

## صناديق المساهمات الخاصة

الدكتور/ محمود أحمد الكندري  
الهيئة العامة للاستثمار  
دولة الكويت

### مقدمة :

تؤدي الملكيات الخاصة أو الشركات غير المدرجة دوراً متعاظماً في تمويل الأعمال التجارية. ففي العقدين الماضيين كانت هذه الملكيات والشركات من أكبر أسواق تمويل الشركات. إن حجم الأصول المدارة في هذه الصناعة حتى نهاية عام ٢٠٠٩ بلغ ٢,٥ تريليون دولار أمريكي، وهو ما يعني أنه تضاعف عن حجمها في عام ٢٠٠٣، في حين انخفض عام ٢٠١٠ إلى أقل من ١ تريليون دولار أمريكي<sup>(١)</sup>. ويطلق اسم صناديق الاستثمار في الشركات غير المدرجة على ذلك الجزء من صناعة إدارة الأصول عندما توجه الاستثمارات إلى أوراق مالية ليست مسعرة في الأسواق العامة Private equity is the name given to that part of the asset management industry where investments are made into securities which not quoted in the public markets<sup>(٢)</sup>.

ولعل ما يميز أسواق الملكيات الخاصة أو الشركات غير المدرجة أنها أسواق خاصة لا تخضع لأي قيود؛ كقواعد إفصاح أو أية قواعد لائحية أخرى

(١) City UK, 2010 Private Equity 2010, www.thecityuk.com.

(٢) Achary, V. Franks, J. and Servaes, H. (2007) "Private equity: Boom and burst?", Journal of Applied Corporate Finance, 19(4), 1-10.

كما في الأسواق العامة. ويمكن القول إن هذه الأسواق فقيرة في حجم المعلومات المتاحة للعامة (Poor level of publicly available information).

وهذه الخاصية الأخيرة تشكل تحدياً كبيراً لمن هم خارج هذه الأسواق لفهمها وتفهم خيوط اللعبة في مثل هذه الصناعة<sup>(٣)</sup>. كما أن هذه الصناعة قد ازدهرت في ثمانينيات القرن الماضي عندما ظهرت هذه الأصول كطائفة رئيسية من طوائف الأصول أو فئاتها Major asset class<sup>(٤)</sup>.

إن الهدف الرئيسي لصناديق استثمار المساهمات الخاصة هو المساهمة في ملكية شركة أو شركات غير مدرجة (unlisted company).

ولعل الشريحة الكبرى من صناديق استثمار المساهمات أو الملكيات الخاصة يأتي من خلال كيان قانوني منفصل "شركة محدودة" (funds whose legal structure is that of a limited partnership).

وهذه الصناديق يتم تأسيسها لفترة معينة عادة ما تكون مدتها من ٨ سنوات إلى ١٠ سنوات قابلة للتمديد لمدة سنتين؛ وذلك بغرض الاستثمار في شركات غير مدرجة أو الاستثمار في ملكيات خاصة، حتى الاستثمار في العمل التجاري المنفرد. والشراكة المحدودة المتفق عليها بموجب الصندوق كيان يتمتع بشخصية قانونية كما يتمتع هذا الصندوق بإدارة مستقلة (مدير استثمار investment manager) ليتابع تنفيذ أغراضه وتحقيق أهدافه<sup>(٥)</sup>.

(٣) Eli Talmor & Florin Vasvari, International private equity, Wiley ltd publication, November 2012 p.21.

(٤) Bain & Co. (2010) Global Private Equity Report.

(٥) راجع المادة ٢٩٣ والمادة ٣٠٤ من اللائحة التنفيذية لقانون هيئة أسواق المال رقم (٧)، الذي يعطي الصندوق شخصية قانونية مستقلة، وقد عرف صندوق الاستثمار بأنه نظام جماعي يهدف إلى تجميع الأموال من المستثمرين بغرض استثمارها نيابة عنهم في المجالات المختلفة وفقاً لأصول الإدارة المهنية للاستثمار الجماعي ويديره مدير صندوق مقابل رسوم محددة.

كما أن غرض المساهمة في ملكية شركات غير مدرجة (not listed) أو أية ملكيات أخرى من أي نوع كانت (حتى العمل المنفرد مثلاً شركة رجل واحد أو مؤسسة فردية) ليس التملك بحد ذاته وإنما تطوير هذه الكيانات؛ وذلك لاحتمالات نموها بموجب دراسات جدوى اقتصادية مدروسة من قبل مؤسسات تقييم معتمدة؛ الأمر الذي سيترتب عليه زيادة كبيرة في قيم أصول هذه الشركات التي نمت وتطورت، عندها سيتم التخرج (Exit) من هذا الصندوق بقيم الأصول المرتفعة؛ مما يعني زيادة في قيم العائد على الاستثمار كما سنبين أدناه<sup>(٦)</sup>، وزيادة في مضاعف الربحية Multiple of cost.

وستتناول هذه الدراسة ثلاثة مواضيع رئيسية. الموضوع الأول سيناقدش أطراف هذا الصندوق أو اللاعبين الرئيسيين فيه (investment managers)، وهم: الشريك المدير أو الشريك العام (GP's General Partner)، والشريك غير المدير أو الشريك الموصي مجازاً (LP's Limited Partner). واللاعبين غير الرئيسيين من غير أطراف الصندوق كالمستشارين والوكلاء في الصندوق (Advisors & Agents) وذلك في المبحث الأول.

أما الموضوع الثاني فسيناقدش أنواع صناديق استثمار المساهمات الخاصة (المبحث الثاني).

وسيتناول الموضوع الثالث والأخير الدورة الزمنية لهذه الصناديق (المبحث الثالث).

(٦) Jensen, M. (1989) "Eclipse of the public corporation", Harvard Business Review, 67, 60-70.

## المبحث الأول

### الأطراف المتعاقدة (الشركاء) في صندوق المساهمات الخاصة

### Partners in Private Equity Fund

كما سبق القول إن الشكل أو الكيان القانوني الذي عادة ما يأخذه صندوق المساهمات الخاصة هو الشراكة المحدودة " Limited Partnership " ويتكون من نوعين من الشركاء هما الشريك المدير أو الشريك العام General Partner ويسمى اختصاراً GP أو GP's للجمع. وهذا الشريك عادة ما يكون مكتباً أو مؤسسة استثمار ملكية خاصة (Private equity firm) ويكون بمنزلة أمين أو مدير استثمار Investment Manager؛ بمعنى أنه معني بإدارة هذا الصندوق وتوجيهه وتنفيذ أغراضه، وقد يساهم بنسبة تصل إلى ١٠٪ من رأس مال الصندوق لضمان حسن الإدارة والتحفيز على الإنتاج وتحقيق الأرباح<sup>(٧)</sup>.

كما يتكون الصندوق من طرف رئيسي آخر، هو الشريك غير المدير أو الشريك الممنوع من الإدارة، ونطلق عليه مجازاً الشريك الموصي؛ كون مسؤوليته محدودة Limited Partner على غرار شركة التوصية البسيطة<sup>(٨)</sup>،

Eli Talmor, Ibid, p.22.

(٧)

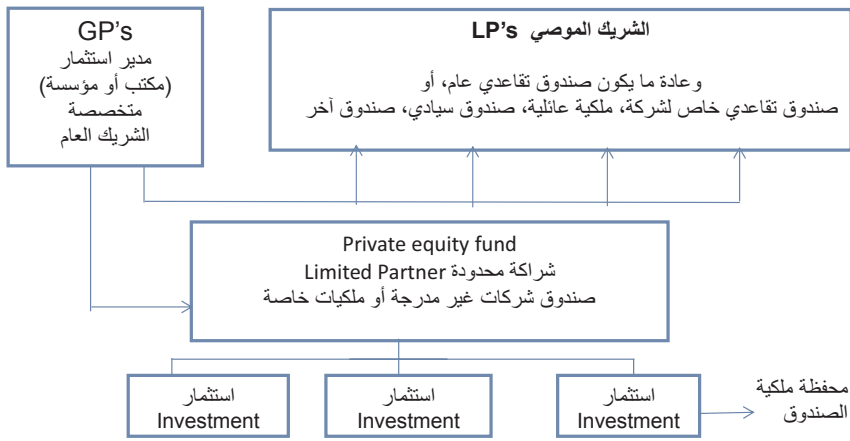
(٨) راجع المادة ٥٦ من قانون الشركات الكويتي الجديد الصادر بالمرسوم بالقانون رقم ٢٥ لسنة ٢٠١٢ التي تنص على أنه: تتكون شركة التوصية البسيطة من فئتين من الشركاء هما:

١- شركاء متضامنون يسألون بالتضامن في أموالهم عن كل التزامات الشركة، وهم وحدهم الذين يتولون إدارتها، ويجب أن يكون جميع الشركاء المتضامين من الكويتيين.

٢- شركاء موصون يشاركون في رأس مال الشركة بحصص مالية، ولا يكون أي منهم مسؤولاً عن التزامات الشركة إلا بمقدار حصته في رأس المال.

واختصاراً يطلق عليه LP أو LP's للجمع. وعادة ما يكون هذا الشريك صندوقاً تقاعدياً عاماً Public pension fund أو صندوقاً تقاعدياً لشركة Corporate Pension Fund أو ملكية عائلية family offices، أو صندوقاً سيادياً SWF أو أي صندوق آخر Fund of Funds.

والشكل أدناه يبين هيكله صندوق المساهمات الخاصة<sup>(٩)</sup>.



