

دليل المستثمر لمفهوم ونشاط رأس المال المخاطر



إصدار يوليو ٢٠١٠

دليل المستثمر لمفهوم ونشاط رأس المال المخاطر

إعداد

دكتور/سامى عبد الباقي

تحت إشراف

دكتور/أحمد سعد عبد اللطيف

يوليو ٢٠١٠

تقديم:

تشرف الهيئة العامة للرقابة المالية لأن تقدم إلى المستثمرين من الأفراد والمؤسسات دليل استرشادي يوضح مفهوم رأس المال المخاطر وطبيعة هذا النشاط والذي لم يحقق حتى تاريخه الأمل المرجو منه حيث تم تنظيم هذا النشاط منذ أكثر من خمسة عشر عاماً ولم يظهر له نتائج ملموسة. رغم الحاجة الماسة إلى هذا النشاط التمويلي طويل الأجل والذي يعزى إليه التطور الاقتصادي وزيادة معدلات التنمية لدى العديد من الدول الصناعية المتقدمة وبعض الدول ذات الاقتصادات الناشئة.

وإيماناً من دور الهيئة كمنظم لسوق التمويل متوسط وطويل الأجل تم إعداد هذا الدليل لتوضيح الملامح الأساسية له ومدى اختلافه عن طرق التمويل العادية حيث يتضمن العديد من الخصائص المالية لأدوات التمويل النمطية كالأسهم العادية والسندات. إلا أنها تختلف عنها في آليات الخروج حيث يتقرر الخروج من المشروعات التي يتم تمويلها بإرادة الممولين وبالطرق القانونية المتوفرة في السوق.

وتجدر الإشارة إلى قيام الهيئة العامة للرقابة المالية بالاتفاق مع وزارة الاستثمار على دعم آليات الخروج من خلال إنشاء بورصة النيل التي يمكن أن تكون أحد آليات الخروج الأساسية لرأس المال المخاطر الذي يتم استخدامه في تمويل المشروعات متوسطة وصغيرة الحجم.

ونوجه الشكر إلى الدكتور / سامي عبد الباقي - المستشار القانوني لرئيس الهيئة العامة لسوق حتى يوليو ٢٠٠٩ لما بذله من جهد ووقت لإعداد هذا الدليل تحت إشرافنا.

كبير مستشاري الهيئة

د. أحمد سعد عبد اللطيف

محتويات الدليل

صفحة	الموضوع
٥	أولاً: تعريف رأس المال المخاطر.
١١	ثانياً: خصائص رأس المال المخاطر.
١٤	ثالثاً: المستثمرون في مجال رأس المال المخاطر.
١٦	رابعاً: الأسباب التي تدفع إلى اللجوء إلى رأس المال المخاطر.
١٩	خامساً: الأطر القانونية التي يعمل من خلالها أو بداخلها رأس المال المخاطر.
٢٢	سادساً: الإطار التشريعي لرأس المال المخاطر في مصر.
٢٤	سابعاً: دور الدولة في مجال التمويل برأس المال المخاطر.
٢٦	ثامناً: آليات خروج رأس المال المخاطر من المشروعات أو الشركات التي قام بتمويلها.
٢٩	تاسعاً: عوامل نجاح وتنمية وتشجيع الاستثمار في مجال رأس المال المخاطر.
٣١	عاشراً: هيئة سوق المال ورأس المال المخاطر.
٣٤	حادى عشر: تداول أسهم الشركات الصغيرة والمتوسطة.
٣٥	ثانى عشر: شركة القيد والإيداع المركزى ورأس المال المخاطر.
٣٦	ثالث عشر: أسئلة وقضايا عملية.

أولاً: تعريف رأس المال المخاطر.

يعد رأس المال المخاطر وسيلة تمويلية للمشروعات الصغيرة والمتوسطة، سواء عند تكوينها أو عند التوسع فيها، والتي تسعى إلى تطبيق أفكار تكنولوجية حديثة لا يتوافر لأصحابها الأموال اللازمة لتمويلها وذلك بغرض تحويل هذه الأفكار التكنولوجية إلى أنشطة تجارية تدر أرباحاً مرتفعة، وهي مشروعات يصعب تمويلها بالاقتراض أو من خلال حقوق الملكية وذلك لارتفاع درجة مخاطرها. وما بين دخول رأس المال المخاطر للتمويل وحتى خروجه يجابه رأس المال المخاطر العديد من المخاطر من قبل المستثمرين مقدمي هذا المال حيث يقبل هؤلاء على تحملها انتظاراً لتحقيق أرباح غير عادية من تشغيل المشروع أو المشروعات التي يتم تمويلها.

أن المرحلة التي يعمل خلالها رأس المال المخاطر تبدأ إذن منذ التدخل لتمويل مشروع أو منشأة وليدة ويظل باقياً إلى أن يبدأ المشروع في تحقق دخول وتدفقات نقدية تشكل العائد من استثمار رأس المال المخاطر الذي يتجه عندئذ إلى الخروج من المشروع مستخدماً إحدى آليات الخروج القانونية.

ويتضح من ذلك أن رأس المال المخاطر يقوم على معادلة مفادها: مخاطر أكبر = عائد مرتفع، فالمشروعات التي يمولها رأس المال المخاطر هي مشروعات تتميز بدرجة مخاطرة كبيرة، وإذا ما نجحت فيتوقع لها عائد مالى كبير، أما إذا خسرت فستكون العواقب وخيمة على أصحاب رأس المال المخاطر ومن هنا جاءت تسميته انه رأس مال مخاطر. إن أصحاب رأس المال المخاطر غالباً ما يفضلون المجازفة بالمشاركة فى تمويل مشروعات تنطوى على مخاطر متعددة على البحث عن عمل آمن أو إدارة عمل قائم مقابل دخل ثابت، وذلك طمعاً فى الحصول على عوائد استثمارية مرتفعة، ولذلك يسمى أصحاب رأس المال المخاطر بمستثمرو المخاطر العالية. ولكن لا يتدخل رأس المال المخاطر لتمويل أية مشروعات، وإنما يهتم فقط بتمويل المشروعات القابلة للحياة والمتوقع لها عائدات مرتفعة إذا ما نجحت الفكرة التي يقوم عليها المشروع الممول برأس المال المخاطر.

وغالبا ما يتخذ أصحاب رأس المال المخاطر قراراتهم الاستثمارية بعد تحليل المخاطر المرتبطة بالمشروع فى ضوء العوائد المتوقعة من المشروع، فإذا كانت العوائد المرتقبة أعلى من الخسارة المحتملة، تكون المجازفة والمخاطرة مبررة، وعندئذ يتخذ أصحاب رأس المال المخاطر قرارهم بالموافقة على تمويل المشروع والعكس صحيح.

يتم تقديم رأس المال المخاطر مقابل حصص فى رأس مال شركات غير مقيدة بالبورصة، وغالبا ما تكون أصول هذه الشركات منخفضة السيولة وترتبط بها مخاطر مرتفعة. وان كان الغالب أن تأخذ الحصص الذى يحصل عليها مقدم رأس المال المخاطر فى المشروع صورة أسهم، فليس هناك ما يمنع أن تكون هذه الحصص فى صورة سندات قابلة للتحويل إلى أسهم أو فى صورة صكوك تمويل ذات عائد متغير تكون قابلة للتحويل هى الأخرى إلى أسهم.

ويعد رأس المال المخاطر احد أنواع رأس مال الاستثمار المباشر أو التمويل عن طريق حقوق الملكية Private equity. وتستخدم حقوق الملكية الخاصة فى تمويل مشروعات جديدة أو مشروعات قائمة تكون فى حاجة إلى أموال لكى تنمى أنشطتها وتتوسع فيها ويطلق على هذا النوع من رأس المال الاستثمار المباشر برأس المال المخاطر Venture capital. ويعتبر صاحب رأس المال المخاطر هنا شريكا فى المشروع فيتقاسم المخاطر والأرباح مع الشركاء الآخرين، وتتم مكافأة صاحب رأس المال المخاطر عند نجاح المشروع وتحقيق الأرباح الرأسمالية، فى المقابل يقوم صاحب رأس المال المخاطر بضخ تمويل مقابل حقوق الملكية الطويلة الأمد والذى يوفر بذلك القاعدة الرأسمالية الأساسية للنمو المستقبلى للشركة. وبالإضافة إلى ذلك، يستخدم رأس مال المخاطر فى تمويل عمليات الشراء للشركات القائمة سواء كانت مقيدة أو غير مقيدة ببورصة الأوراق المالية ويسمى رأس المال هنا بـ Buyouts. وفى حالة ما إذا كانت الشركات مقيدة بالبورصة، يتم اللجوء إلى رأس مال Buyouts كوسيلة لشطب الشركة من البورصة وهو ما يطلق عليه عمليات from public to private. ويشكل رأس المال المخاطر بأنواعه المختلفة

مشاركات المستثمرين من المؤسسات المالية أو من الأفراد الطبيعيين فى رأس مال شركات غير مقيدة بالبورصة.

ويهدف رأس المال المخاطر إلى تمويل مشروعات أو شركات تتسم بارتفاع درجة المخاطر ولا تستطيع الحصول على التمويل اللازم من خلال الاقتراض من المؤسسات المالية، ويقابل الارتفاع فى المخاطر توقع تحقيق عائد مرتفع خلال المدة التى سيستثمر خلالها رأس المال المخاطر الذى غالبا ما يدخل العملية الاستثمارية لا ليبقى وإنما ليخرج بعد فترة محددة لا تقل فى الغالب عن ثلاث سنوات ولا تزيد عن سبع سنوات. والحقيقة أن عائد رأس المال المخاطر يجب أن يكون مرتفعا لكى يعوض المخاطر التى ترتبط بتمويل مشروعات جديدة أو التوسع فى شركات قائمة وكذا الكى يعوض السيولة الضعيفة لأصول هذه الشركات.

