويل الملكية. وللتوضيح أكثر نعرض الشكل الموالي الذي يبين مختلف نشاطات رأس المال المخاطر.

الشكل رقم (05): نشاطات رأس المال المخاطر



II.1. رأس المال البذري (Capital d'amorçage): يتدخل رأس المال المخاطر هنا لتمويل المرحلة التي تسبق الإنشاء، أو كما يسميها البعض مرحلة الصفر (Zéro stage)، حيث يوفر رؤوس الأموال اللازمة لتغطية الاحتياجات التمويلية للمرحلة ما قبل البداية التجارية للمشروع وما تتضمنه من نفقات البحث والتطوير (R&D) وتحليل السوق (Analysis of the Market)، وبما أن رأس المال البذري نشاط تمويلي عالي المخاطرة بسبب احتمالات النجاح التي تبقى غير مؤكدة فإن تأمينه صعب جداً، حيث لا يجذب اهتمام المستثمرين، إلا أولئك الذين لهم معرفة عن قرب بالصناعة المتعلقة بهذه الفكرة، ورؤية لما يمكن أن ينتج عنها، وبالتالي لا يمكن تصور تقديم رأس المال البذري إلا من مصدرين أحدهما غير رسمي من الأفراد والأصدقاء (Love Money) وملائكة الأعمال (Business Angels)، والثاني رسمي من السلطات العمومية عن طريق الصناديق البذرية (Fonds d'amorçage). وبانتهاء هذه

المرحلة يكون المشروع قد أعد خطة عمل (Business Plan) من أجل إقناع المستثمرين على تمويل الانطلاق.

2.II رأس مال الانطلاق (Capital de démarrage): يتدخل رأس المال المخاطر هنا لتمويل مرحلتي الإنشاء (La création) والنمو الأولى (La post-création)، حيث يوفر في المرحلة الأولى الأموال اللازمة لاستكمال تطوير المنتجات التي لا تزال في طور الاختبار أو الإنتاج التجريبي، كما يوفر أيضا الأموال اللازمة لتغطية التكاليف المبدئية (Dépenses initiales) وهي تكلفة الأرض والمباني والآلات والمعدات. أما في مرحلة النمو الأولى (السنين الأولى والثانية من حياة المشروع) يكون المشروع قد انتهى من تطوير منتجاته ودخل في مرحلة البدء في التصنيع وتحويل الابتكار إلى نشاط تجاري، وكذا البدء في وضع إستراتيجية تسويقية لمنتجاته...إلخ، كل ذلك يتطلب رؤوس أموال كبيرة توفرها شركات رأس المال المخاطر بتدخلها لتمويل هذه المرحلة ومرحلة الإنشاء.

3.II رأس مال النمو (Capital de développement): وهو رأس مال محجوز للمشاريع الناشئة التي بلغت نقطة التعادل أو عتبة المردودية (Seuil de rentabilité)، وأصبحت في حاجة إلى رؤوس أموال خاصة لتمويل نموها، وذلك عن طريق مثلا تعزيز سياستها التجارية، إجراء تعديلات على مستوى الإنتاج، إطلاق منتج جديد، اختراق أسواق خارجية...إلخ. وعلى العموم فإن رأس مال التنمية يستجيب لاحتياجات كل من:

♦ **تمويل مرحلة النمو الثانية (Second stage):** أو الدورة التمويلية الثانية (Deuxième tour de table financier)، حيث تسمح الموارد المالية الموفرة من تغطية الاحتياجات من رأس المال العامل الناتجة عن النمو في المبيعات.

♦ **تمويل التوسع (Expansion capital):** أو الدورة التمويلية الثالثة (Troisième tour de table financier)، حيث تسمح الموارد المالية الموفرة بإجراء توسعات جديدة في القدرات الإنتاجية أو توسيع وتطوير الشبكة التجارية.

♦ **تمويل الانتظار (Le financement d'attente):** أو تمويل الميزانين (Mezzanine Financing)، أو تمويل الجسر (Bridge Financing)، حيث يوفر رأس المال المخاطر في هذه

المرحلة دورة تمويلية إضافية تسمح بالعبور إلى الثمرة النهائية للمشروع الناشئ أين يستأنف من قبل شركة أخرى أو يدرج بالبورصة.

4.II. رأس مال التحويل (Capital-transmission): ويسمى أيضا رأس مال الاستئناف (Capital-reprise)، حيث يتدخل المخاطرين برأس المال في هذه المرحلة لتقديم المساعدة للفريق المسير، أو للعمال، أو للفريق المسير الجديد من أجل شراء المشروع.