ففي الشراكة المحدودة Limited Partnership - الشكل التقليدي لصندوق المساهمات الخاصة - سيطلب من المستثمرين تقديم تعهد أو التزام "commitment" بدفع مبلغ معين من رأس مال الصندوق الذي سيكون له قرار استثماري واضح المعالم "clear investment mandate"، كما يكون له حجم وهدف معين "certain target size". على سبيل المثال قد يلتزم المستثمرون بدفع ١٠٠ مليون دولار لصندوق يستهدف ٥٠٠ مليون دولار للتخارج منه "buyout"؛ وذلك للاستثمار في شركات خاصة أو غير مدرجة. فبهذا الالتزام فإن المستثمرين قد أصبحوا - قانونياً - ملزمين بدفع المبلغ بحسب حصة كل منهم "pro rata share of aggregate" عندما يطلبه منهم المدير أو أمين

الاستثمار "investment manager" الذي سيتصرف على أنه المدير الشريك أو الشريك العام "General Partner"، ويتخذ القرارات الاستثمارية المناسبة لتحقيق أغراض الصندوق وأهدافه. وخاصة الوصول إلى قيمة مضافة للصندوق وهي ٥٠٠ مليون، عندها سيعمل على بيع الشركات التي قام بتنمية أصولها ليقوم بعدها بالتخارج من الصندوق "buyout". وعادة ما يأخذ الصندوق شكل الشراكة المحدودة (Limited Partnership). ففي الولايات المتحدة عادة ما يسجل الصندوق في ولاية ديلوير الأمريكية Delaware ويكون خاضعاً لأحكام قانونها على الرغم من أن بعض الصناديق تسجل في جزر الكايمان وبرمودا. أما بالنسبة إلى الصناديق المؤسسة في أوروبا وبريطانيا، فعادة ما تسجل في جيرسي أو جيورنسي Jersey or Guernsey كصناديق أوفشور offshore خاضعة للقانون البريطاني<sup>(١٠)</sup>.

### الشريك العام أو المدير (GP's) Private equity firms of General Partners

إن الدور الرئيسي الذي يقوم به الشريك العام أو المدير والذي عادة ما يكون مؤسسة متخصصة - هو تقديم النصيحة الاستثمارية investment advice لصندوق المساهمات الخاصة الذي تم تأسيسه سوياً مع المستثمرين الآخرين (الشركاء الموصين مجازاً LP's). فهذه المؤسسات المتخصصة تنفذ قرارات استثمارية execute investment decisions وتراقب استثمارات الصندوق oversees fund investments، وتتلقى مقابل ذلك رسوماً عن هذه الخدمات Receives fees for these services. ولعله من المناسب بيان كبريات المؤسسات المتخصصة في هذا المجال عالمياً، التي عادة ما تأخذ شكل الشراكة المحدودة Limited Partnership:

#### 1 - Bain Capital

Eli Talmor, Ibid, p.23.

(١٠)

- 2 - Black Stone
- 3 - Carlyle
- 4 - Kleiner Perkins
- 5 - KKR (formerly known as Kohlberg, Kravis & Roberts)
- 6 - Texas Pacific Group (TPG)

هذه المؤسسات كانت توصف في الثمانينيات بأنها تضم أعداداً قليلة من موظفين غير محترفين وإدارة تفتقر إلى الكفاءة ولديها استثمارات محدودة. لكن هذه المؤسسات انتعشت في هذه الأيام نظراً للخدمات التي تقدمها وللنتائج المبهرة التي حققتها للمستثمرين؛ ذلك أن هذه الصناعة تعتمد على السمعة والنتائج حيث إن اللاعبين في مثل هذه الصناعة محدودو العدد ويمكن تمييزهم بسهولة في الأسواق such markets consists of few factors that Repeatedly interact with each other.

وعليه، أصبح لديها الآن محترفون يقدمون نصحاً ومشورة من خلال فرق متخصصة لتجميع الأموال Raising funds وتقديم الاستثمارات making investment مما سينتج عنه أرباح للمستثمرين<sup>(١١)</sup>.

ولتحقيق هذه الأرباح يتعين على هذه الفرق تقديم استراتيجية استثمارية قابلة للتطبيق وتاريخ جيد لاستثمارات مناسبة appropriate investment credentials. ولعله من أهم الأشياء هو إثبات نجاحات سابقة لاستراتيجية استثمارية مشابهة evidence of Prior success in executing a similar investment strategy.

---

Metrick, A., And Yasuda, A. (2010) "The economics of private equity funds", (١١) Review of Financial Studies, 23(6), 2303-2341.

## محفزات الاستثمار في الصناديق: Incentive alignment

ولجعل الصندوق جذاباً للاستثمار ليس من المهم فقط أن تكون هناك استراتيجية استثمارية أساسية fundamental investment strategy ولكنه من المهم أيضاً أن يتم ربط مصالح الشريك العام أو المدير GP's بمصالح المستثمرين الآخرين في الصندوق LP's، وهذا الربط يكون في أربعة أمور أساسية<sup>(١٢)</sup>. وعليه فإن أهم محفزات الاستثمار التي تساعد المستثمرين LP's على الاستثمار في صناديق الملكيات الخاصة، هي:

١- السمعة. ٢- مصلحة ملكية. ٣- حافز أداء. ٤- آلية سيطرة مباشرة.

### (١) السمعة Reputation:

السمعة تؤدي دوراً حاسماً في مثل هذه الأسواق؛ ذلك أن اللاعبين في هذه الأسواق قلّة وعادة ما يتعامل بعضهم مع بعض، وهذه السمعة لها قيمة كبيرة جداً reputation is regarded key value by many private equity firms.

### (٢) وحدة مصالح مرتبطة بالملكية Equity interest:

ولإيجاد هذا الربط في المصالح يتعين أن يساهم الشريك العام أو المدير GP مساهمة فعالة في الصندوق. ويكون ذلك من خلال الالتزام بدفع جزء من رأس ماله "commitment to fund" يصل إلى ١٠٪ بالشروط ذاتها التي ساهم بها المستثمرون LP's. كما قد يطلب من الشريك العام GP المشاركة أيضاً في الفرص الاستثمارية الموازية co-investment لتحقيق أقصى درجات تبادل المصالح optimal alignment. وقد يفضل المستثمرون الآخرون LP's أن يقوم الشريك العام أو المدير بدفع هذه الالتزامات نقداً وليس حسماً مما يستحقه من رسوم نظير إدارته للصندوق LP's prefer that any commitment and investment is made in real cash and not from the recycling of management fees.

Eli Talmor, Ibid p.24.

(١٢)

وبذلك يقوم هذا العقد على وحدة المصالح باعتباره شراكة، وليس على تعارض مصالح أطراف العقد<sup>(١٣)</sup>.

### (٣) حافز أداء incentive scheme:

الشريك العام أو المدير GP's يعمل بمظلة دفع مقابل الأداء Pay for Performance - وعادة ما يشكل القدر الأكبر من التعويض أو الأجر الذي يحصل عليه؛ حيث يكون بمنزلة حصة من الأرباح التي حصلت بسبب الاستثمار والتي تسمى بالنسبة إليه Carried interest أو الأرباح المحملة. بينما أتعاب الإدارة عادة ما تكون مفصلة ومنصوصاً عليها تحديداً في اتفاق الشراكة. ويترتب على ذلك أن رواتب الموظفين والمديرين العاملين تحت مظلة الشريك العام أو المدير GP's يمكن أن تحدد بسقف "capped" معين على ضوء أتعاب الإدارة المنصوص عليها. ويجب التنويه في هذا الصدد أن معظم الشركاء العاملين أو المديرين GP's يسعون أن تكون نسبة أتعاب الإدارة مرتبطة بالمبالغ المتعهد بدفعها من قبل المستثمرين الآخرين LP's. "committed funds". بينما الأفضل بالنسبة إلى المستثمرين عند التفاوض أن تكون هذه النسبة مرتبطة بالمبالغ التي سيتم استدعاؤها أو استثمارها فعلاً في الصندوق استجابة للفرص الاستثمارية المتاحة invested funds التي ستكون حتماً أقل<sup>(١٤)</sup>. إلا أن الاتجاه الأخير محفوف أيضاً بالمخاطر؛ ذلك أن الشريك العام أو المدير سيسعى لاستغراق أكبر قدر من الأموال، وذلك بالدخول في استثمارات دون دراسة متأنية ليحصل على نسبة أكبر من أتعاب الإدارة بغض النظر عن مدى جدوى وفعالية الأموال المستثمرة. وعليه، قد تكون ملكيته في الصندوق مؤثرة في اتجاه عدم إساءة استخدام أموال الصندوق في أية فرصة استثمارية بغض النظر عن جدواها<sup>(١٥)</sup>.

(١٣) راجع طعمة الشمري - قانون الشركات الكويتي - طبعة ١٩٨٧، ص ٨٣.

(١٤) Metrick, Ibid, p.2303-2341.

(١٥) Eli Talmor, Ibid, p.24

## (٤) آليات سيطرة مباشرة Direct control mechanisms:

يعمد المستثمرون أو الشركاء الموصون LP's في الصندوق إلى فرض آليات سيطرة مباشرة تضمن لهم المشاركة في القرار الاستثماري المتخذ وترشيده، وذلك من خلال المشاركة في المجلس الاستشاري للصندوق وAdvisory Board. وعليه، فإن اتفاق الشراكة مع الشريك العام أو المدير ينص على تعهدات والتزامات covenants من شأنها تقييد حرية الشريك العام أو المدير GP في الأنشطة الاستثمارية. وهذه القيود تتخذ من خلال قرارات في المجلس الاستشاري للصندوق بالأغلبية Majority Vote. وهناك أمثلة على فرض مثل هذه القيود، وذلك على النحو التالي:

- ١ - كأن لا يسمح المشاركة في استثمارات عالية المخاطر أو ألا تزيد نسبة المساهمة في استثمار واحد عن ١٥٪ من رأس مال الصندوق.
- ٢ - حظر المساهمة في شركات عامة أو أوراق مالية أجنبية Preclude investment in publicly traded and foreign securities أو المشتقات المالية Derivatives أو حتى المساهمة في صناديق استثمار مساهمات خاصة أخرى other private equity funds قد تشكل انحرافاً جوهرياً deviate significantly عن أهداف وغايات الصندوق الذي تم إنشاؤه، ويناقض اتفاق الشراكة بين الأطراف المتعاقدة<sup>(١٦)</sup>.
- ٣ - عدم استخدام الدين restrict the use of debt at the fund level على مستوى الصندوق ذاته.
- ٤ - ضرورة منح المستثمرين مباشرة نتاج عوائد تصفية بعض المحافظ نقداً cash from liquidation of portfolio وليس إعادة استثمارها من جديد assets be distributed to investors immediately instead of being reinvested.

ولعل الهدف الأساسي من هذه القيود هي السيطرة وضمان حسن الإدارة وترشيدها وعدم انحراف الصندوق عن تحقيق أهدافه المرسومة له<sup>(١٧)</sup>.