ويتوقف حجم عائد استثمار رأس المال المخاطر فى النهاية على ضرورة مراعاة مدى الخبرة التى يتمتع بها القائمين على إدارة رأس المال المخاطر وفى ذات الوقت على إدارة هذه المشروعات والبنيان القانونى لها سواء كان (شركة مساهمة - شركة أشخاص - مشروع فردى مثلا)، إذ يجب على من يستثمرون رؤوس أموالهم فى مجال رأس المال المخاطر أن يحسنوا اختيار الشركات التى تتمتع بإدارة ذات خبرة عالية ويتعدوا عن الشركات التى تفتقد إلى مثل هذه الإدارة وذلك لان عائد استثمار رأس المال المخاطر يتناسب طرديا مع كفاءة وجودة الإدارة الجديدة.

وتتعدد طرق خروج رأس المال المخاطر حيث يمكن أن تتم عن طريق طرح حصة رأس المال المخاطر فى المشروع أو الشركة للاكتتاب العام أو من خلال طرح خاص أو عن طريق الاندماج فى مشروعات أو شركات أخرى أو البيع فى السوق أو التصفية إذا ما فشل فى الخروج بإحدى الوسائل أو الطرق المشار إليها.

- توقيت دخول رأس مال المخاطر أثناء دورة حياة المشروع الاستثماري:

وفي معظم الأحوال يتدخل رأس المال المخاطر للتمويل الأولى أو المبدئية للمشروعات الصغيرة والمتوسطة وخاصة تلك المشروعات التي تسعى لتنفيذ أفكار مبتكرة ولا يتوافر لأصحابها الأموال اللازمة. ويمكن لرأس المال المخاطر أن يتدخل على وجه الخصوص خلال أي مرحلة من مراحل دورة حياة المشروع:

- مرحلة التمويل الأولى لدراسات الجدوى المبدئية والنهائية للمشروع: ويتدخل رأس المال المخاطر هنا لتمويل الدراسات والأبحاث التي تدور حول الفكرة الرئيسية للمشروع. وقد تنتهي هذه المرحلة بأحد سيناريوهين لا ثالث لهما، يتمثل الأول في فشل فكرة المشروع ويثبت عدم قابليتها للتنفيذ إما من الناحية التقنية أو من الناحية التسويقية، وعندئذ يتم صرف النظر عن مواصلة تنفيذ المشروع والبحث عن فكرة جديدة أو البدء في تمويل مشروع بديل، أما السيناريو الثاني فيتمثل في نجاح الفكرة وقابليتها للتنفيذ، وعندئذ يواصل رأس المال المخاطر بقاءه في المشروع حتى يبدأ المشروع في النمو وعندئذ يقوم رأس المال المخاطر بتمويل التوسعات في المشروع وهو ما يشكل المرحل التالية من مراحل تدخل رأس المال المخاطر.

- مرحلة تمويل تكاليف بدء المشروع: وهذه هي مرحلة التمويل الأولى لكي يتمكن المشروع من استكمال بنيته الأساسية، حيث أن المشروع في هذه المرحلة لا يمكنه الحصول على التمويل بالاقتراض لأنه لا يمتلك الأصول الكافية لكي يقدمها كضمان للمقرض، كما أنه لن يستطيع أن يحصل على التمويل من خلال الطرح للاكتتاب العام لعدم توافر شروط الطرح للاكتتاب العام في المشروعات الصغيرة والمتوسطة وفق ما ينص عليه قانون سوق المال أو بسبب ارتفاع التكلفة أو ارتفاع احتمالات فشل الطرح.

- مرحلة تمويل عمليات التوسع: ويتدخل رأس المال المخاطر هنا لتمويل التوسع في أنشطة مشروعات قائمة أو تنميتها أو لتمويل مشروعات قائمة وتدر عائدا ولكنها

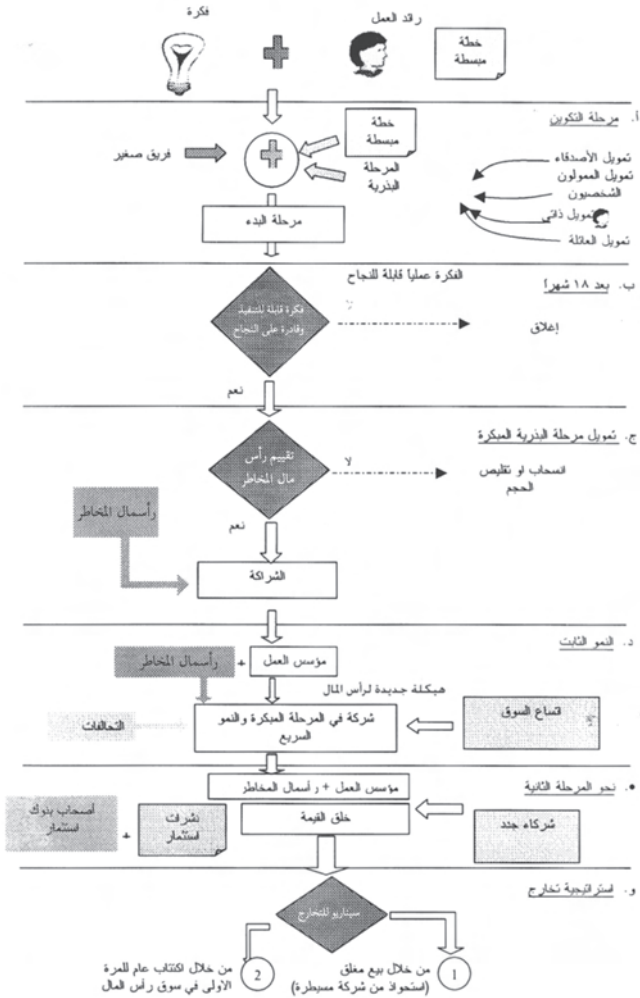
فى حاجة إلى أموال ضخمة فى صورة حصص تشارك فى رأس مال المشروع وذلك لدعم هيكل تمويل المشروع أو لتمويل توسع جديد لها وذلك كله لتأمين استمراريته فى السوق. ومن ثم فغالبا ما يتم فى هذه المرحلة من مراحل دورة المشروع تكوين اتحاد شركات (كونسورتيوم) تعمل فى مجال رأس المال المخاطر وذلك بغرض تدبير التمويل اللازم للتوسع فى المشروع. وسوف تزيد هذه التوسعات من فرص نجاح طرح أسهم المشروع فى اكتتاب عام. وبدخول المشروع هذه المرحلة يكون قد برهن على نجاحه عمليا سواء من ناحية الجاذبية التسويقية أو من حيث القدرة على نمو الإيرادات.

- مرحلة تمويل إعادة الهيكلة قد تتطلب بعض مجالات الأعمال إلى إعادة الهيكلة للأنشطة التى تصادفها مشكلات فى الإنتاج أو التسويق أو التمويل، ومن ثم يتدخل رأس المال المخاطر فى هذه المرحلة ليقدم الحلول المناسبة لهذه المشكلات والتى غالبا ما تعتمد على استخدام التكنولوجيا الحديثة.
- مرحلة التمويل الإضافى لتحقيق الأهداف النهائية للمشروع ”تمويل العبور أو الميزانين“ وفى هذه المرحلة يأخذ رأس المال المخاطر المشارك فى المشروع على عاتقه توفير دورة موارد مالية إضافية تسمح بالعبور إلى الثمرة النهائية للمشروع وتأمين نجاحه، وعادة ما تسمى بمرحلة ”الميزانين المالية“، وهى مرحلة غالبا ما تتضمن قرضا من الغير مع منح الجهة المقرضة أولوية فى التنفيذ على أصول المشروع إذا ما تدهور المشروع.
- مرحلة التمويل الأخير قبل الانسحاب من المشروع: وهنا يوفر رأس المال المخاطر الموارد المالية للمشروع كى يتمكن من التحرك إلى ما بعد مرحلة التوسع من اجل زيادة أحجام المبيعات قبل اى عملية تسييل للأسهم مثل الدمج فى منشأة أكبر، الأمر الذى سترتب عليه حتما زيادة قيمة هذه الأسهم.

استراتيجيات الخروج:

- فى الحالات التى تقرر إدارة رأس المال المخاطر الخروج من الاستثمار، والتي يطلق عليها مرحلة الحصاد بالنسبة لرأس المال المخاطر. وكما قلنا تتعدد طرق خروج رأس المال المخاطر على النحو التالى: - الطرح الثانوى للجُمهور IPO، - الاندماج أو الاستحواذ، البيع لمستثمر آخر أو للمالك الاصلى للمشروع أو البيع من خلال البورصة أو البيع لإدارة الشركة management buy-out أو قيام الشركة بالاقتراض لسداد حصص رأس المال المخاطر Leveraged buy-out.

رسم توضيحي يبين المراحل التي يمر بها رأس المال المخاطر



المصدر: اللجنة الإقتصادية والاجتماعية لغرب آسيا (الإسكوا) - الأمم المتحدة.

ثانياً: خصائص رأس المال المخاطر.