5.II. رأس مال التصحيح (Capital-retournement): يخصص رأس مال التصحيح للمشاريع القائمة فعلا ولكنها تعاني من صعوبات مالية أو تشغيلية، بهدف تقويمها وتمكينها من تحسين أدائها. حيث يقوم المخاطرين برأس المال بالاستحواذ على كل رأس مال المشروع أو على حصة الأغلبية في رأسماله (Part Majoritaire)، ومن ثم حقن الموارد المالية اللازمة لتنفيذ خطة الإنعاش أو التقويم (Plan de Redressement)، والتي تهدف إلى الحفاظ على مناصب العمل الموجودة أولا ثم إدخال إصلاحات وتعديلات على باقي أقسام المشروع. ويستمر تواجد رأس مال التصحيح في المشروع حتى يعيد هذا الأخير ترتيب أموره، ويستقر من جديد في السوق، ويصبح قادرة على تحقيق الأرباح.

III. فعالية رأس المال المخاطر في تمويل المشاريع الناشئة

سبق الإشارة إلى أن المشاريع الناشئة التي هي في مراحل نشأتها الأولى والتي قد يرى الآخرون أنها تنطوي على مخاطر شديدة فلا يرجح أن تتاح لها إمكانية اللجوء إلى التمويل الداخلي أو أن تتمكن من إيجاد تدفقات نقدية كافية على وجه السرعة. وفي هذه الحالات، تبرز أوجه عدم تماثل المعلومات بروزا شديدا لأنه لا توجد سابقة أعمال للمشاريع الناشئة يمكن من خلالها الإطلاع على مهارات المقابلة لدى مسيرها أو على ربحيتها. ونتيجة لذلك، فإن المشاريع الناشئة تواجه صعوبات جسيمة في الحصول على قروض مصرفية طويلة الأجل خاصة في ظل نقص الضمانات.

وهنا يأتي الدور على المخاطرين برأس المال (Capital-risqueurs) لتمويل المشاريع الناشئة ذات المخاطر المرتفعة التي لا يقبل على تمويلها عادة البنوك التقليدية والمؤسسات المالية الأخرى، وذلك بسبب عدم تماثل المعلومات وشدة المخاطر الناتجة بالأساس عن نقص الأصول التي يمكن استخدامها كضمانة. وبعبارة أخرى، يقبل المخاطرين برأس المال، على عكس البنوك، على التمويل بدون ضمانات.

وفقا لـ Lerner، فإن المخاطرين برأس المال يقدمون أيضا مشورتهم الفنية إلى المشاريع الناشئة مقابل جزء من القيمة التي تنشأ هذه المشاريع. فمعارفهم وتجاربهم التقنية تمكنهم أيضا من تقديم مشورة غير مالية أو أداء مهام إدارية تؤدي إلى تقييم أفضل لما إذا كان المشروع الاستثماري ممكنا من الناحيتين الصناعية والتجارية. وقد تثبت هذه المهام غير المالية فعلا أنها أهم من المساهمة المالية وحدها لأنها تساعد على إدارة مخاطر وقوع خسارة في استثمار معين وعلى تحقيق الحد الأقصى لمردود هذا الاستثمار.

وقد يعتبر المخاطرين برأس المال أخصائيين في جمع المعلومات عن حالة الوضع المالي والمشاريع الاستثمارية الناشئة. وبالنظر أيضا إلى حيازة المخاطرين برأس المال لمعارف تقنية في أحيان كثيرة، فإنهم لا يعانون من عدم تماثل المعلومات بقدر ما يعاني منه مقدمو القروض المصرفية التقليدية. هذا فضلا عن التدابير التي يتبعها المخاطرين برأس المال للتقليل من درجة عدم التماثل في المعلومة، منها ما تنتهج قبل الدخول في رأس مال المشاريع الناشئة وأخرى بعد توقيع العقد:

♦ **التدابير المتبعة قبل الدخول في رأس المال:** من بين التدابير التي يتبعها المخاطرين برأس المال قبل الدخول في رأس المال المشاريع الناشئة والتي تجنبهم مشكلة عدم التماثل في المعلومة نجد:

✓ **اختيار الأوراق المالية الهجينة:** يقوم المخاطرين برأس المال حسب Stein باختيار هذه الأوراق المالية والاستفادة من خصائصها للتخفيف من مشكلة الاختيار المعاكس. على سبيل المثال، يختار المخاطرين برأس المال السندات القابلة للتحويل إلى أسهم، ويستعملون حق التحويل إذا لاحظوا أن الملاك المسيرين يعملون بالشكل الذي يعظم من قيمة المشروع الناشئ.

✓ **عقد المساهمين (Le pacte d'actionnaires):** يعرفه Cherif على أنه المستند الذي يتضمن مجموعة من البنود (Clauses) التي تجنب حدوث صراعات في المستقبل بين المستثمرين والملاك المسيرين للمشاريع الناشئة. ومن خصائص عقد المساهمين في مجال رأس المال المخاطر أنه عقد سري (Contrat secret) لا يعرف تفاصيله إلا الأطراف المتعاقدة (الملتزمة ببوده)، كما ينتهي عقد المساهمين بانتهاء المدة المحددة أو بدخول مستثمرين جدد. ويضم عقد المساهمين فئتين رئيسيتين من البنود: بنود خاصة بالمراقبة (مثل بند عدم جواز التصرف، وبند الموافقة...)، وبنود خاصة بتنظيم وهيكل المساهمة (مثل بند الإعلام، وبند الاستشارة المسبقة...). ومن أجل تجنب مشكلة عدم تماثل المعلومات فإن المخاطرين برأس المال يركزون حسب Cherif على بند الإعلام (Clause

d'information) الذي يلزم المالك المسير بتقديم تقرير خاص بشكل دوري (تقرير شهري، ثلاثي...) يتضمن معلومات عن استثمارات الموارد المالية ونتائج المؤسسة المالية.