### خبرة الشريك العام أو المدير GP's experience:

إن فريق العمل للمؤسسة المتخصصة لإدارة المساهمات الخاصة Private equity firm متوقع منها أن تقدم قيمة مضافة للاستثمارات التي تقوم بها. وعليه، يتعين عليها أن تحول خطة العمل إلى واقع واقع turn business plan into reality، وذلك بتقديم الخبرة في استراتيجية الإدارة والتمويل والتسويق. ففي قطاع التكنولوجيا مثلاً يتعين أن تكون الخبرة لديها تكنولوجية أيضاً، بالإضافة إلى الخبرة الإدارية والتمويلية والتسويقية. وهذه المؤسسات تتلقى مئات العروض الاستثمارية investment proposals كل عام. ومن هذه العروض يختار الشريك العام أو المدير نسبة ضئيلة منها للصندوق. إن الاختيار الفعال لهذه المقترحات الاستثمارية وتفعيلها على أرض الواقع تشكل حجر الزاوية في عمل هذه المؤسسات. وهذا الاختيار لا يعتمد على المعرفة العلمية فقط وإنما هو بمثابة فن وفطنة لا يتقنه إلا القليل حتى لو كان لديه المعرفة العلمية Efficient selection is regarded as more art than science which depends on the acumen of the GP.

وعليه، فإن هذا الاختيار الفعال من قبل الشريك العام أو المدير من شأنه استبعاد الفرص أو المقترحات الاستثمارية التي لا تحقق أهداف وغايات الصندوق الذي قام بإنشائه المستثمرون. وعنصر التخصص الذي يتمتع به هذا الشريك العام سيساهم في نجاح الاختيار المطلوب<sup>(١٨)</sup>.

كما أن نظرة هذا الشريك وخبرته وحده هي التي ستحقق الأرباح المطلوبة. وقد قيل في الاستثمار إن ما تراه هو ما ستحصل عليه، بينما ما لا تراه سيطيح بك what you can see is what you will get but things you cannot see will get you.

Metrick, Ibid.

(١٧)

Jensen, Ibid

(١٨)

وفي هذا السياق يتعين التفرقة بين أهم قطاعين في صناعة المساهمات الخاصة، هما قطاع المغامرة برأس المال capital venture وقطاع التخارجات buyouts. إن المؤسسات المعنية بالقطاع الأول يمكن أن تقدم قيمة مضافة إلى الشركات صغيرة الحجم فقط. venture managers can add value only to small companies، بعكس المؤسسات المعنية بالقطاع الثاني فإنها ستقدم قيمة مضافة للشركات الكبيرة، وهي في المتوسط ١٠ أضعاف الشركات صغيرة الحجم، التي يركز عليها قطاع المغامرة برأس المال<sup>(١٩)</sup>.

### المستثمرون في صناديق المساهمات الخاصة أو الشركاء الموصون مجازاً LP's:

المستثمرون في هذه الصناديق هم من يقوم بدفع رأس المال المطلوب الذي يتكون منه الصندوق. وهذه الأموال تشكل الوعاء Pool الذي يكون محكوماً بنظام قانوني متفق عليه بين الشركاء في اتفاق الشراكة فيما بينهم ويختصر بـ LPA (Limited Partnership Agreement).

ودور الشريك العام GP إدارة هذا الوعاء وتنفيذ استراتيجيته الاستثمارية وتحقيق عوائد جذابة بناءً على مخاطرة مدروسة أو معروفة سلفاً Delivering attractive Risk-adjusted Returns.

فالمستثمرون أو الشركاء الموصون LP's عادة ما يكونون مستثمرين سلبيين Passive Investors من دون تدخل أو نفوذ بالإدارة. وهذه الإدارة تترك لجهاز متخصص في ذلك، وهو الشريك العام GP. لكن هذه السلبية لا تعني ترك الحبل على الغارب. وعليه، عادة ما يشارك هؤلاء في مجلس استشاري للصندوق Advisory Board يعمل على توجيه الشريك العام والرقابة على تنفيذ أهداف الصندوق وأغراضه واتخاذ بعض القرارات الاستراتيجية بما يكفل حسن الإدارة وتنفيذ أهداف الصندوق وتحقيقها. وعليه، فهو يقدم الدعم والتوجيه

Eli Talmor, Ibid p.25

(١٩)

والمساعدة للشريك العام Guidance & support، ويحاول كذلك معالجة أي تعارض في المصالح قد ينشأ في أثناء ممارسة الأنشطة الاستثمارية للصندوق .deal with any potential conflict of interest arised

بينما المستثمرون الآخرون الذين ليسوا ضمن المجلس الاستشاري للصندوق سيعتمدون على التقارير ربع السنوية quarterly Reports التي يرفعها المدير العام GP، وكذلك الاجتماع السنوي Annual meeting للصندوق؛ وذلك لممارسة مهام الرقابة والتوجيه والإدارة العامة للصندوق.

**ويتنوع المستثمرون في هذا الصندوق على النحو التالي:**

- ١ - جهات وقف أو أعمال خيرية أو لا تستهدف الربح Endorsement, foundations & non-Profit organization.
- ٢ - صناديق تقاعد عامة أو خاصة Public and Private Pension Funds.
- ٣ - مكاتب عائلية Family Offices.
- ٤ - صناديق أخرى Funds of Funds.
- ٥ - صناديق حكومية Government Funds.
- ٦ - مؤسسات مالية كالبنوك وشركات التأمين.
- ٧ - شركات.
- ٨ - صناديق ثروة سيادية Sovereign wealth funds<sup>(٢٠)</sup>.
- ٩ - أفراد أغنياء wealthy Individuals.

---

(٢٠) Matthais Herdegen, Principle of International Economic Law, Oxford university press, 2013, p.355&356. As a source of foreign direct investment from the public sector, Sovereign wealth funds (SWFs) have gained enormous importance. The advocate of sovereign wealth funds argue that sovereign wealth funds are useful actors in the international monetary and economic system and that their investments have helped promote growth, prosperity and economic development in capital-exporting and capital-receiving countries.

والتمويل الأكبر لصناديق المساهمات الخاصة Private equity funds يأتي من المستثمرين المؤسسيين Institutional investors مثل صناديق التقاعد العامة والخاصة، والصناديق الحكومية، وجهات الوقف وغيرها، وصناديق الثروة السيادية. ويشكل المستثمر المؤسسي institutional investor ما نسبته ٧٨٪ من الأموال المستثمرة في صناديق الاستثمار للمساهمات الخاصة<sup>(٢١)</sup>.

لكن السؤال المطروح هو: لماذا يستثمر المستثمر المؤسسي في صناديق المساهمات الخاصة Why invest in Private Equity؟

لعل الغالبية العظمى من المستثمرين LP's يستثمر في هذه الصناديق لأسباب مالية. فهذه الصناديق توفر المزايا المالية التالية:

١ - عوائد جذابة مبنية على مخاطر مدروسة وموزونة Attractive Risk-adjusted Returns lower.

٢ - ضعف ارتباط قيم أصول الصندوق (مساهمة في شركات غير مدرجة unlisted companies) بقيم أصول أنواع أخرى من الاستثمارات مثلاً انخفاض أسعار الأسهم في الأسواق العامة Lower correlation to the return of other asset classes.

٣ - مزايا بسبب الملكية النشطة والفعالة Benefits of active ownership.

٤ - التنوع بعيداً عن الأسواق العامة Diversification away from public markets.

فالاستثمار في هذا الصندوق يعطي ميزة مفادها أنه بدلاً من الاستثمار المباشر في الشركات غير المدرجة والشركات الخاصة فهو يمنح المستثمرين الظرر بإمكانيات استثمارية عالية الاحتراف highly skilled investment professionals متمثلة في الشريك العام GP وموظفيه. وعليه، فإن المستثمرين يفوضون الشريك العام وموظفيه المحترفين باختيار selection وهيكلية structuring وإدارة managing وتسجيل liquidate الاستثمارات في الصندوق.

## الاستثمارات الموازية co-investment:

ولعل ما يميز هذه الصناديق أن المستثمرين المؤسسيين (institutional investors) كصناديق التقاعد أو صناديق الثروة السيادية قد يتلقون عروضاً أخرى من الشريك العام GP's للمساهمة بشكل مباشر في الفرص الاستثمارية التي قد يتلقاها الصندوق لأسباب مختلفة (مثل قيود مفروضة على الشريك العام GP بعدم الاستثمار إلا في حدود نسب معينة وفقاً لسياسة التركيز التي ينتهجها الصندوق concentration أو سياسة تنويع الاستثمار Diversification)؛ بحيث يسمح لهؤلاء المستثمرين المساهمة بشكل مباشر في مثل هذه الأصول<sup>(٢٢)</sup>؛ الأمر الذي سيجنب هذه الاستثمارات دفع الرسوم المقررة للشريك العام؛ كونها ليست من ضمن أموال الصندوق أو بقيم رسوم أقل. ولا شك أن هذه المساهمات ستكون محلاً لأرباح وفيرة؛ كونها لن تكون عرضة لاستحقاق الشريك العام GP للأرباح المحملة (carried interest). علاوة على أن هذه الاستثمارات ستعطي المستثمرين LP's الخبرات الكافية لهيكله structuring ومراقبة مثل هذه الأصول monitoring والخبرة كذلك في التخارج منها بأرباح وفيرة عند الاقتضاء exiting private equity transaction. بما معناه أن المستثمرين سيكونون بمنزلة أقلية بصفتها يقودها الشريك العام من خلال الالتزام بتمويلها من الصندوق<sup>(٢٣)</sup> LP becomes small minority investor in the transaction led by GP in whose fund a major commitment has been made.

## المستشارون والوكلاء Advisors and Agents:

نظراً لنمو صناعة المساهمات الخاصة وتعددتها فإن مجاميع أخرى ووسطاء يقدمون فيها الدعم والمساندة من غير الأطراف المتعاقدة في الصندوق الاستثماري. وهؤلاء المساعدون يساهمون في كفاءة وشفافية السوق المعني

Metrick, Ibid.

(٢٢)

Eli Talmor, Ibid p.27.