- ومن خلال استعراضنا لمفهوم رأس المال المخاطر يتبين انه يتميز بالخصائص التالية:
- يشكل رأس المال المخاطر حصة فى حقوق المساهمين فى مشروعات غير مقيدة بالبورصة. وغالبا ما تكون المفاوضات بين أصحاب رأس المال المخاطر وأصحاب المشروعات التى سيتم تمويلها حول نسب الملكية المعروضة على أصحاب رأس المال المخاطر شاقة ومضنية. ويشكل تحديد هذه النسب عائقا كبيرا أمام ازدهار رأس المال المخاطر وتعاضم دوره فى تمويل الشركات الصغيرة والمتوسطة، إذ غالبا ما يحرص أصحاب هذه الشركات أن تكون هذه النسب ضئيلة بحيث لا تسمح لأصحاب رأس المال المخاطر بالسيطرة على المشروع. وهنا تظهر أهمية نشر الوعى فيما بين أصحاب هذه الشركات بأهمية دور رأس المال المخاطر فى التمويل.
 - يعد نشاط رأس المال المخاطر من الأنشطة طويلة الأجل والتى تتراوح فيها مدة مشاركة رأس المال المخاطر من ٥ إلى ٧ سنوات، وذلك بصرف النظر عن حجم المشروع الذى يتم تمويله.
 - يتميز نشاط رأس المال المخاطر بوجود أفق زمنى محدد مقدما للتمويل بصرف النظر عن العمر الاقتصادى أو الفنى للمشروع موضوع التمويل حيث لا يدخل رأس المال المخاطر لتمويل مشروع ويبقى مستمراً ولكن ليخرج بعد فترة تتراوح من ٥ إلى ٧ سنوات. وأثناء هذه الفترة لا يطلب المستثمر مقدم رأس المال المخاطر استرداد أصل رأس المال وعائده، وإنما يتم هذا الاسترداد من خلال بيع حصص رأس المال المخاطر وذلك عندما يبدأ المشروع فى توليد التدفقات النقدية أو تحقيق عوائد مالية.
 - يتم اتخاذ القرار الاستثمارى من جانب المستثمر مقدم رأس المال المخاطر، بناء على النتائج المتوقعة للمشروع الذى يتم تمويله، وفى تاريخ مستقبلى وتتمثل النتائج فى العائد خلال فترة التمويل.

- يتدخل رأس المال المخاطر لتمويل إقامة مشروعات صغيرة ومتوسطة أو تمويل التوسع في مشروعات قائمة أو لإعادة هيكلة شركات قائمة أو لتمويل عمليات التعثر المالى، غالبا ما تكون ذات مخاطر مرتفعة، ولكن العائد المتوقع لها يكون كبيرا.
- يتم تحقيق العائد على رأس المال المخاطر فى نهاية مدة بقاء رأس المال المخاطر بالمشروع موضوع التمويل، ولا تشكل الأرباح التى يتم توزيعها خلال هذه المدة إلا جزءا قليلا من هذا العائد. وبعبارة أخرى، يتم تحصيل العائد عند خروج رأس المال المخاطر، وعندئذ يحصل المستثمر فى مجال رأس المال المخاطر على أصل رأس المال بالإضافة إلى العائد الراسمالي المتوقع وهو العائد الأساسى المستهدف من الاستثمار.
- يلعب المستثمر فى مجال رأس المال المخاطر دورا نشطا داخل المشروع الذى يتم تمويله، إذ يقوم بتقديم النصح والإرشاد لإدارة المشروع/ وتسهيل توظيف أصحاب الخبرات داخل المشروع. ودائما ما يكون للمستثمر مقدم رأس المال المخاطر ممثلين فى مجلس إدارة المشروع. وقد يشكل هذا الأمر عائقا أمام ازدهار نشاط رأس المال المخاطر، وذلك بسبب تخوف أصحاب المشروعات خاصة المتوسطة والصغيرة منها التى يتم تمويلها برأس المال المخاطر من فقدان سيطرتهم على المشروع لصالح المستثمرين مقدمى رأس المال المخاطر.
- غالبا ما يتدخل رأس المال المخاطر لتمويل مشروعات لها أسواق واعدة من ناحية التنمية الاقتصادية، كما أنها غالبا ما تكون مشروعات هدفها وضع أفكار وأبحاث علمية أو تكنولوجية موضع التنفيذ على أرض الواقع والتى لا يتوافر لأصحابها الأموال اللازمة لمثل هذا التنفيذ.
- إذا كان صحيحا أن القرارات الاستثمارية التى يتم اتخاذها من قبل المستثمرين فى مجال رأس المال المخاطر تتأسس على إستراتيجية أو خطة تجارية، فإنها لا

تأخذ ، بالدرجة الأولى، في الحسبان قدرة المشروع على إعطاء تدفقات مالية (كما هو الحال عند التمويل بقروض بنكية)، وإنما تأخذ في الاعتبار قدرات وخبرات وانسجام الفريق الذى يدير الكيان الخاص برأس مال المخاطر، وقدرته على اختيار الفرص الاستثمارية فى مناطق واعدة تنمويا وإدارة الخطة التمويلية للمشروع المستهدف عبر مراحل تنفيذ المشروع المختلفة. وبعبارة أخرى، يرى المستثمرون فى مجال رأس المال المخاطر عدم جدوى تمويل مشروعات ذات عائدات يتوقع أن تكون مرتفعة فى حالة عدم توافر الخبرة اللازمة للإدارة القائمة على تخصص أصول الكيان القائمة على إدارة أموال أصحاب رأس المال المخاطر، خصوصا إذا أخذنا فى الاعتبار أن معظم المشروعات التى يتم تمويلها برأس مال مخاطر هى مشروعات تتأسس على تنفيذ أفكار تكنولوجية حديثة.

- تتأسس مشاركة رأس المال المخاطر فى المشروعات المختلفة بناء على حجم العوائد والأرباح المتوقعة من تشغيل المشروع. ويرجع ذلك إلى أن مقدم رأس المال المخاطر ليس مقرضا ينتظر الحصول على قرضه بغض النظر عما إذا كان المشروع سيحقق أرباحا من عدمه، وإنما هو شريكا يملك حصة من المشروع الذى يتم تمويله، ولكنه فى ذات الوقت ليس شريكا عاديا وإنما هو شريك مستعد للتضحية وتحمل الكثير من المخاطر انتظارا لعوائد مالية مرتفعة، كما يمكن القول بأنه شريك مؤقت دخل المشروع ليخرج عندما يكون متأكدا من الحصول على أصل رأس المال وعوائده المتوقعة. ونخلص من ذلك أن ارتباط العائد على رأس المال المخاطر بمدى نجاح المشروع الذى يتم تمويله، يشكل حافزا كبيرا لرأس المال المخاطر ويجعله معنيا بنجاح المشروع حيث أنه سوف يجنى من ثمار المشروع إذا نجح، وسيتحمل بالمقابل خسائر المشروع إذا فشل.

ثالثا: المستثمرون فى مجال رأس المال المخاطر.

تتميز الأنشطة والمشروعات التى يستثمر فيها رأس المال المخاطر باعتمادها الشديد على التكنولوجيا الحديثة مثل قطاع الاتصالات وتبادل المعلومات وقطاع صناعة الأجهزة الطبية وقطاع صناعة الأجهزة الالكترونية وغيرها من المجالات التى تحتاج إلى تقنيات تكنولوجية عالية ومتقدمة فى الوقت ذاته. ويتمثل اللاعبين الأساسيين الذين يمكن الاعتماد عليهم فى مجال رأس المال المخاطر فى : - البنوك الوطنية والأجنبية، المؤسسات والهيئات العامة، - المؤسسات والهيئات الخاصة، - المجموعات الصناعية الكبرى، - الشركات، صناديق الاستثمار الخاصة وصناديق المعاشات، وشركات التأمين.

ومراجعة نوعية أصحاب رأس المال المخاطر فى دول العالم المختلفة

• فى دولة فرنسا تعد البنوك هى المستثمر الأول فى مجال رأس المال المخاطر.

• أما فى المملكة المتحدة

فعلى خلاف الوضع فى فرنسا، تشكل صناديق المعاشات المصدر الرئيسى لرأس المال المخاطر. وتستحوذ المملكة المتحدة على ٦٣٪ من التمويل من خلال حقوق الملكية الخاصة private equity على مستوى القارة الأوروبية التى تشمل نشاط رأس المال المخاطر.

• وفى أمريكا

نجد اغلب المستثمرين فى مجال رأس المال المخاطر هم مستثمرين نظاميين وليسوا من الأفراد، ويأتى على رأسهم صندوق المعاشات وشركات التأمين. ومن أنشط المستثمرين النظاميين فى أمريكا فى هذا المجال، نذكر الشركات المالية المغلقة التى تعمل فى مجال تجديد أو إعادة هيكلة مشروعات قائمة بمفردها وبصفة مستقلة أو بالمشراكة مع مؤسسات مالية مختلفة. وعمل هذه الشركات من خلال شركة توصية تكون فيها الشركة المالية المغلقة الشريك المتضامن والمستثمرين (وبصفة خاصة صناديق المعاشات) هم الشريك الموصى.

ويتعدى نصيب الولايات المتحدة الأمريكية ٥٠٪ من حجم التمويل العالمي عن طريق حقوق الملكية الخاصة، والذي يشكل رأس المال المخاطر احد أنواعه كما اشرنا سلفا) لا يقل عن النصف من السوق العالمي، كما لا يقل عن ثلاثة أرباع سوق رأس المال المخاطر العالمي. ويرجع انتعاش سوق رأس المال المخاطر فى الولايات المتحدة الأمريكية إلى الجهود التي بذلتها الإدارة الأمريكية فى هذا الصدد والتي تمثلت فى

١- برنامج (SBIC) (Small Business Investment Company)

٢- تقرير إعفاءات مالية وضرائبية للمشروعات التي يتم تمويلها بواسطة رأس المال المخاطر.