✓ **هيكلية تنظيم مجلس الإدارة:** يمكن للمخاطرين برأس المال أن يتفاوضوا على عدد كبير من المناصب في مجلس الإدارة وذلك لمراقبة تصرفات المسير. وقد أظهرت أبحاث أكاديمية قام بها كل من Lerner (1995)، Hermalin et Weisbach (1998)، Baker et Gompers (1999) حول مجلس إدارة المشاريع الناشئة أن للمخاطرين برأس المال تأثير كبير على تنظيم وهيكلية مجلس المراقبة.

◆ **التدابير المتبعة بعد توقيع العقد:** من بين التدابير التي يتبعها المخاطرين برأس المال بعد توقيع العقد مع المالك المسير للمشروع الناشئ والتي تجنبهم مشكلة عدم التماثل في المعلومة نجد:

✓ **التهديد بتغيير المسيرين المؤسسين:** بين Sahlman و Gorman أن المخاطرين برأس المال يستخدمون حقوقهم في الرقابة على مستوى مجالس الإدارة لتغيير المسير المؤسس (Le dirigeant fondateur)، وذلك في حالة حدوث صراعات بين الطرفين. حيث أظهرت دراسة أجراها Hannan et al على عينة من المشاريع الناشئة بواد السليكون (La Silicon valley) أن 40% من المسيرين غير المؤسسين يصبحون رؤساء لمجلس الإدارة بعد أربعين (40) شهرا من دخول المخاطرين برأس المال في رأس مال المشاريع الممولة.

✓ **التمويل على مراحل (Financement par étapes):** لا يقدم رأس المال المخاطر دفعة واحدة وإنما يقدم على دفعات خلال مراحل حياة المشروع الناشئ. ووفقا لـ Sahlman، فإن للمخاطرين برأس المال خيار حقيقي يتمثل في الامتناع عن المساهمة في الدورة التمويلية الموالية في حالة حدوث صراعات مع المالك المسير نتيجة عدم حصولهم على معلومات ملائمة حول المشروع الناشئ في الوقت المناسب.

✓ **وضع نظام تحفيزي (Un système d'incitation):** لصالح الملاك المسيرين حتى يمكن تقليص الفجوة بين مصالحهم ومصالح المخاطرين برأس المال؛ أي أنه من أجل جعل الملاك المسيرين يتصرفون بالشكل الذي يخدم مصلحة المخاطرين برأس المال بتعظيم قيمة الأسهم التي يمتلكونها وجب على هؤلاء تحفيز أولئك بعلاوات ومكافآت على شكل قسائم للاكتتاب في الأسهم، وخيارات الأسهم (Stock options).

✓ **تشويه السمعة:** يعتبر دخول المخاطرين برأس المال في رأس مال المشاريع الناشئة إشارة على جودتها. غير أن صراعات الوكالة التي قد تنشأ بين المخاطر برأس المال والمالك المسير والتي يكون سببها عادة عدم تماثل المعلومات ستؤدي إلى تشويه سمعة المشروع لدى أصحاب المصلحة، ولتجنب حدوث ذلك يقوم المالك المسير بتزويد المخاطر برأس المال بالمعلومات الكافية للمحافظة على السمعة التي اكتسبت في السوق.

يستخلص مما سبق، أن المشاريع الناشئة وبهدف النمو تلجأ إلى فتح رأسمالها أمام المخاطرين برأس المال نظرا للدعم الفني والمالي الذي يقدمونه لها مع حفاظها على الاستقلالية بعد مرور فترة العقد. ويشير تقرير الجمعية الفرنسية للمستثمرين برأس المال (AFIC) لسنة 2013، إلى أن عدد شركات رأس المال المخاطر الفرنسية قد تطور من 1469 شركة سنة 2009 إلى 1548 شركة سنة 2012، كما أن حجم المساهمة المالية لشركات رأس المال المخاطر الفرنسية في رأس مال المشاريع الناشئة قد تطورت إيجابيا من 4100 مليون أورو سنة 2009 إلى 6072 مليون أورو سنة 2012.

المرجع:

- الدكتور رامي حريد، مطبوعة في مقياس دراسة الجدوى واختيار الاستثمارات، موجهة لطلبة السنة الأولى ماستر تخصص ادارة مالية، المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف، ميلة، 2017-2018.
- رامي حريد، البدائل التمويلية للاقراض الملائمة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة-دراسة حالة الجزائر، رسالة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة بسكرة، 2014-2015.