(٢٣)

في هذا الصدد، وهي طائفة المستشارين والوكلاء الذين يقدمون التسهيلات لإيجاد مصادر تمويل الصفقة وإجراء تقييم لعقد المشاركة الذي سيرم بين الأطراف المتعاقدة في هذا الصدد بما معناه تقليل النفقات في سوق يفتقر إلى معلومات شحيحة كما سبق القول. وتتنوع هذه الطائفة إلى التالي:

#### ١ - بنوك الاستثمار **Investment Banks**:

بنوك الاستثمار ومؤسسات إدارة الأصول المختلفة تعتبر في حكم الوكيل لمن سيقوم بالمساهمة في صناديق استثمار المساهمات الخاصة من ناحية تقديم المعرفة الفنية في هيكل هذه الصناديق والوقت المستغرق لتحقيق الصندوق أهدافه، وفي تسعير الشركات التي سيساهم فيها الصندوق. كما سيقدم هؤلاء الوكلاء الدعم لمناقشة أفضل الشروط في اتفاقات الشراكة المحدودة Limited partnership بين الفرقاء، وكذلك تحديد المستثمرين المحتملين في استثمارات الصندوق identifying firms that are potential candidates for a private equity investments وكذلك تجميع المعلومات، accumulating information and data. فإن المعرفة الفنية لهؤلاء الوكلاء ستساهم في تحقيق شروط تفاوضية أفضل للمستثمرين في الصندوق وتحقيق رؤى قابلة للتطبيق في الاستثمارات المقبل عليها المستثمرون في الصندوق<sup>(٢٤)</sup>.

#### ٢ - وكلاء بيع وحدات الصندوق **Fundraising agents**:

يقوم وكلاء بيع وحدات الصندوق بمساعدة مؤسسات أو مكاتب المساهمات الخاصة Private equity firms في تسويق وحدات الصندوق. وهؤلاء الوكلاء لهم دور إقناعي مهم في تسويق وحدات الصندوق Relatively pervasive feature of the market. ومن الصعب إيجاد صندوق يتم تسويق وحداته من دون دور هؤلاء الوكلاء. ولعل الاستثناء الوحيد يكون في حالة الشريك العام إذا ما كان قد انخرط - بقوة وبنجاح - في التعاقد مع مستثمرين في صناديق سابقة. كما أن

هؤلاء الوكلاء يضيفون مصداقية إضافية لعمل صندوق المساهمات الخاصة. وعادة ما يلجأ الشريك العام للوكلاء - إذا كانت المبالغ المطلوبة للصندوق كبيرة جداً من قبل المستثمرين - إلى خبرة هؤلاء الوكلاء في إيجاد المستثمرين نظراً لصلاتهم القوية في الأسواق؛ مما سيوفر الوقت والجهد على الشريك العام أو المدير للصندوق. وعادة ما تراوح عمولة هؤلاء الوكلاء بين (٠,٥٪-٢,٠٪) من الوحدات المباعة أو المستثمرة في الصندوق، وذلك على ضوء تخصصها في مهمة تجميع الأموال من الصناديق بصفة عامة وبصفة خاصة من صناديق التقاعد للشركات given the specialized nature of the task of raising money from public and corporate funds<sup>(٢٥)</sup>.

### ٣ - مستشارون آخرون Other advisors:

يقدم هؤلاء المستشارون مجموعة خدمات مهمة جداً لمؤسسات ومكاتب المساهمات الخاصة private equity firms، وذلك من الناحية القانونية legal issues أو المحاسبية accounting issues أو من نواحي الاتصالات communication issues<sup>(٢٦)</sup>.

وعليه، سيقوم المستشار القانوني بتقديم النصح لمؤسسة ومكتب المساهمات الخاصة فيما يتعلق بالجوانب القانونية للصندوق وخاصة هيكلته Structuring of the private equity fund، وكذلك مراجعة الوثائق المتعلقة باتفاق الاستحواذ Acquisition agreement مع البائع vendor في عملية استحواذ الصندوق على أسهم الشركة محل الاستحواذ Buyout ومراجعة جميع الوثائق خاصة في صناديق المغامرة برأس المال Venture capital funds.

وكذلك سيقوم المستشار المحاسبي بتقديم النصح للشريك العام فيما يتعلق بالمحفظات التي سيديرها، وتقديم النصيحة خاصة في تقديم دراسات الجدوى بالنسبة إلى الشركات التي ستكون محلاً للاستحواذ من قبل الصندوق

Eli Talmor, Ibid, p.37.

(٢٥)

Eli Talmor, Ibid, p. 37.

(٢٦)

وتقييم الفرص الاستثمارية وجدواها feasibility studies خاصة في المراحل الأولى من تكوين هذه الشركات، وتقديم النصح كذلك في المفاوضات التي تسبق مثل هذه الصفقات. وخاصة تقديم خطط العمل للصندوق Business plans والتفاوض مع ملاك الصندوق من المستثمرين والشركات.

وأخيراً، يستعين الصندوق كذلك بمستشارين في الضريبة على الشركات والضريبة على الأفراد Tax advisors كما تتم الاستعانة بسماسرة من شركات التأمين لضمان المخاطر الناجمة عن الصفقة insurable risk<sup>(٢٧)</sup>.

Eli Talmor, Ibid, p.37.

(٢٧)

## المبحث الثاني أنواع صناديق المساهمات الخاصة Types of Private equity funds

تتنوع صناديق المساهمات الخاصة بحسب الزاوية التي ينظر إليها. فيمكن النظر إليها من زاوية مصدر الأموال التي يتلقاها الصندوق؛ فتنقسم إلى صناديق مستقلة أو غير مستقلة أو شبه مستقلة. أما من زاوية الخروج Exit من الصندوق فتتنقسم إلى صناديق مغلقة وصناديق مفتوحة. ومن حيث تخصصها تنقسم إلى صناديق استحواذ على حصص في شركات خاصة Buyouts وصناديق المغامرة برأس المال، وصناديق دين الميزانيين، وصناديق الاستثمارات المتعثرة، وذلك وفق التفصيل التالي:

### أولاً - صناديق استثمار من زاوية مصدر الأموال:

تقسم صناديق الاستثمار بموجب هذه الزاوية إلى ثلاث طوائف رئيسية:

#### ١ - صناديق استثمار مستقلة " Independent Private Equity Funds " :

حيث إن مصدر رأس مال الصندوق يأتي فقط من الشركاء الموصين LP's. في حين ينحصر دور الشريك العام أو الشريك المدير GP's في توفير الإدارة اللازمة لتحقيق أغراض الصندوق، وقد يساهم بنسبة معينة من رأس مال الصندوق كمحفز لارتفاع قيم الأصول المستثمرة دون هيمنة وسيطرة من الشركاء الموصين LP's.

#### ٢ - صناديق استثمار غير مستقلة أو أسيرة " Captive Private Equity Funds " :

وفي هذا النوع يكون للشركاء الموصين LP's هيمنة وسيطرة على الشريك المدير أو العام GP's؛ كون الأخير مملوكاً كلياً أو جزئياً للأول. وعادة ما يكون شركة تابعة أو مقبوضة.

### ٣ - صناديق استثمار شبه مستقلة أو أسيرة " Semi-captive private fund " :

وفي هذا النوع يكون هناك شركاء موصون LP's، لهم الهيمنة على الشريك المدير أو العام GP كعلاقة الشركة القابضة بشركاتها التابعة مع وجود شركاء موصين آخرين LP's كمستثمرين، ليست لهم أية هيمنة وسيطرة على الشريك المدير أو العام GP كما في النوع الأول.

### ثانياً - صناديق استثمار من زاوية الخروج منها Fund Exit:

يمكن تقسيم صناديق المساهمات الخاصة بالنسبة إلى مسألة الخروج من الصندوق إلى نوعين<sup>(٢٨)</sup>، هما:

#### ١ - صناديق مغلقة " close-end fund ":

معظم صناديق استثمار المساهمات الخاصة هي صناديق مغلقة " close-end " لا يستطيع فيها المستثمرون الخروج من الصندوق إلا بانتهاء مدته؛ " Investors cannot with draw their funds until is terminated " ذلك أن هذا الصندوق له مدة معينة يتعين البقاء فيه طوالها " close-ended funds of a " finite life " .

(٢٨) راجع المادة ٢٩٤ من اللائحة التنفيذية للقانون رقم ٧ بشأن هيئة أسواق المال، التي تنص على أنه:

يتخذ صندوق الاستثمار أحد الشكلين التاليين:

١- صندوق الاستثمار المفتوح، وهو صندوق ذو رأس مال متغير يزيد رأس ماله بإصدار وحدات استثمارية جديدة أو ينخفض باسترداد وحداته خلال الفترة المحددة في نظامه الأساسي.

٢- صندوق الاستثمار المغلق، وهو صندوق ذو رأس مال ثابت. ولا يجوز استرداد وحداته الاستثمارية إلا في نهاية مدة صندوق الاستثمار، ويجوز زيادة رأسماله وفقاً لما يقرره نظامه الأساسي، ويجوز إدراج وحداته في البورصة.

## ٢ - صناديق مفتوحة " opened " fund:

في هذا النوع - وإن كان قليل الاستعمال من الناحية العملية - يمكن للمستثمرين الخروج من الصندوق حتى قبل انقضاء مدته، كما هو الأمر في صناديق الاستثمار التقليدية mutual funds where investors can withdraw their funds anytime. وتتميز صناديق المساهمات الخاصة بخصائص مهمة تفرقها عن صناديق التحوط Hedge funds:

### أ - مدة الصندوق أو حياته Life of fund:

كل صناديق المساهمات الخاصة، وكذلك اتفاقات الشراكة المنظمة لها، partnership لها مدة محددة تصل في الغالب إلى ١٠ سنوات، وعادة ما تمتد إلى سنة أو سنتين وبحد أقصى ٤ سنوات.

### ب - المال المتعهد بدفعه committed capital:

بمجرد إنشاء الصندوق نسبة بسيطة يتعين دفعها بينما يتم استدعاء الدفعات والطلب برفعها كلما حدد الشريك العام الفرصة الاستثمارية. وبناءً على هذه النتيجة فإن الاستدعاء لا يكون - عادة - منتظماً، وهذا من شأنه ألا تبقى أموال المستثمرين معلقة لفترة زمنية. The capital calls are irregular. This drawdown features minimize the holding period of the investor's capital.

### ج - سمة الاستثمارات Investments characteristic:

لعل ما يميز استثمارات هذه الصناديق أنها - أساساً - استثمارات خاصة في شركات غير مدرجة، وهي عالية عديمة السيولة mainly in private (i.e., unlisted) companies which are highly illiquid.