٣- إصدار تشريعات تسمح باستثمار أموال صناديق المعاشات فى مجال رأس المال المخاطر.

• وفى كندا

على خلاف الوضع فى الولايات المتحدة الأمريكية، يغلب أن يكون هؤلاء المستثمرين من الأفراد ممن ينتمون إلى طائفة صغار المستثمرين.

رابعاً: الأسباب التي تدفع إلى اللجوء إلى رأس المال المخاطر.

١- يشكل رأس المال المخاطر أحد الحلول الهامة لمجابهة مشكلة التمويل التي تواجه المشروعات الصغيرة والمتوسطة عند نشأتها أى خلال مرحلة التكوين والنمو المبكر والتي يصعب تمويلها من خلال الاقتراض أو من خلال حقوق الملكية، ويفسر ذلك بما يلي:

أولاً: يصعب تمويل هذه المشروعات من خلال الاقتراض من البنوك أو أية مؤسسات مالية، وذلك لأن هذه المؤسسات ترفض عادة، تطبيقاً لمنطق السياسة الائتمانية الحكومية، تمويل المشروعات دون وجود حد أدنى من رأس المال المملوك والذي يقدمه مالك المشروع أو أن يتم دون الحصول على ضمانات (رهون مثلاً). والحقيقة أن ملاك المشروعات المتوسطة والصغيرة ليست لديهم القدرة على الوفاء بمثل هذه المتطلبات نظراً لأن أغلبية رأس مال هؤلاء يتمثل فى الأفكار أى رأس مالهم بشرى وليس فى صورة نقدية مثال ذلك مشروعات إنتاج وتصميم برامج معلوماتية أو مشروعات تنفيذ الأفكار العلمية والبحثية فى مجال تصنيع الآلات أو الماكينات الجديدة، كما أنهم لا يمتلكون عند نشأتها أو فى بدايتها أية أصول يمكن أن تصلح وعاء لضمانات تسهل لهم الحصول على ما يلزمهم من أموال من مؤسسات التمويل المختلفة.

ثانياً: يصعب على المشروعات المتوسطة والصغيرة الحصول على التمويل الخارجى اللازم لها من خلال حقوق الملكية (طرح أسهم للاكتتاب العام)، وذلك لعدم اجتماعها للشروط والمتطلبات القانونية التى يستلزمها قانون سوق رأس المال لطرح الأسهم فى اكتتاب عام. أضف إلى ذلك أن جذب رأس المال من خلال حقوق الملكية لتمويل نشاط ما يتطلب أن يكون هذا النشاط مرتفع الربحية وعليه طلب من جانب السوق ويكون من السهل تصفيته ببيع الأسهم من خلال السوق، وهو ما لا يتوافر فى المشروعات الصغيرة والمتوسطة التى ينطوى تمويلها

في مراحلها المبكرة على مخاطر كبيرة لا يتحملها إلا رأس المال المخاطر. أما المستثمرون العاديون فلن يقبلوا على شراء الأسهم التي يمكن أن تقوم بطرحها المشروعات الصغيرة والمتوسطة نظر الصعوبة بيع هذه الأسهم في السوق لافتقارها للسيولة اللازمة والتي ترجع إلى المخاطر الكبيرة المرتبطة بالمشروع الذي لن يدر دخلا ولن يوزع ربحا إلا بعد فترة زمنية ليست بالقصيرة.

ثالثا: أن رأس المال المخاطر يشكل الحل الأمثل لتفعيل رغبة الدولة في الأخذ بأيدي أصحاب المشروعات الصغيرة والمتوسطة لمساعدتهم في التغلب على المصاعب التمويلية التي تواجههم عند تكوين المشروع، وذلك كله بدون اللجوء إلى الاقتراض أو التمويل عن طريق حقوق الملكية. وتظهر أهمية تفعيل آلية رأس المال المخاطر كأداة تمويلية فذة لو أخذنا في الاعتبار ما ينبئ عنه الواقع الاقتصادي الذي يقول أن المشروعات الصغيرة والمتوسطة تشكل أكثر ٨٠٪ من الاقتصاد المصري.

٢- يساهم رأس المال المخاطر في تحقيق النمو الاقتصادي، وللتدليل على ذلك نجد أن تمويل المشروعات التكنولوجية يعتمد أساساً على رأس مال مخاطر وتساهم هذه المشروعات في تحقيق النمو الاقتصادي في الولايات المتحدة الأمريكية بنسبة لا تقل عن الثلث ولا تزيد عن النصف. يضاف إلى ذلك، انه كلما زادت المشروعات التكنولوجية الحديثة التي يتم تمويلها برأس مال مخاطر زادت القدرة التنافسية للاقتصاد الوطني خاصة في ظل عالم بدون حواجز جمركية.

٣- ساهم رأس المال المخاطر في توفير وظائف جديدة في القطاعات التكنولوجية (تكنولوجيا الاتصالات - تكنولوجيا الانترنت) التي يتم تمويلها برأس مال مخاطر. والدليل على ذلك، هو ما أدى إليه تمويل المشروعات برأس مال مخاطر من خلق أكثر من مليون فرصة عمل في الولايات المتحدة الأمريكية خلال ثمانية أعوام، ومن زيادة معدل التوظيف في قطاع الاتصالات الفرنسي بنسبة تزيد على ٥٪ سنويا.

- ٤- يقوم رأس المال المخاطر بتمويل مشروعات ذات مخاطر مرتفعة لا يقبل على تمويلها عادة البنوك والمؤسسات المالية المختلفة، وذلك لغياب الأصول التى تشكل الوعاء الرئيسى للضمانات التى تطلبها عادة هذه البنوك كشرط لتقديم التمويل اللازم. وبعبارة أخرى، يقبل أصحاب رأس المال المخاطر، على عكس البنوك، على التمويل بدون ضمانات وفى بعض الأحيان التمويل على المكشوف، أى دون وجود رأس مال مملوك من قبل أصحاب فكرة المشروع.
- ٥- ولا يقتصر دور رأس المال المخاطر على توفير التمويل اللازم للمشروعات الصغيرة والمتوسطة سواء عند نشأتها أو عند التوسع فى أنشطتها، وإنما يمتد ليشمل إمداد مثل هذه المشروعات بالكوادر والخبرات الفنية والإدارية التى تفتقد إليها وهو ما يطلق عليه فى تمويل إعادة الهيكلة البشرية والإدارية.

خامساً: الأطر القانونية التي يعمل من خلالها أو بداخلها رأس المال المخاطر.

تتعدد الأطر القانونية التي ينفذ أو يعمل من خلالها رأس المال المخاطر، إذ قد تكون وسيلة المستثمرين النظاميين أو الأفراد العاديين ممن يستثمرون أموالهم في مجال رأس المال المخاطر هي المشاركة المباشرة في رأس مال المشروع الجديد وغالباً ما يكون مشروعاً صغيراً أو متوسطاً start up أو من خلال إنشاء شركة لرأس المال المخاطر أو من خلال إنشاء صناديق استثمار مباشر تعمل في مجال رأس المال المخاطر.

وفيما يلي عرض للأطر القانونية التي يعمل من خلالها رأس المال المخاطر في عدد من الدول:

١- مصر: ويعمل رأس المال المخاطر في مصر:

- إما من خلال شركة خاضعة لقانون سوق رأس المال تعمل في مجال رأس المال المخاطر وغالباً ما تتخذ هذه الشركة شكل الشركة المساهمة، ولكن ليس هناك ما يمنع من أن تتخذ شكل شركة التوصية بالأسهم. ويلزم ألا يقل رأس مالها عن عشرة ملايين جنيهاً مدفوعاً بالكامل.

- وإما من خلال تكوين أو إنشاء صندوق استثمار ملكية خاصة أو استثمار مباشر private equity يعمل في مجال رأس المال المخاطر. وتعد هذه الصناديق من الصناديق المغلقة لا يجوز استرداد وثائقها المصدرة عنها إلا عند نهاية عمر الصندوق، ويتم طرح وثائقها من خلال طرح خاص للمستثمرين المؤهلين.

وتقوم صناديق رأس المال المخاطر بعمل شركات تستثمر رأس المال في عدد من المنشآت المتنوعة بغرض تحقيق ربح، وهي صناديق خاصة قد تنشأ تابعة للقطاع العام أو للقطاع الخاص وغالباً ما تركز على الاستثمارات في المرحلة المبكرة للمشروعات. وفي الأغلب الأعم تمتد حياة صناديق رأس المال المخاطر إلى سبع سنوات، وفي نهاية هذه الفترة، يقوم الصندوق بتصفية الاستثمارات وتوزيع قيمتها على المساهمين في الصندوق.

وتخصص السنوات الأولى من عمر الصندوق لضخ الاستثمارات في محفظة الشركات التي يستثمر الصندوق أمواله فيها، أما الثلاث سنوات الأخيرة من عمر الصندوق فيتم تخصيصها من أجل البحث عن تخارج مناسب لتصفية استثمارات الصندوق.

ووفقا للقانون المصري، يتولى تأسيس الصندوق شركة يطلق عليها شركة الصندوق، وهي شركة مختلفة عن الشركة التي تتولى إدارة الصندوق والتي يطلق عليها شركة مدير الاستثمار.