### د - دورة الاستثمارات Investment cycle:

خلال ٣ إلى ٥ سنوات وفي الغالب ٥ سنوات من التاريخ النهائي لإقفال الصندوق فإن أموال الشراكة Partnership's capital ستكون مستثمرة في الشركات. بعدها سيعمل الشريك العام على إدارتها وتدرجياً تصفيتها. وعند

تصفيتهما فإن التوزيعات سوف تمنح للشركاء الموصين في صورة نقد أو أوراق مالية. وعندما يتم التخلص من Divest جميع الاستثمارات وبيعها، يمكن إنهاء الشراكة المحدودة when all investments are fully divested, the limited partnership can be terminated.

ويجب التنويه في هذا الصدد إلى أنه إذا كان الشريك العام ناجحاً في عمله ويحقق أرباحاً للمستثمرين فإن ذلك يكون مدعاة للاستمرار، وعليه، فإن اتفاق الشراكة المحدود (LPA) Limited Partnership Agreement عادة ما ينص في مثل هذه الأحوال على تكوين صندوق لاحق subsequent funds. ولعل القواعد القانونية التي عادة ما تطبق في هذا الشأن تنص على أن الشريك العام لن يستطيع تكوين صناديق أخرى جديدة Raise new funds إلا إذا استدعي ٧٥٪ من رأس مال الصندوق الذي تم الاستثمار فيه أو بانتهاء مدة هذا الصندوق<sup>(٢٩)</sup>. Typically GP's cannot embark on the raising of successor vehicles until 75% of the committed capital of the current fund has been called or the investment period of the current fund has ended. إن عملية تكوين صناديق لاحقة عادة ما تستهلك الوقت وتكون مكلفة خاصة إذا كان مستشار الصندوق (fund raising advisor-placing agent) قد تم استخدامه في العملية أو الإجراء. والوقت الذي يتطلب في هذا الشأن قد يصل إلى ١٨ شهراً.

### ثالثاً - صناديق استثمار بحسب تخصصها:

ويمكن تقسيم صناديق الاستثمار بحسب تخصصها والأنشطة الاستثمارية التي تمارسها إلى أربعة أنواع رئيسية: صناديق استثمار تخارج بسبب استخدام الرفع LBO leverage buyout funds، وصناديق استثمار المغامرة برأس المال

Fleming, G. (2010) "Institutional investment in private equity: Motivation, (٢٩) Strategies and performance" in D. Cumming (Ed), Private equity: fund types, Risk and Returns, and Regulation, John Wiley & Sons Ltd.

Mezzanine fund و صناديق استثمار دين الميزانين venture capital funds  
وصناديق استثمارات متعثرة Distressed investment funds.

١ - صناديق استثمار استحواذ على حصص في شركات خاصة بسبب  
رفع الحدود الائتمانية Leverage Buyout Funds LBO:

يقصد بالاستحواذ هنا الاستحواذ على حصص في شركات خاصة غير  
مدرجة، وذلك بخلاف عمليات الاستحواذ على أسهم الشركات المساهمة في  
الأسواق العامة والمنظمة تنظيمياً دقيقاً جداً من قبل هيئات أسواق المال<sup>(٣٠)</sup>.  
فعلى سبيل المثال نصت المادة ٢٤٧ من اللائحة التنفيذية للقانون رقم ٧ لسنة  
٢٠١٠ بشأن هيئة أسواق المال على أنه " يقصد بعرض الاستحواذ العرض أو  
المحاولة أو الطلب لتملك :

١ - جميع أسهم شركة مدرجة أو جميع الأسهم الخاصة بأي فئة أو فئات ضمن  
شركة مدرجة، وذلك بخلاف الأسهم التي يملكها مقدم العرض أو الأطراف  
التابعة له أو المتحالفة معه في تاريخ تقديم العرض.

٢ - جميع الأسهم المتبقية في الشركة محل العرض، التي يتم طلب شرائها من  
جميع حملة الأسهم الآخرين في تلك الشركة، نتيجة حيازة مقدم العرض  
والأطراف التابعة له والمتحالفة معه لنسبة أغلبية في الشركة تمكنه من  
السيطرة على مجلس الإدارة "

وعليه فإن صناديق الاستحواذ على حصص في شركات غير مدرجة عبارة  
عن استراتيجية الاستثمار في شركات أو وحدات منها تم الحصول عليها من  
الشركاء الحاليين للشركة المستثمرة Out والحلول محلهم Buy بها بواسطة  
استخدام قوة رفع مالي (أو الاقتراض) (Financial Leverage) - تعظيم العائد  
على الاستثمار باستخدام القرض<sup>(٣١)</sup>. وقد يطلق على هذا النوع من الاستحواذات

(٣٠) راجع المواد ٢٤٧ إلى ٢٩٢ من اللائحة التنفيذية للقانون رقم ٧ بشأن هيئة أسواق  
المال لعام ٢٠١٠

Fleming, Ibid.

(٣١)

تسمية الاستحواذ بالاستدانة؛ كون الاقتراض هو الوسيلة أو الأداة التي تم استخدامها في عملية الاستحواذ. فعلى سبيل المثال ولسهولة التبسيط لو افترضنا أن مدير الصندوق يود شراء عقار بـ ١٠٠,٠٠٠ دينار وكانت الدراسات المتخصصة تذهب إلى أن هذا العقار سيرتفع ٥٠٪ من قيمته خلال ٥ أو ٦ سنوات وهو عمر الصندوق. وهذا العقار يدر أيضاً تدفقات نقدية cash flow من جراء استغلاله (تأجير مثلاً). عندها سيقوم المدير بدفع ١٠٠٠٠ دينار ويقترض ٩٠ ألف دينار من البنك، وسيقوم خلال مدة السنوات الخمس أو الست باستخدام التدفقات النقدية لسداد قيمة القرض (فوائد وغيرها). ومن ثم يقوم ببيع العقار بعد ٥ سنوات بـ ١٥٠ ألف دينار. عندها سيدفع قيمة القرض ٩٠ ألفاً ويتبقى بعد ذلك ٦٠ ألف دينار تشكل ٦ أضعاف المال المستثمر. وعليه، فإن مضاعف الربحية Multiple قد وصل إلى ٦ مرات. ليكون العائد السنوي للمال المستثمر بمعدل ٢٢٪ تقريباً. وعليه، فإن الاستحواذ على الحصص في هذه الشركات الخاصة هو الاستثمار في مبلغ (أي بيع وشراء) Buyouts أو نسبة الشريحة المستهدفة في الشراء واللجوء إلى البنوك لإكمال المطلوب على النحو الذي سبق شرحه؛ وذلك لتعظيم العائد على الاستثمار باستخدام هذه الأداة المالية لإكمال الاستحواذ على الحصة المطلوبة والمستهدفة في شركة من الشركات. وعادة ما تكون النسبة التي يدفعها المستثمرون تصل إلى ٣٠٪ من قيمة صفقة الاستحواذ، على أن تتم تغطية الـ ٧٠٪ باستخدام الرفع leverage أو القرض. والشركات المستهدفة هي شركات في مرحلة النضج (mature) ويمكن أن توفر تدفقات نقدية جيدة تساعد في دعم سداد فوائد القرض وأقساطه بما حاصله دعم هيكل رفع الحدود الائتمانية leverage structure<sup>(٣٢)</sup>.

وتشكل هذه الاستثمارات ثلاثة أضعاف الاستثمارات في صناديق المغامرة برأس المال أذناه. حيث تستهدف الأخيرة شركات في المراحل الأولى من التأسيس، بعكس صناديق الاستحواذ على حصص في شركات خاصة، التي تستهدف الشركات الناضجة والتي توفر تدفقات نقدية جيدة. كما أن

الاستراتيجية الرئيسية التي تقوم عليها صفقات الاستحواذ سאלفة الذكر Buyout transactions تسعى للحصول على أعلبية إدارة Majority Control في الشركات المستهدفة من قيمة المحفظة المالية التي تمتلكها.

## ٢ - صناديق استثمار المغامرة برأس المال Venture Capital Funds:

هذه النوعية من الصناديق تشكل طائفة كبيرة من صناديق استثمارات المساهمات الخاصة Private equity funds التي يتم تخصيصها للمساهمة في الشركات في المراحل الأولى جداً من نموها very early stages of their development. ولعل المساهمة في هذه المراحل الأولى هو سبب تسميتها بصناديق المغامرة برأس المال؛ كون المراحل الأولى عالية المخاطر ورؤية النجاح فيها ضئيلة. وهذه الصناديق عادة ما تستثمر في الشركات الخلاقة صاحبة الابتكارات innovative companies القابلة لاحتتمالات نمو عالية Potential for high growth كما هو الشأن في شركات التكنولوجيا الجديدة وتحديدأ التكنولوجيا النظيفة clean-tech. وهذه الشركات تتميز بعدم وجود معلومات عنها بشكل شديد وكبير significant information asymmetries وذلك لتاريخها القصير. وهذه الشركات صعبة التقييم؛ كونها تحتوي على أصول غير ملموسة Hard-to-value intangible assets أو ليست لها قيمة سوقية<sup>(٣٣)</sup>.

وبعكس صناديق الاستحواذ على حصص شركات خاصة فإن صناديق المغامرة برأس المال تتبنى استراتيجية الحصول على ملكيات صغيرة أو ملكية أقلية Minority في الشركات التي يتم استهدافها. كما تستثمر هذه الصناديق مع صناديق مغامرة أخرى في صورة اتحادات syndicates<sup>(٣٤)</sup>. إلا أن هذه

(٣٣) Litvak, K. (2004) "Venture capital limited partnership agreements: Understanding compensation arrangements", Working paper, University of Texas Law and Economics research.

(٣٤) وقد جاء في معنى syndicate في قاموس الفاروقي باتحاد جمهرة من رجال المال لشراء أسهم إحدى الشركات ثم حبسها عن السوق وعرضها فيما بعد بكميات قليلة ترفع من قيمتها وتعود على أعضاء الاتحاد بالكسب المراد.

الصناديق - على الرغم من أنها تتبنى سياسة ملكية الأقلية - تحتفظ لنفسها بحقوق مهمة مثل حق النقض veto على بعض القرارات الرئيسية واحتفاظ بمقاعد في مجالس إدارة الشركات استناداً إلى فكرة التصويت التراكمي<sup>(٣٥)</sup>.

إن الهدف الرئيسي لهذه الصناديق هو الأرباح الرأسمالية capital gains الناتجة عن نمو الشركات في المراحل الأولى ونجاحها وارتفاع قيم أصولها وقيمتها السوقية فيما بعد<sup>(٣٦)</sup>. كما أن هذه الصناديق توفر الاستراتيجية الإدارية والمالية لتحقيق الهدف المنشود من خلال ما تملكه من معرفة، وكذلك من خلال تسهيلات في شبكات الفرص الاستثمارية facilitating network opportunities<sup>(٣٧)</sup>.

### ٣ - صناديق دين الميزانين Mezzanine funds<sup>(٣٨)</sup>:

ظهرت صناديق الميزانين في منتصف الثمانينيات من القرن الماضي عندما تمت الاستعانة بديون مساندة Subordinate debts مع بعض المساهمة في الملكية with some equity participation لتكوين شريحة أو مستوى ثانٍ في تمويل الديون لصفقات الاستحواذ على الشركات الخاصة باستخدام قوة الرفع المالي؛ أي الاقتراض (LBO) Leverage buyout transaction لتعظيم العائد على المال المستثمر. ولعل أغلب مؤسسات المساهمات الخاصة private equity

(٣٥) راجع المادة ٢٤٠ من قانون الشركات الكويتي الجديد.

(٣٦) Gompers, P.A. And Lerner, J. (1996) "The use of covenants: An empirical analysis of venture capital partnership", Journal of Law and Economics, 39(2), 463-498.

(٣٧) Litvak, Ibid.

(٣٨) Debts that's incorporates equity-based options, such as warrants, with a lower-priority debt. Mezzanine debt is actually closer to equity than debt, in that the debt is usually only of importance in the event of bankruptcy. Mezzanine debt is often used to finance acquisitions and buyouts, where it can be used to prioritize new owners ahead of existing owners in the event of that a bankruptcy occurs. [www.termwiki.com/AR:mezzanine\\_debt](http://www.termwiki.com/AR:mezzanine_debt).

firms التي تضع لفظ الميزان في عنوانها التجاري تمارس هذا النوع من الاستثمار كأداة استثمارية<sup>(٣٩)</sup>.

وللتوضيح نعود إلى مثال شراء عقار بـ ١٥٠ ألف دينار سيقوم المشتري بدفع ٢٠ ألفاً كمقدم ويأخذ قرصاً بـ ١٠٠ ألف من بنك بسعر فائدة تنافسي مقابل رهن العقار لصالح البنك، فيصبح البنك دائناً مرتهاً للعقار. ولإكمال الصفقة يلجأ المشتري إلى قرض مساند Subordinate loan من صندوق المساهمات الخاصة Private equity fund مقابل سعر فائدة مرتفع أو أعلى من سعر الفائدة في عقد القرض المبرم مع البنك. وسعر الفائدة الأعلى في هذا القرض المساند مبرر من ناحيتين. فالنسبة للمشتري فهو يريد إكمال الصفقة، وبالنسبة للمقرض (الصندوق) فقد أخذ المغامرة على عاتقه باعتبار أنه يأتي في مرحلة تالية للبنك الدائن المرتهن. ونتيجة لهذه المرتبة سمي هذا الدين أو القرض بدين أو قرض الميزانين؛ كون المقرض يأتي في مرحلة تالية للدائن المرتهن للعقار ولكن قبل الدائنين الآخرين كما هو شأن دور الميزانين في المجمعات التجارية التي تأتي قبل الأدوار الأولى وبعد الدور الأرضي. والفرق بين سعر الفائدة في القرض التقليدي للبنك وسعر الفائدة في القرض المساند الممنوح من قبل الصندوق هو ما يوفر من الأرباح غير الاعتيادية التي سيجنيها الصندوق. وعليه قد ينص عقد القرض المساند على دفع تدفقات نقدية دورية كجزء من الفوائد المرتفعة المستحقة بموجب عقد القرض بالإضافة إلى الفوائد والأصل في ميعاد استحقاق القرض؛ مما يوفر كذلك ميزة للمقرض (الصندوق private equity fund) من وجود تدفقات نقدية له، ويطلق على ذلك الدفع

(٣٩) The term mezzanine has an alternative meaning within the private equity industry. It is also referred to as a form of late-stage venture capital investment in companies that are close to an initial public offering. This type of funding (also termed "growth capital") can be provided by other financial intermediaries, including hedge funds, banks, insurance companies, or specialty finance firms. This financing is typically in the form of subordinated debt with some additional equity participation in the form of options.

العيني للدين Pay in kind debt<sup>(٤٠)</sup>. وقد يحدث من الناحية العملية أن يطلب الصندوق الممول في دين الميزانين ضماناً إضافية أخرى or equity kickers Warrant تدعم مركزه المالي والقانوني، وذلك - بخلاف الفائدة المرتفعة - للمشاركة في ملكية المقترض عند تخلفه عن سداد مبلغ القرض كما هو الشأن في مسألة غلق الرهن ولكن في مرتبة تالية للدائن المرتهن كما في المثال السابق الذي سقناه، ألا وهو البنك. وتجدر الإشارة هنا إلى أن القانون الكويتي يحظر شرط غلق الرهن؛ حيث نصت المادة ٩٩٢ من القانون المدني على أنه "لا يغلق الرهن، فيقع باطلاً كل اتفاق يجعل للدائن المرتهن الحق عند عدم استيفاء الدين وقت حلول أجله في أن يتملك العقار المرهون بالدين أو بأي ثمن كان أو في أن يبيعه دون مراعاة الإجراءات التي فرضها القانون حتى لو كان هذا الاتفاق قد أبرم بعد الرهن". وعليه، فإن هذا النص قد يكون معوقاً للتوسع في ديون الميزانين كأحد أنواع صناديق المساهمات الخاصة في الكويت وخاصة في مسألة شراء العقارات كأصول للصندوق. إلا أنه إذا كنا أمام مسائل تجارية فإن قانون التجارة الكويتي قد أوضح أن مسألة غلق الرهن جائز، وذلك بعد حلول أجل الدين؛ بحيث يتم إبرام الرهن بعد حلول أجل الدين، وفي ذلك فسحة لممارسة مثل هذه الضمانة بالنسبة إلى المقرض. وعليه، سيكون ذلك مشجعاً على إضافة مثل هذا الشرط في ديون الميزانين؛ حيث نصت المادة ٢٣٧ من قانون التجارة على أنه:

"١ - يعتبر باطلاً كل اتفاق يبرم وقت تقرير الرهن أو بعد تقريره، ويعطى للدائن المرتهن في حالة عدم استيفاء الدين عند حلول أجله الحق في تملك الشيء المرهون أو بيعه بدون مراعاة الأحكام المنصوص عليها في المواد ٢٣١ إلى ٢٣٣.

(٤٠) The subordinate debt in which the mezzanine funds invest is often structured with partly accruing interest, meaning that only a portion of the interest charge has to be paid in cash on a period basis with the remainder being rolled up and payable at maturity (this type is also called pay in kind debt) - Eil Talmor, Ibid p.30.

٣ - ومع ذلك يجوز بعد حلول الدين أو قسط منه الاتفاق على أن ينزل المدين لدائنه عن الشيء المرهون أو جزء منه وفاء للدين، كما يجوز للقاضي أن يأمر بتملك الدائن المرتهن الشيء المرهون أو جزء منه وفاء للدين على أن يحسب عليه بقيمته وفقاً لتقدير الخبراء<sup>(٤١)</sup>.

إلا أنه يجب التنويه في هذا الصدد إلى أن قانون الشركات الجديد الصادر بموجب المرسوم بالقانون رقم ٢٥ لسنة ٢٠١٢ والمعدل بالقانون رقم ٩٧ لسنة ٢٠١٣ قد أجاز للشركات التي تعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية والتي من ضمن أغراضها ووفقاً لصيغ العقود مع الشريعة الإسلامية استثناءها من نصوص المواد ٥٠٨ و ٩٩٢ و ١٠٤١ من القانون المدني والمادة ٢٣٧ من قانون التجارة (المادة ١٥)، بما حاصله ومفاده أنه يمكن لهذه الشركات التي تعمل وفق الشريعة الإسلامية إيراد شرط غلق الرهن وفقاً لصيغ العقود الإسلامية.

#### ٤ - صناديق الاستثمارات المتعثرة Distressed investment funds:

هذا النوع من الصناديق يهتم بالاستثمارات المتعثرة في الشركات. فيعمل على إحيائها. ذلك أن الاستثمارات أو الأصول المتعثرة - بخلاف الأصول المسمومة Toxic assets والتي عادة ما تكون عرضة للشطب write off لصعوبة إحيائها - قابلة للنمو؛ حيث إنها أصول متعثرة نتيجة عدم الأداء الفعال out-performed assets. ولذلك فإن هذه الصناديق تستثمر في شركات صاحبة مشكلات مالية financially troubled companies. ويجب التنويه في هذا الصدد بأن الاستثمار في هذه الصناديق يتداخل مع النوع الأول الذي تمت الإشارة إليه أعلاه Buyout transactions. فالاستراتيجية المستخدمة في صناديق الاستثمارات المتعثرة تتضمن آليتين:

(٤١) للمزيد في مسألة غلق الرهن وشرط الطريق الممهد راجع أحمد الملحم ومحمود الكندري "عقد التمويل باستخدام الحقوق التجارية وعمليات التوريق"، مطبوعات مجلس النشر العلمي، جامعة الكويت، ٢٠٠٤.

الآلية الأولى: تعثر مقابل سيطرة Distress-to-control أو قرض مقابل  
 تملك own-to-loan: هذه الآلية تذهب باتجاه استراتيجية قيام الصندوق  
 بتحمل دين الشركات المتعثرة من خلال إعادة هيكلتها مقابل ملكية تمنح لها  
 في هذه الشركات تمكنها من السيطرة عليها؛ بحيث يأمل الصندوق ويعول على  
 نجاح حسن أداء هذه الاستثمارات المتعثرة في المستقبل؛ كونها أصولاً قابلة  
 للنماء لكن تواجه مشكلة عدم الأداء الفعال كما سبق البيان out-performed  
 investment<sup>(٤٢)</sup>.

الآلية الثانية: حالات خاصة special situations أو انقلاب أو تعديل  
 المسار Turnaround<sup>(٤٣)</sup>: هذه الآلية تذهب باتجاه تعديل مسار أداء الشركة  
 من خلال خطة تمويل إنقاذ للاستثمارات المتعثرة rescue finance وذلك من  
 خلال تقديم التمويل المطلوب للشركات المؤهلة تشغيلياً وتواجه تحديات مالية  
 undergoing operational or financial challenges companies.