ولم يرد على هذه الصناديق أية قيود تتعلق بالسياسة الاستثمارية سوى انه لا يجوز أن تزيد نسبة ما يستثمره الصندوق في أوراق مالية لشركة واحدة عن ٢٥٪ من اجمالي أموال الصندوق. ويرى السوق ان هذا القيد معوقا لنجاح صناديق الملكية الخاصة أو الاستثمار المباشر الذي يعتبر نشاط رأس المال المخاطر نشاطا ثانويا يتفرع عنه.

ويفرض القانون المصري ضرورة حفظ أموال الصندوق لدى أمين حفظ. كما يجب أن يكون أمين الحفظ مستقلا عن شركة الإدارة ولا يجوز أن يكون أعضاء مجلس إدارة أمين الحفظ أعضاء في مجلس إدارة شركة الإدارة أو العكس.

أما في بريطانيا، فيعمل رأس المال المخاطر من خلال limited partnership وهو شكل قانوني من أشكال الشركات يقترّب كثيرا من شركة التوصية البسيطة التي يعرفها القانون المصري. ويضم نوعين من الشركاء، النوع الأول من بينهم يقدمون رأس المال ولا يتدخلون في إدارة الشركة، أما النوع الثاني هم الذين يتولون إدارة الشركة ويسألون عن ديون والتزامات الشركة. ويأخذ النوع الثاني مقابل إدارته أنعاب إدارة هذا بالإضافة إلى نسبة من فائض التصفية، وذلك لجعله معنيا ومهتما وصاحب مصلحة في نجاح المشروع. وغالبا ما تكون مدة الشركة محدودة بعشرة سنوات تنقسم إلى مرحلتين - مرحلة الاستثمار، - ثم مرحلة الخروج من الاستثمار بالتنازل إلى الغير أو بالقيود بالبورصة.

ويجرى استثمار رأس المال المخاطر في فرنسا من خلال صندوق استثمار المخاطر وهو الذي غالبا ما يستثمر أمواله في أوراق مالية غير مقيدة ببورصة الأوراق المالية. وينتمى إلى

عائلة صناديق الاستثمار المخاطر فى فرنسا صناديق استثمار إعادة الهيكلة وهى صناديق تتكون أصولها من أوراق مالية غير مقيدة بالبورصة والتي يجب ألا تقل نسبتها عن ٦٠٪ من اجمالى أصول الصندوق، وهناك أيضا صناديق الاستثمار التي تقوم بالاستثمار فى مناطق جغرافية معينة والتي يجب أن تستثمر ٦٠٪ من أصولها فى أوراق مالية غير مقيدة بالبورصة وصادرة عن شركات تعمل فى نفس الإقليم أو المنطقة الجغرافية.

ويمكن أن يعمل رأس المال المخاطر فى فرنسا من خلال شركة مساهمة يكون غرضها العمل فى مجال رأس المال المخاطر. وغالبا ما يكون مدة هذه الشركة محدودة بمدة تنفيذ المشروع الذى سيتم تمويله برأس المال المخاطر.

وفى ايطاليا، يتم ممارسة أنشطة رأس المال المخاطر من خلال صناديق استثمار الملكية الخاصة. وتجب ملاحظة انه على الرغم من الوسيلة القانونية المتاحة فى ايطاليا والتي تمارس من خلالها أنشطة رأس المال المخاطر هى صناديق استثمار الملكية الخاصة المغلقة، إلا أن القانون الايطالى لا يمنع من ممارسة هذه الأنشطة من خلال وسائل قانونية أخرى معروفة فى دول أخرى مثل إنجلترا والتي تتمثل فى شركات التوصية والذى بموجبها يقوم الشركاء الماليين بالاكنتاب فى الوثائق التي يصدرها الصندوق، ويتولى إدارة الصندوق الشركاء الإداريين دون تدخل من الشركاء الماليين.

ورغم التشابه بين النظام الانجليزى والنظام الايطالى، إلا أن ثمة فارق هام بين النظامين من حيث انه وفقا للنظام الايطالى لا يجوز استرداد الوثائق إلا عند نهاية عمر الصندوق، أما وفقا للقانون الانجليزى فيمكن لحامل الوثيقة طلب استردادها فى اى وقت خلال عمر الصندوق ولا يكون ملزما بالبقاء حتى انتهاء مدة الصندوق.

وفى أمريكا، لا يختلف الإطار القانونى الذى يعمل من خلاله رأس المال المخاطر فى أمريكا عن الإطار القانونى المعروف فى إنجلترا من حيث الشكل القانونى حيث يقترب كثيرا من شركة التوصية البسيطة التي يعرفها القانون المصرى، وعلى التفصيل الذى سبق عرضه عند الحديث عن الإطار القانونى فى بريطانيا.

سادسا: الإطار التشريعي لرأس المال المخاطر في مصر.

يعمل رأس المال المخاطر في مصر من خلال شركات يطلق عليها شركات رأس المال المخاطر، منها ما هو مرخص له وفقا لقانون سوق المال وذلك بوصف أن رأس المال المخاطر يشكل احد أنشطة الشركات التي تعمل في مجال الاستثمار فى الأوراق المالية، ومنها ما هو مرخص له وفقا لقانون الاستثمار رقم ٨ لسنة ١٩٩٧ وذلك باعتبار أن رأس المال المخاطر يعد احد الأنشطة التي تجعل من الشركات التي تقوم بممارسته شركات خاضعة لقانون الاستثمار.

والحقيقة أن معظم شركات رأس المال المخاطر، سواء المرخص لها من الهيئة العامة للرقابة المالية أو من الهيئة العامة للاستثمار، لا تعمل كشركات رأس المال المخاطر وإنما تعمل فى مجالات أخرى غير رأس المال المخاطر.

ويرجع ذلك كله إلى أن سوق رأس المال المخاطر فى مصر لم يبلغ بعد مرحلة النضج اللازم، وذلك لغياب الإطار التشريعى الموحد لتنظيمه الذى يلزم أن يضع مفهوما واضحا لرأس المال المخاطر. والحقيقة أن غياب هذا الإطار انعكس على عدم وضوح وغياب ثقافة رأس المال المخاطر فى السوق المصرى بصفة عامة، وخير دليل على ذلك هو واقع الشركات العاملة فى هذا المجال.

ومن الملاحظ أيضا أن هناك شركات مملوكة لرجال أعمال مصريين ليس من بين أغراضها رأس المال المخاطر، إلا أن لديها اتصال الآن بالجامعات ومركز البحوث العلمية تبنى من خلاله استعدادها لتمويل المبتكرات والبحوث العملية التى لا يمتلك أصحابها الأموال اللازمة لتنفيذها على ارض الواقع. والحقيقة أن تمويل هذه المبتكرات والأبحاث العلمية تشكل احد المجالات التى يفضل أن يعمل فيها رأس المال المخاطر والتى تتميز بارتفاع المخاطر لو تم تنفيذ الفكرة وغاب الطلب على المنتج النهائى المتحصل من التنفيذ، وارتفاع التدفقات المالية أو المردود المالى للمشروع لو تم التنفيذ ووجد الطلب على المنتج النهائى للمشروع.

ورغبة من الهيئة العامة للرقابة المالية لتنمية سوق رأس المال المخاطر، فقد سمحت المادة ١٧٤ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ بإنشاء صناديق استثمار ملكية خاصة private equity لرأس المال المخاطر. وقد سايرت الهيئة فى ذلك معظم التشريعات الأوروبية كفرنسا وإيطاليا التى غالباً ما يعمل رأس المال المخاطر من خلال آلية صناديق استثمار الملكية الخاصة. وتعد هذه الخطوة بمثابة الخطوة الأولى أو التمهيديّة لإعداد تنظيم متكامل يوضح الأطر القانونية والتشريعية التى سيعمل من خلالها وبدخلها رأس المال المخاطر.

وبالإضافة إلى المادة ١٧٤ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال، توجد المادة ١٢٣ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ الصادرة بموجب القرار الوزارى رقم ١٣٥ لسنة ١٩٩٣: وتعرف هذه المادة نشاط رأس المال المخاطر بأنه ” يتضمن رأس المال المخاطر تمويل نشاط الشركات التى تصدر أسهماً أو توفير الدعم لها، أو يقوم بتوفير الخدمات الفنية والإدارية، أو يسهم فى ويقوم بتطوير المشروعات والمؤسسات بغرض تحويلها إلى شركات مساهمة أو شركات توصية بالأسهم، شريطة أن تكون هذه المشروعات والشركات ذات طبيعة تتسم بنسبة مخاطرة عالية أو تفتقر إلى التمويل، مما ينتج عنه دورة استثمار طويلة الأمد“.

وهناك تنظيم آخر لنشاط رأس المال المخاطر تم تعريفه بموجب اللائحة التنفيذية لقانون ضمانات وحوافز الاستثمار رقم ٨ لسنة ١٩٩٧ بأنه ” رأس المال المخاطر: للمساهمة فى مشروعات أو مؤسسات بهدف تنميتها من اجل تحويلها إلى شركات مساهمة أو شركات توصية بالأسهم، شريطة أن تفتقر هذه المؤسسات والمشروعات إلى التمويل اللازم لها“.

سابعاً: دور الدولة فى مجال التمويل برأس المال المخاطر.

يشكل الدعم الحكومى لتشجيع الاستثمار فى شركات أو صناديق رأس المال المخاطر عاملاً حاسماً فى نجاح مثل هذا الاستثمار. وتتعد صور الدعم الذى قد يصل إلى ذروته بتقديم دعم مالى مباشر من خلال المشاركة فى إنشاء صناديق استثمار تعمل فى مجال رأس المال المخاطر (والمثال على ذلك ما فعله الحكومة المصرية الآن ممثلة فى وزارة المالية من إنشاء صندوق رأس مال مخاطر تشارك فى تمويله جهات حكومية وغير حكومية)، وقد يتخذ هذا الدعم صورة تهيئة المناخ الاقتصادى والمالى والتشريعى للملائم لعمل رأس المال المخاطر. وما بين هذين الشكلين من أشكال الدعم الحكومى لقطاع رأس المال المخاطر، تتفاوت أهمية الدور الذى تلعبه الدولة فى مجال التمويل برأس المال المخاطر بصفة عامة، والرجوع إليه لتمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة بصفة خاصة، وذلك على النحو التالى:

١- حالة مصر:

وإذا كان رأس المال المخاطر يستخدم لتمويل تكوين المشروعات الصغيرة والمتوسطة أو لتمويل التوسع فيها، فإن الحكومة المصرية تولى رأس المال المخاطر أهمية كبرى فى مجال تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة. وتسعى الحكومة الآن إلى بلورة هذا الاهتمام من خلال:

- إنشاء صندوق رأس مال مخاطر تكون مهمته تمويل إنشاء وتكوين المشروعات الصغيرة والمتوسطة. وسيتم إنشاء هذا الصندوق من خلال مشروع تنمية سياسات المنشآت الصغيرة والمتوسطة التابع لوزارة المالية.
- وتشارك وزارة الصناعة والتجارة وزارة المالية هذا الاهتمام حيث تم إنشاء وحدات أو إدارات تابعة للوزارة تكون مهمتها المساعدة فى إيجاد التمويل اللازم للمشروعات الصغيرة والمتوسطة.
- ولم تقف وزارة الاتصالات وتكنولوجيا المعلومات بعيداً وإنما قامت بالمساهمة المباشرة فى رأس مال صندوق رأس المال المخاطر الخاص بشركة

Idea developers والذي تتركز مهمته في نشر الوعي والترويج للمشروعات في مجال صناعات تكنولوجيا المعلومات في جمهورية مصر العربية.

- تقرير إعفاءات ضريبية للشركات العاملة في مجال رأس المال المخاطر بموجب قانون ضمانات وحوافز الاستثمار رقم ٨ لسنة ١٩٩٧.

٢- حالة الولايات المتحدة الأمريكية:

لم تلعب الدولة في سوق التمويل المباشر للمشروعات الصغيرة والمتوسطة بواسطة رأس المال المخاطر دورا مهما، وإنما يقتصر دورها على مجرد عمل برامج حكومية لتشجيع والعمل على زيادة حجم رأس المال المخاطر الذي يمكن أن يساعد القطاع الخاص على تحقيق خطته وإقامة مشروعاته. فالحكومة الأمريكية لا تتدخل لعمل وإقامة برامج تمويل مباشر في مجال رأس المال المخاطر.

٣- حالة كندا:

على عكس الحال في الولايات المتحدة الأمريكية، تلعب الدولة في كندا دورا مهما في هذا المجال. ويعتمد نجاح الاستثمار في مجال رأس المال المخاطر في كندا على ما تقدمه الحكومة من برامج للتمويل المباشر وعلى المزايا الضريبية والمالية التي يتم تقريرها خصيصا لصالح المستثمرين في هذا المجال من الاستثمار. إن نجاح التمويل برأس المال المخاطر يعتمد بدرجة كبيرة على الدور النشط الذي تلعبه الحكومة الكندية في هذا الصدد.

٤- حالة إنجلترا:

تهتم الحكومة الإنجليزية بتنمية قطاع الاستثمار في مجال رأس المال المخاطر. وكغيرها من الدول، تولى المملكة المتحدة أهمية كبرى لتشجيع رأس المال المخاطر للدخول لتمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة. وتفعيلا لهذا الاهتمام، أنشأت الحكومة الإنجليزية صندوق رأس المال المخاطر لتمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة بطريق تقديم القروض اللازمة له.

ثامنا: آليات خروج رأس المال المخاطر من المشروعات أو الشركات التي

قام بتمويلها .

قلنا فيما سبق أن رأس المال المخاطر يدخل لتمويل مشروعات صغيرة ومتوسطة عند نشأتها الأولى أو لتمويل مشروعات قائمة قد تكون مدرة لعائد وذلك لتمويل التوسع في أنشطتها وتنميتها. ولكن تجدر الإشارة أن من سمات رأس المال المخاطر أنه يدخل في الاستثمار لا ليبقى وإنما ليخرج بعد فترة يكون المشروع فيها قد بدأ يؤتي ثماره وعوائده. وبعبارة أخرى فإن رأس المال المخاطر، على خلاف مصادر التمويل الأخرى، هو موقوت في مدة بقاءه في المشروع الذي استخدم في تمويله، إذ يتحين الوقت الملائم لتمويل المشروعات في مراحلها التي تنطوي على مخاطر كبيرة ولا تدر أية عوائد وتكون أصول المشروعات فيها ضعيفة السيولة، فإذا ما بدأ المشروع في الوقوف على قدميه وإعطاء عوائد غالبا ما تكون مرتفعة، يبدأ رأس المال المخاطر في الخروج من المشروع مستردا في ذلك أصل المال الذي استخدم في التمويل بالإضافة إلى الربح الذي يتشمل في النمو الذي دخل على المشروع والذي أدى إلى ارتفاع قيمته السوقية.

والحقيقة انه كلما وجدت الآليات المناسبة لخروج رأس المال المخاطر، كلما زاد حجم المعروض منه ومن ثم أمكن تمويل اكبر عدد ممكن من المشروعات الصغيرة والمتوسطة. والعكس صحيح، إذ انه كلما أصبح خروج رأس المال المخاطر صعبا كلما قل المعروض منه، وذلك بسبب أن المستثمرين في مجال رأس المال المخاطر سيجدون أنفسهم وقد أصبح من الصعب عليهم تسييل استثماراتهم، ومن ثم عدم إمكانية الحصول على أصل رأس المال المستثمر فضلا عن عائده، وبالتالي استحالة البدء في تمويل مشروعات جديدة اى بداية الدورة الجديدة لرأس المال المخاطر.

وبعبارة أخرى يمكن القول أن تفعيل دور ونجاح رأس المال المخاطر في تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة يتناسب طرديا مع مدى وجود استراتيجيات أو آليات لخروج رأس المال المخاطر، فكلما كانت هذه الآليات ميسورة ومتعددة كلما زاد إقبال أصحاب رأس المال

المخاطر على الدخول لتمويل المشروعات المختلفة ومن ثم زاد المعروف منه، والعكس صحيح أى كلما تعقد خروج رأس المال المخاطر من المشروعات التى يقوم بتمويلها، كلما طفت مشكلة السيولة على السطح وأصبح رأس المال المخاطر غير قادر على بدء دورة جديدة لتمويل مشروعات جديدة.

وتمثل آليات خروج رأس المال المخاطر فيما يلى :

١- إصدار المشروع أوراقا مالية يتم طرحها للاكتتاب العام وقيدها ببورصة الأوراق المالية (IPO (Initial Public Offering). وفى هذه الحالة يحصل المستثمر فى مجال رأس المال المخاطر على أصل رأس المال المستثمر وعائده فى صورة أوراق مالية مقيدة بالبورصة. وبحصول المستثمر على أوراق مالية صادرة عن المشروع يصبح خاضعا لقواعد وأحكام القيد بالنسبة للأوراق المالية الصادرة عن الشركات الصغيرة والمتوسطة التى تقل حدة عن معايير قيد الأوراق المالية الصادرة عن الشركات من غير الشركات المتوسطة والصغيرة وذلك على نحو ما سنرى فيما بعد. والحقيقة إن خروج رأس المال المخاطر من خلال هذه الآلية أصبح ميسورا فى مصر بعد إنشاء بورصة المشروعات الصغيرة والمتوسطة، حيث تتسم قواعد القيد فى هذه البورصة بالمرونة بالمقارنة بقواعد القيد فى البورصة المصرية. ولما كان قيد المشروع الصغير والمتوسط يمكن أن يتم قبل أن يدرأى عائد، فإن تحديد سعر السهم يتم بطريق الرجوع إلى سعر الأسهم الصادرة عن شركات تعمل فى نفس مجال النشاط، أى بطريق القياس.

٢- وقد لا يصدر المشروع أوراقا ماليا لطرحها فى اكتتاب عام، وإنما لطرحها على مستثمرين محددين من خلال طرح خاص Private Placement.

٣- أما الطريقة الثالثة وهى الغالبة فى أوروبا فتتمثل فى التنازل عن المشروع إلى مستثمر آخر، والذى يتمثل فى قيام عدد من المستثمرين من المؤسسات أو من الأفراد

الطبيعيين بإنشاء شركة قابضة يكون الهدف منها الاستحواذ على المشروع. ويتم تمويل عملية السيطرة هذه عن طريق قيام الشركة القابضة بالاقتراض من البنوك أو من السوق. ويتم سداد أصل القرض وفوائده بمعرفة الشركة القابضة من حصيلة الأرباح التي تحققها الشركة التي تمت السيطرة عليها. وقد يتم الاستحواذ من قبل المستثمر برأس مال مخاطر في المشروع الصغير أو المتوسط start-up وعندئذ يكون هذا الشخص لديه معرفة شخصية بالمشروع الأمر الذي يجعل سعر الاستحواذ على المشروع يقترب كثيرا من سعر السوق، هذا على خلاف الحال لو أن المستحوذ لم يكن مستثمرا في المشروع منذ نشأته إذ تكون معلوماته عن المشروع اقل ومن ثم يتعد سعر الاستحواذ عن سعر السوق.