(٤٢) It is a strategy where the fund acquires debt securities in the hope of emerging from a corporate restructuring in control of the company's equity.

(٤٣) Turnaround: favorable reversal in the fortunes of a company, a market, or the economy at large. Stock market investors speculating that a poorly performing company is about to show a marked improvement in earnings might profit handsomely from its turnaround. See Dictionary of Finance and Investment Terms, Charts and Graphs, Fifth Edition, John Downes, Jordan Elliot Goodman, p.666.

## المبحث الثالث

### الدورة الزمنية لصناديق المساهمات الخاصة

#### Life of a private equity funds

لعل عمر أغلب صناديق استثمار المساهمات الخاصة تصل إلى عشر سنوات قابلة للتמיד بموافقة المستثمرين. وما يميز الشكل أو الإطار لهذه الصناديق أنها تحوي مستثمرين مؤسسيين institutional investors وكذلك أثرياء كشركاء موصين لا يقومون بأعمال الإدارة LP's or Limited partners بقيادة المدير العام GP or General Partner الذي يتمتع بحق الإدارة، وقد تكون له نسبة ملكية في الصندوق، وهذه الشراكة عادة ما تكون في صورة شراكة محدودة Limited Partnership كما سبق البيان. ويمكن القول إن الصندوق عادة ما يمر بثلاث فترات زمنية رئيسية.

#### الفترة الأولى - مرحلة تكوين وضممان وجود رأس المال :The fundraising period

في هذه المرحلة يعتمد المستثمرون إلى التعهد بتوفير رأس المال المطلوب من كل منهم. ويقوم المدير العام بتسويق وحدات الصندوق للمستثمرين الذين يتعهدون فقط بدفع رأس المطلوب. وبمعنى آخر، فإن المستثمرين كأنما يكتتبون في رأس مال الصندوق. بما معناه فكأننا أمام مرحلة اكتتاب برأس مال الصندوق دون دفع قيمة هذا الاكتتاب في هذا الوقت This is the period during which the investors pledge capital to the fund. Pledges of capital to private equity fund are known as committed capital<sup>(٤٤)</sup>. ويستغرق المدير العام فترة تصل إلى ١٨ شهراً للقيام بعملية تكوين رأس مال الصندوق ومجازاً نطلق عليها فترة الاكتتاب برأس مال الصندوق؛ ذلك أن هذه المدة تعتمد على المستثمرين المؤسسيين الذين يعملون على الاطلاع والبحث

عن السير الذاتية للمدير العام investment manager؛ كون الصندوق سيعتمد اعتماداً كلياً وكبيراً على خبرته ودرايته ومدى تحقيقه لنجاحات سابقة. وعادة ما تنص قواعد الاكتتاب (مجازاً) في هذا الصندوق على تاريخ معين تنتهي معه فترة الاكتتاب به؛ بحيث يطلق عليه الإغلاق النهائي Final closing. وبالإغلاق النهائي ليس من المطلوب دفع قيمة الأموال المكتتب بها أو المتعهد بدفعها للصندوق وعلى شكل دفعة واحدة لكن يتم تأجيله للفترة الزمنية الثانية وهي فترة الاستثمار Committed capital does not need to be paid to the fund all at once but rather when investments are made<sup>(٤٥)</sup>.

### الفترة الثانية – فترة الاستثمار Investment period:

في هذه الفترة تكون مهمة المدير الشريك GP البحث عن مصادر الاستثمار؛ بحيث يقوم على تقييمها وتنفيذها بما يتفق مع استراتيجية الصندوق الاستثمارية GP is tasked with sourcing, evaluating and executing investments consistent with the investment strategy of the fund. وعادة ما تراوح فترة الاستثمار بين ثلاث سنوات وخمس سنوات من تاريخ الإغلاق النهائي للاكتتاب في الصندوق final closing وقد تسمى سنة الصنع Vintage year<sup>(٤٦)</sup>. وخلال هذه المدة يقوم الشريك العام أو المدير بالاستثمار في عدة شركات مكوناً محفظة للصندوق portfolio companies. ومن خلال هذه المحفظة يتم تقييم هذه الاستثمارات وأداء الشريك العام سنة بأخرى مقارنة بسنة الصنع Vintage year. وعليه، فإنه في خلال هذه المدة عندما يقوم الشريك العام GP بتعيين وتحديد فرصة الاستثمار identifies an investment opportunity فإنه يتعين عليه استدعاء المبلغ المطلوب من الشركاء أو المستثمرين LP's في الصندوق ليدفع كل منهم بحسب حصته في الصندوق

Eli Talmor, Ibid, p.31.

(٤٥)

(٤٦) المقصود بسنة الصنع في القاموس أنها سنة صنع الخمر vintage year؛ ذلك أنه من هذا التاريخ يقاس مدى تعتق الخمر وقدمه.

pro rata. ويمكن للشريك المدير أن يقوم بهذا الإجراء إلى حين انتهاء مدة الاستثمار في الصندوق. ويسمى رأس المال المستدعى Calls من الشريك العام في مواجهة الشركاء والمستثمرين الآخرين في الصندوق Drawdown or takedown استدعاء تدريجياً أو تخفيضاً تدريجياً. وعليه، فإن المستثمرين يتحملون مخاطر ومنافع أداء الاستثمار في مثل هذه الشركات ولكن دون تدخل في إدارتها وفي إدارة الشراكة مع الشريك العام. وفي نهاية مدة الاستثمار لن يستطيع الشريك العام أن يطلب استدعاء تدريجياً أو تخفيضاً تدريجياً takedowns or drawdowns حتى لو تحصل على الفرصة الاستثمارية المناسبة. وبنهاية هذه المدة أيضاً سيتغير هيكل رسوم الإدارة المطلوب دفعه للشريك العام؛ لأن الشريك العام يسعى إلى وصول الاستثمارات إلى أقصى قيمة ممكنة ليستفيد من ارتفاع رسوم الإدارة المستحقة له Management fees. وقد يسهم ذلك في الحصول على استحواذات إضافية لخلق قيمة مضافة لمحفظه الشركات التي تم الاستثمار فيها.

### الفترة الثالثة – فترة الحصاد Harvesting period:

هذه الفترة هي الفترة التي يعتمد فيها الشريك العام GP إلى التخرج من الاستثمارات التي ساهم فيها صندوق المساهمات الخاصة والعمل على توزيع الأرباح الصافية والمنافع لصالح بقية المستثمرين بعد خصم ما يستحقه من رسوم من جراء اتفاق الشراكة المبرم مع بقية المستثمرين. وعليه، فإن الشريك العام أو المدير بعد خمس سنوات من مساهمة الصندوق في الشركات يعمل على تحسين أداء هذه الشركات. ولعل الموعد المتوقع لمحفظه الشركات لصالح الصندوق تصل إلى أقل من عشر سنوات. وفي الغالب، فإن الشريك العام أو المدير عادة ما يتخرج من الاستثمارات التي ساهم فيها الصندوق في فترة تصل من ثلاث سنوات إلى سبع سنوات<sup>(٤٧)</sup>؛ مما يعني قيام الشريك العام

بطرح عملية بيع هذه الاستثمارات لصندوق مساهمات آخر أو مشتر استراتيجي by means of initial public offering, sale to another private equity fund, or to a strategic buyer. فالشريك العام أو المدير يقوم بتوزيع الأرباح والمانع العائدة من استثمارات الصندوق للشركاء المستثمرين LP's إما عيناً In kind (shares) وإما نقداً، وذلك عندما تتم تصفية هذه الاستثمارات Cash when investments are liquidated. ولذلك فإن الشريك قد يعتمد إلى تمديد مدة الصندوق؛ ليضمن وجود تدفقات نقدية لهذه الاستثمارات حتى يعمل على توزيع هذه المنافع والمزايا ومن ثم يقوم بالتخارج من الصندوق. وهذا هو السبب وراء تحديد فترة لتمديد مدة الصندوق حتى يحصل الشريك العام على الفائدة القصوى من الاستثمار فيه. وعليه فإن توزيع هذه المزايا والمنافع يتوقف على شرط في اتفاق المشاركة الذي أبرم مع المستثمرين، ويطلق على هذا الشرط Waterfall. ويتم إعمال هذا الشرط إذا ما تحققت الأمور التالية:

- ١ - أن يحصل المستثمرون على الأموال المستثمرة capital invested في الصندوق.
- ٢ - أن يجني المستثمرون على عوائد مفضلة preferential returns بالإضافة إلى استرجاع الأموال المستثمرة التي عادة ما تكون ٨٪. كما تسمى هذه العوائد المدفوعة للمستثمرين بالعوائق أو العائق hurdle rate or preferential return وذلك على ما سيتم بيانه أدناه.
- ٣ - أن يحصل الشريك العام على الفوائد المحملة Carried interest التي قد تصل إلى ٢٠٪ والتي تدفع له بعد دفع العائق hurdle للمستثمرين؛ وذلك حماية لهم من قيام الشريك العام بأخذ رسوم عالية أو الدخول في مخاطر عالية بغية تحقيق الأرباح<sup>(٤٨)</sup>. واستحقاق الرسوم التي يتقاضاها الشريك العام ومنها الفوائد المحملة سيتم تفصيلها أدناه أيضاً.

## الرسوم المستحقة للشريك العام Fees:

يستحق الشريك العام GP رسوماً وأتعباً نظير إدارته للصندوق، وتتنوع هذه الأتعاب بحسب الغاية منها والهدف المتوخى، ويمكن تصنيفها إلى ثلاثة أنواع، هي: رسوم إدارة Management fees، ورسوم أو فوائد محملة Carried interest، ورسوم مراقبة وصفقات (deal) Monitoring and transaction fees.

### أولاً - رسوم الإدارة Management Fees:

لعل هذه الرسوم الثابتة تشكل مصدراً رئيسياً للشريك العام كي يستمر في عمله بإدارة الصندوق. وفي الغالب تمثل نسبة مئوية من حجم الصندوق. كما أن دفع هذه الرسوم عادة ما يكون ربع سنوي، ويمكن تحديدها بأربعة أنواع، هي:

- ١ - رسوم ثابتة طوال عمر الصندوق Fixed fees for the whole life of the fund.
- ٢ - رسوم متناقصة من خلال جدول متفق عليه Decreasing schedule of fees.
- ٣ - رسوم ثابتة مع تغيير الأسس اعتماداً على التغيير من الأموال الملتزم بدفعها للصندوق إلى الأموال المستثمرة فعلاً فيها Constant rate but with changing basis (changing from committed capital to invested capital).
- ٤ - رسوم متناقصة ورسوم متغيرة (مزيج بين رقم ٢ و٣ أعلاه) Decreasing rate and changing from committed to invested capital.