٤- وقد يتم خروج رأس المال المخاطر عن طريق اندماج المشروع الذى تم تمويله برأس مال مخاطر في شركة قائمة. ويأخذ المستثمر فى مجال رأس المال المخاطر أصل رأس المال المستثمر بالإضافة إلى الأرباح فى صورة أسهم فى الشركة الدامجة والتي يكون لها قيمة سوقية نتيجة قيدها فى بورصة الأوراق المالية.

٥- وعندما يعمل رأس المال المخاطر من خلال صندوق استثمار، وهو أمر متاح قانونا فى كل من مصر وفرنسا وإيطاليا، فإن خروجه يكون عن طريق بيع وثائق الاستثمار الصادرة عن الصندوق إلى الصناديق القابضة القائمة والتي تتكون محفظتها المالية من وثائق استثمار صادرة عن صناديق أخرى. والحقيقة أن ذلك يرجع إلى ما سمح به المشرع الفرنسى منذ عام ١٩٩٨ لصناديق رأس المال المخاطر من شراء وثائق استثمار صادرة عن صناديق استثمار التي تعمل فى مجال التمويل المباشر طويل الأجل والمعروفة باسم صناديق رأس المال المخاطر.

وقد تلعب صناديق الاستثمار المتخصصة دورا هاما فى تأمين أفضل إستراتيجية turn around لرأس المال المخاطر مثل قيامها بشراء وثائق صناديق تعديل المسار

funds أو القيام بالاستحواذ على صناديق رأس المال المخاطر من خلال الحصول على قروض لتمويل عمليات الشراء حتى يتخارج حملة وثائق .

تاسعا: عوامل نجاح وتنمية وتشجيع الاستثمار في مجال رأس المال المخاطر .

هناك العديد من العوامل التي تساعد في نجاح ظهور رأس المال المخاطر كآلية لتمويل مشروعات التنمية ، وتتلخص هذه العوامل فى ما يلى :

- إقامة آليات قانونية تجنب وتعمل على تعويض المستثمرين فى مجال رأس المال المخاطر ضد المخاطر المرتفعة التي تواجههم .
- الدعم الذى يمكن أن تقدمه الحكومة فى هذا الشأن . فقد تبين أن النجاح الذى تحقق فى بعض الدول فى مجال رأس المال المخاطر كان مرجعه الدعم الحكومى القوي لمساندة رأس المال المخاطر، ومن أمثلة ذلك الولايات المتحدة الأمريكية التى أنشئت فيها الحكومة وكالات فيدرالية مختلفة لرأس المال المخاطر وخاصة فى مجال المشروعات الصغيرة والمتوسطة، كما شاركت الحكومة التايلاندية والحكومة الهندية فى تأسيس صندوق استثمار لرأس المال المخاطر بالمشاركة مع شركات من القطاع الخاص، كما دعمت الحكومة المكسيكية تأسيس ما يقرب من ٣٢ صندوق استثمار لرأس المال المخاطر، هذا كله فضلا عن المنظمات الحكومية وغير الحكومية المنتشرة فى أنحاء دول الاتحاد الاوربى والتي تسعى إلى دعم ومساندة رأس المال المخاطر وخاصة فى مجال تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة .
- نشر الوعي بين أصحاب المشروعات الصغيرة والمتوسطة التي غالبا ما لا ترضى أن يأتى صاحب رأس المال المخاطر ليسيطر على مشروعه، متجاهلا ما يمكن أن يحمله رأس المال المخاطر من مساعدة للمشروع وتحقيقه لأرباح هائلة ما كانوا يستطيعون وحدهم إدراكها فى غياب رأس المال المخاطر فضلا عن أن هذه السيطرة إنما تتم لفترة زمنية معينة حين إتمام عملية التخارج من الشركة .

- إقامة تنظيم تشريعى يساير الاتجاهات التشريعية العالمية ويهتم بوضع اطر وتعريفات قانونية محددة لرأس المال المخاطر، وذلك لإزالة اللبس الذى يقع فيه العاملين وأصحاب رأس المال المخاطر إذ أن كل مجموعة من بينهم تنظر إلى رأس المال المخاطر من زاوية أو تعتنق تعريفا مختلفا له، فمنهم من يرى فى رأس المال المخاطر بأنه رأس المال الذى يتم استثماره فى مرحلة التمويل الأولى أو عند بداية المشروع، ومنهم من يرى فيه طوق النجاة للمشروعات المتعثرة الخاسرة وذلك بهدف إعادة هيكلتها، وآخرين لا يرون فيه سوى وسيلة لتمويل أفكار ومشاريع بحثية جديدة لا تتوافر لأصحابها الأموال اللازمة لوضعها موضع التنفيذ، الخ.....

عاشرا: هيئة الرقابة المالية ورأس المال المخاطر.

بالإضافة إلى الدور الذى تلعبه الهيئة العامة للاستثمار فى مجال تشجيع وجذب المزيد من الاستثمارات الأجنبية المباشرة إلى مصر بوصفها أهم الروافد المالية لرأس المال المخاطر، تلعب الهيئة العامة للرقابة المالية أيضا دورا مهما فى تنمية قطاع رأس المال المخاطر وذلك من خلال تبنى سياسات أو استراتيجيات لتأمين طرق خروج مرنة ومربحة لرأس المال المخاطر ليبدأ دورة جديدة لتمويل مشروعات جديدة.

فى هذا الإطار وانطلاقا من أن إدراج أسهم المشروعات الصغيرة والمتوسطة بالبورصة تشكل أهم طرق خروج رأس المال المخاطر، قامت الهيئة العامة للرقابة المالية بما يلى :

أولا: التخفيف من حدة معايير ومتطلبات قيد الأوراق المالية الصادرة عن الشركات الصغيرة والمتوسطة وذلك من خلال إنشاء بورصة النيل للشركات الصغيرة والمتوسطة وقد صدر قرار مجلس إدارة الهيئة رقم (٦٢) لسنة ٢٠٠٧ بتاريخ ١١ / ٧ / ٢٠٠٧ بشأن قواعد قيد الأوراق المالية المصدرة من الشركات الصغيرة والمتوسطة. والحقيقة أن الهدف المعلن من إنشاء بورصة النيل هو تديير التمويل اللازم للمشروعات الصغيرة والمتوسطة. وإلى جانب ذلك، يوجد هدف غير مباشر يتمثل فى تشجيع دخول رأس المال المخاطر لتمويل مثل هذه المشروعات عند النشأة أو عند التوسع، حيث توفر هذه البورصة طريقا آمنا وميسورا لخروج رأس المال المخاطر، وذلك عن طريق طرح أسهم الشركة الذى تم تمويلها برأس المال المخاطر للتداول فى بورصة المشروعات الصغيرة والمتوسطة حيث تقل حدة معايير قيد الأوراق المالية الصادرة عن المشروعات الصغيرة والمتوسطة عن معايير القيد المعمول بها بالنسبة للشركات التى تقيد بالبورصة المصرية.

ونوضح فيما يلي أهم معايير القيد ببورصة المشروعات المتوسطة والصغيرة والمعروفة
ببورصة النيل:

- ١- يقصد بالشركات الصغيرة والمتوسطة أى شركة يقل رأس مالها المصدر عن خمسة وعشرون مليون جنيه.
 - ٢- أن تكون الأوراق المالية مودعة بنظام الإيداع والقيد المركزي.
 - ٣- ألا يتضمن النظام الأساسي للشركة أو شروط الإصدار أية قيود على تداول الأوراق المالية المطلوب قيدها .
 - ٤- أن تكون الشركة مصدرة الأوراق المالية قد أصدرت القوائم المالية الخاصة بها لسنة مالية واحدة على الأقل سابقة على تاريخ طلب القيد .
 - ٥- ألا تقل حقوق المساهمين في السنة المالية السابقة لتاريخ طلب القيد عن ٥٠٪ من رأس المال المدفوع، أى يسمح بقيد الشركات التى حققت خسائر لا تزيد عند القيد عن نصف رأس المال .
 - ٦- أن يكون رأس المال المصدر مدفوعا بالكامل، وبقيمة أسمية للسهم تتراوح بين جنيه واحد وخمسة جنيهات .
 - ٧- ألا يقل عدد الأوراق المالية المصدرة والمطلوب قيدها عن ١٠٠ ألف سهم .
 - ٨- ألا تقل الأوراق المالية المطروحة للتداول بالبورصة عن ١٠٪ من مجموع الأوراق المالية المصدرة وألا يقل عدد المساهمين عن ٢٥ مساهم .
- ويجوز للجنة القيد قبول قيد الورقة المالية ولو لم يتوافر فيها هذا الشرط، على أن تتعهد الشركة باستيفاء هذا الشرط خلال سنة على الأكثر من تاريخ القيد .

ثانيا: تنشيط السوق الثانوى

من أهم عوامل نجاح سوق رأس المال المخاطر هو تأمين طريق آمن وسريع لخروجه وبصفة خاصة من خلال الطرح الأولى للجمهور IPO. ومن هنا كانت أهمية وجود سوق ثانوى نشط، فكلما وجد هذا السوق كلما أدى ذلك إلى تشجيع رأس المال

المخاطر على الدخول لتمويل المشروعات الصغيرة أو المتوسطة. والحقيقة أن وجود مثل هذا السوق الثانوى سوف يمكن أصحاب رأس المال المخاطر من الحصول على تقديرات عادلة لحجم استثماراتهم.

وتسعى الهيئة العامة للرقابة المالية فى الوقت الحالى إلى تنشيط ليس فقط السوق الأولية وإنما أيضا السوق الثانوية من خلال تفعيل معايير الشفافية والإفصاح والحرص على تحقيق مبدأ عدالة أسعار الأوراق المالية من خلال منع استغلال المعلومات الداخلية أو التلاعب فى الأسعار، هذا بالإضافة إلى خلق أدوات مالية جديدة تعمل على زيادة حجم التداول مثل الشراء بالهامش واقتراض الأوراق المالية بغرض بيعها وصناديق المؤشرات وتبنى نظام صانع السوق وغير ذلك من الأدوات المالية التى تسعى الهيئة إلى إدخالها فى مصر بغرض تنمية وتعميق سوق التداول.

حادى عشر: تداول أسهم الشركات الصغيرة والمتوسطة.

وفى مجال تداول أسهم الشركات الصغيرة والمتوسطة المقيد أسهمها فى البورصة والتى تمثل أهم آليات خروج رأس المال المخاطر، فمن المفيد الإشارة إلى وجود قواعد لتداول أسهم الشركات المتوسطة والصغيرة ويقصد بالشركات المتوسطة والصغيرة الشركة التى يقل رأس مالها المصدر عن خمسون مليون جنيه ويتم القيد وفقا للأحكام التالية. وقد اصدر مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية قواعد التداول والمقاصة والتسوية ببورصة النيل، وذلك على النحو التالى:

١- تسري القواعد والأحكام المنظمة المعمول بها للتداول والمقاصة والتسوية فيما لم يرد به نص خاص ضمن هذا القرار.

٢- يتم التداول بهذا السوق من خلال جلسة مزايمة و يسمح خلالها لشركات السمسرة بإدخال العروض والطلبات وبدون حدود سعريه، ويمكن لذات شركة السمسرة تسجيل عروض وطلبات على نفس الورقة المالية بأسعار متباينة وفقاً للأوامر الصادرة إليها من عملائها. يتم إغلاق جلسة المزاد عشوائيا فى أي وقت

- خلال آخر عشر دقائق من الجلسة، ويتم تحديد السعر الذي يحقق أكبر مستوى من السيولة في سوق الشركات الصغيرة والمتوسطة.
- ٣- يحق لشركات السمسرة تعديل الأوامر أو إلغائها بناء على طلب عملائهم في أي وقت خلال جلسة المزايدة وحتى الإغلاق العشوائي للجلسة بما في ذلك إدخال وتعديل وإلغاء العروض والطلبات أو تعديل الكمية والسعر.
- ٤- يتم تطبيق كافة القواعد والنظم الحاكمة والمنظمة في التداول بالبورصة وعلي الأخص التأكد من وجود أرصدة لدى العملاء لعدم إدراج عروض طلب وبيع وهمية وكذا القواعد والنظم اللازمة لعملية الرقابة علي التعاملات.
- ٥- يتم تحديد سعر الاغلاق على اساس السعر الذى يحقق أكبر مستوى من السيولة فى سوق الشركات المتوسطة والصغيرة، حيث سيتم اختيار سعر الاغلاق والتنفيذ وفقا لترتيب المعايير التالية، وفي حال تساوى أكثر من سعر فى أى معيار يتم الانتقال الى المعايير التالى كما يلى:
- السعر الذى يحقق أكبر كمية تنفيذ.
 - السعر الذى يبقى أقل كمية غير منفذة فى السوق وكانت قابلة للتنفيذ.
 - متوسط السعرين.

ثانى عشر: شركة القيد والإيداع المركزى ورأس المال المخاطر.

تضمن قرار مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية قواعد المقاصة والتسوية بسوق المشروعات الصغيرة والمتوسطة. والواقع أن مثل هذا القرار يشكل خطوة كبيرة نحو تمهيد الطريق لخروج رأس المال المخاطر. حيث تم تسوية العمليات التي تتم فى " بورصة النيل " خلال اليوم الثانى للتداول (T+٢).

ثالث عشر: أسئلة وقضايا عملية.

القضية الأولى: على أى أساس يتم اتخاذ القرارات الاستثمارية للمستثمرين فى مجال رأس المال المخاطر:

يتم اتخاذ قرار التمويل من قبل أصحاب رأس المال المخاطر فى ضوء العديد من المتغيرات من أهمها:

- الوضع الاقتصادى العام وبصفة خاصة درجة النمو.
- المناخ السائد فى سوق المال وما إذا كان هناك اتجاه صعودى أو اتجاه نحو الهبوط لمؤشر السوق. فإذا ما كان اتجاه السوق نحو الهبوط قل المعروض من حجم رأس المال المخاطر بسبب ما يواجهه المستثمرين فى مجال رأس المال المخاطر من صعوبات فى تدبير حجم التمويل اللازم للمشروعات المختلفة.
- مدى الخبرات التى تتمتع بها إدارة المشروع فى مجال المشروعات المراد تمويلها وخصوصا لو أخذنا فى الاعتبار أن معظم هذه المشروعات هى مشروعات تكنولوجية متطورة وجديدة.
- معدل العائد المتوقع أن يدره رأس المال المخاطر من المشروعات المقترحة.
- مدى وجود آليات مناسبة لخروج رأس المال المخاطر، إذ أن رأس المال المخاطر يمول المشروع ولا يبقى وإنما يخرج عندما يجد أن القيمة السوقية للمشروع قد ارتفعت على نحو يمكنه من الحصول على أصل رأس المال بالإضافة إلى العائد الذى يأمل الحصول عليه.
- المعاملة المالية والضرائب للأرباح الرأسمالية لرأس المال المخاطر، إذ انه كلما كانت هذه المعاملة مناسبة زاد المعروض من رأس المال المخاطر ومن ثم أمكن توفير حجم تمويل أكبر للعديد من المشروعات سواء عند نشأتها أو لتمويل توسعاتها أو لإعادة هيكلتها.

القضية الثانية: كيف يحدد المستثمر في مجال رأس المال المخاطر العائد على رأس المال:

لكي يتمكن المستثمر مقدم رأس المال المخاطر من تحديد مقدار العائد الذي يأمل بلوغه، فهو يقوم بما يلي:

- دراسة المشروع المراد تمويله لتحديد حجم المخاطر المرتبطة به ومقدار التمويل اللازم لإنشاء المشروع، ثم تحديد مدى رواج سوق المنتج الذي سيقدمه المشروع ومقدار الطلب عليه والمنتجات البديلة التي يمكن أن تؤثر على هذا الطلب والتي يمكن تقديمها من المنافسين المحتملين.

- تحديد رغبات مالكي المشروع المراد تمويله برأس مال مخاطر سواء فيما يتعلق بحجم الأرباح التي يأملون الحصول عليها.

- تحديد حجم رأس المال الذي يجب تقديمه للمشروع المراد تمويله، والذي يختلف حجمه في مرحلة تكوين أو إنشاء المشروع عن حجمه في مرحلة التوسع أو في مرحلة إعادة الهيكلة.

- تحديد الحصص التي يجب أن يملكها مقدم رأس المال المخاطر لكي يستطيع بلوغ العائد المأمول، فمن المعروف كلما زاد حجم الحصص كلما زاد نصيبها من الأرباح التي سيديرها المشروع.

ويجب الأخذ في الاعتبار الشكل الذي تتخذه الحصة في رأس المال المشروع والذي يختلف باختلاف الإطار القانوني الذي يعمل من خلاله رأس المال المخاطر. فإذا كان الإطار القانوني هو الشركة، فقد تأخذ حصة المستثمر مقدم رأس المال المخاطر صورة أسهم عادية أو أسهم ممتازة. أما إذا كان رأس المال المخاطر يعمل من خلال صندوق استثمار، فإن الحصة تأخذ صورة وثائق الاستثمار.

حقوق الطبع محفوظة

رقم الايداع

٢٠٠٩/٣٦٠٢



www.iinvest.org.eg

عزيزى المستثمر: أعدت الهيئة العامة للرقابة المالية خصيصاً لك موقعاً إلكترونياً يهدف إلى تقديم خدمات متنوعة للتوعية والرد على استفساراتك فى الأمور التى قد تواجهها كمستثمر أو متعامل فى الأسواق المالية غير المصرفية فى مصر وعلى الأخص فى سوق الأوراق المالية وسوق التمويل العقارى وسوق التأمين، وتعتبر الهيئة هذا الموقع أحد أهم قنوات ووسائل التواصل مع المستثمرين. ويتناول هذا الموقع العديد من المعلومات حول ادوات ووسائل الاستثمار فى البورصة المصرية والتعامل فى سوقى التمويل العقارى والتأمين، ويتضمن كذلك قسماً خاصاً ببيانات واحصائيات التداول بالبورصة وبيانات الشركات المقيدة بها.

وتؤكد الهيئة أن ما ينشر على صفحات الموقع الإلكتروني وما يصدر عنها من كتيبات ونشرات مطبوعة فى مجال توعية وتعليم المستثمر لا يهدف مطلقاً إلى تحديد أفضل سبل الاستثمار التى يمكن أن تتخذ قراراً بشأنها ولكنه يقدم خدمات توعية تساعدك على الاستثمار بحكمة وتعريفك بحقوقك والتزاماتك فى مجال البورصة والتمويل العقارى والتأمين.

ويأتى الموقع الإلكتروني وسلسلة الكتيبات هذه كأحد أهم سبل وقنوات التواصل التى تنتهجها الهيئة لنشر الوعى الإستثمارى والثقافة المالية بصفة عامة التى تعد من بين أهدافها وأولوياتها.