وفي الغالب فإن رسوم الإدارة تراوح بين ١٪ و ٢٪ من قيمة الأموال الملتزم بدفعها للصندوق committed funds، وذلك طوال فترة الاستثمار investment period. وتستخدم هذه الرسوم لدفع نفقات التشغيل اليومية للصندوق day to day expenses of the managing the fund. وهي تشمل تكاليف الإبقاء على فريق العمل المتعلق بالاستثمارات، وكذلك تكاليف القيام بالاستثمارات بصفة عامة. ويجب التنويه أنه كلما كبر حجم الصندوق تناقصت

معه نسبة رسوم الإدارة. كما يتعين القول في هذا الصدد إن المستثمرين سيترددون بدفع رسوم إدارة دون أن تكون هذه الرسوم مربوطة بأداء الاستثمارات محل الصندوق المستثمر فيه. وعليه، فإنه من المعتاد أن يتناقص حجم رسوم الإدارة في نهاية فترة الاستثمار Step down management fees by the end of investment period. كما أن هذه الرسوم ستضمحل وتختفي بعد عشر سنوات من عمر الصندوق حتى بافتراض أن مدته قد يتم تمديدها.

### ثانياً – رسوم أو فوائد محملة " Carry " Carried interest :

لعل معظم الشركاء المديرين GP's يتقاضون مستحقات بحسب الأداء (performance-based) وهذه المستحقات تشكل عوائد لهم من خلال ما يطلق عليه رسوم أو فوائد محملة Carried interest. وهذه الفوائد أو الرسوم تعكس إجمالي الأرباح aggregate profits التي باستطاعة الشريك العام أن يدعيها في الاستثمارات الناجحة. كما أن معظم الرسوم والفوائد المحملة عادة ما يتم احتسابها ودفعها بناء على قيمة الصندوق الإجمالية؛ بحيث تكون حافزاً لجميع الشركاء في هذا الصندوق سواء من الشركاء الموصين مجازاً LP's أو من الشريك العام GP، ويكون هناك تناغم في المصالح بين هاتين الفئتين. وفي بعض الأحيان قد تحتسب هذه الفوائد المحملة لكل صفقة على حدة carried interest can be generated on a deal-by-deal basis إلا أن ذلك قليل الحدوث في أوروبا، ويستخدم بشكل أكبر في الولايات المتحدة<sup>(٤٩)</sup>. إن إيجاد آلية دقيقة لحساب هذه الفوائد قد يكون عملية معقدة ومفصلة وتختلف من صندوق إلى آخر. إلا أن الحسبة الاعتيادية والدارجة في العمل هو أن يوزع الصندوق ٢٠٪ من أرباحه كنسبة ثابتة ومحددة Carry level للشريك العام GP ثم يتم توزيع نسبة الـ ٨٠٪ لبقية المساهمين كل بحسب حصته في الصندوق. وعليه، فإن نسبة (carry of 20%) هي نسبة متعارف عليها في السوق.

Eli Talmor, Ibid, p.32.

(٤٩)

ولحماية مصالح المستثمرين الآخرين في الصندوق أو الشركاء الموصين مجازاً LP's فإنه عادة ما يتضمن شرط الفوائد المحملة - ما يسمى - بالعائق أو الحاجز على العوائد Hurdle rate or preferred return. وبمقتضاه لن يحصل الشريك العام GP على أية عوائد ما لم يعط هؤلاء المستثمرين عوائد، عادة ما تكون بحد أدنى نسبة ٨٪، ومن بعدها سيستحق الشريك العام ما نسبته ٢٠٪ من الأرباح. ولذلك فإن هذه النسبة للشريك العام لن تكون مستحقة ما لم يتم استرجاع قيمة نفقات الأموال المستثمرة فعلاً وكذلك تحقيق هذه الاستثمارات لعوائد تصل إلى ما يطلق عليه الحاجز أو العائق ٨٪، ومن بعد تستحق النسبة المتفق عليها للشريك العام. وعليه، فإن فكرة الحاجز أو العائق hurdle rate or preferred return سوف تحقق النتائج التالية<sup>(٥٠)</sup>:

- ١ - تعمل على تثبيط الشريك العام من الدخول في مخاطر عالية.
- ٢ - تشجع الشريك العام على التخرج من الاستثمارات مبكراً.
- ٣ - تضمن للمستثمرين حداً أدنى من العوائد، عادة ما تكون أعلى من عوائد الاستثمار في الأسواق العامة.
- ٤ - تعمل على إقصاء الشركاء العاميين GP's بصفة عامة، الذين ليست لديهم استراتيجية استثمارية ناجحة.

### ثالثاً - رسوم مراقبة وصفقات Monitoring and transaction (deal) fees:

بالإضافة إلى رسوم الإدارة والرسوم أو الفوائد المحملة فإن بعض الشركاء العاميين GP's قد يطلبون رسوماً أخرى من الشركات التي تتكون منها المحفظة المالية المستثمرة نظير مراقبة استثماراتها. ولعل طبيعة هذه الرسوم والفوائد المتوخاة من ورائها بالنسبة إلى المحفظة المالية والمستثمرين الآخرين أصبحت محل تمحيص وتدقيق من قبل جميع الأطراف. ولعل قيام الشريك العام باقتضاء هذه الرسوم من الشركات التي تشكل المحفظة المالية للأموال

المستثمرة لن يعترض عليه المستثمرون الآخرون ما دامت مبررة ويعمل الشريك العام على خلق قيمة مضافة لهذه الشركات التي يقوم بمراقبة أداء استثماراتها. وعادة ما تراوح قيم هذه الرسوم من ١٪ إلى ٥٪ من عوائد الشركة قبل خصم الفوائد والضريبة والاستهلاك ١٪ - (Earing before interest, tax and appreciation) EBITDA ٥٪. وهذه الرسوم السنوية التي يتقاضاها الشريك العام من هذه الشركة المكونة للمحفظة المالية للصندوق عادة ما تتفاوت بحسب كبر الشركة وصغرها، كما تعتمد على الأرباح التي تحصل عليها هذه الشركات<sup>(٥١)</sup>. وقد يطلب المستثمرون الآخرون في الصندوق LP's من الشريك العام أن يخصم هذه المبالغ المستحقة له من رسوم الإدارة Management fees؛ وذلك بحسب المفاوضات في التعاقد التي يتم التوصل إليها بينهم في الشراكة المحدودة Limited partnership<sup>(٥٢)</sup>.

### خاتمة:

لما كانت الملكيات الخاصة أو الشركات غير المدرجة تؤدي دوراً متعاضداً في تمويل الأعمال التجارية، وكانت أسواق الملكيات الخاصة أو الشركات غير المدرجة هي أسواق خاصة لا تخضع لأي قيود كقواعد إفصاح أو أية قواعد لائحية أخرى، كما في الأسواق العامة، فإن هدف هذه الدراسة تعتبر مهمة لمعرفة هذا الجانب.

إن الهدف الرئيسي لصناديق استثمار المساهمات الخاصة هو المساهمة في ملكية شركة أو شركات غير مدرجة (unlisted company). ولعل الشريحة الكبرى من هذه الصناديق تأتي من خلال كيان قانوني منفصل "شركة محدودة".

Eli Talmor, Ibid, p.34.

(٥١)

In some cases these fees might be offset against the management fees. The amount of offset ranges between 50% and 100% depending on the negotiated partnership agreement and the ability of the investor to negotiate. See Eli Talmor, p.34.

(٥٢)

وهذه الصناديق يتم تأسيسها لفترة معينة عادة ما تكون مدتها من ٨ إلى ١٠ سنوات قابلة للتמיד بغرض الاستثمار في شركات غير مدرجة أو الاستثمار في ملكيات خاصة. وتتمتع الشراكة المحدودة المتفق عليها بموجب الصندوق بشخصية قانونية، كما يتمتع هذا الصندوق بإدارة مستقلة.

ولعل الشكل أو الكيان القانوني الذي عادة ما يأخذه صندوق المساهمات الخاصة هو الشراكة المحدودة " Limited Partnership " ويتكون من نوعين من الشركاء، هما الشريك المدير أو الشريك العام General Partner.

ولجعل الصندوق جذاباً للاستثمار ليس من المهم أن تكون هناك استراتيجية استثمارية أساسية فقط ولكنه من المهم أيضاً أن يتم ربط مصالح الشريك العام أو المدير GP's بمصالح المستثمرين الآخرين في الصندوق LP's، وهذا الربط يكون في أربعة أمور أساسية<sup>(٥٣)</sup>، هي:

السمعة - مصلحة ملكية - حافز أداء - آلية سيطرة مباشرة.

ولعل السؤال المهم هو:

لماذا يستثمر المستثمر المؤسسي في صناديق المساهمات الخاصة. إن هذه الصناديق توفر المزايا المالية التالية:

١ - عوائد جذابة مبنية على مخاطر مدروسة وموزونة.

٢ - ضعف ارتباط قيم أصول الصندوق.

٣ - مزايا بسبب الملكية النشطة والفعالة.

٤ - التنوع بعيداً عن الأسواق العامة.

وتتنوع صناديق المساهمات الخاصة بحسب الزاوية التي ينظر إليها. فيمكن النظر إليها من زاوية مصدر الأموال التي يتلقاها الصندوق. فننقسم إلى صناديق مستقلة أو غير مستقلة أو شبه مستقلة. أما من زاوية الخروج Exit

من الصندوق فتنقسم إلى صناديق مغلقة وصناديق مفتوحة. ومن حيث تخصصها فإنها تنقسم إلى صناديق استحواذ على حصص في شركات خاصة Buyouts وصناديق المغامرة برأس المال، وصناديق دين الميزانين، وصناديق الاستثمارات المتعثرة. وتتكون الدورة الزمنية لصناديق المساهمات الخاصة من ثلاث فترات، هي:

مرحلة تكوين وضممان وجود رأس المال، وفترة الاستثمار، وفترة الحصاد. وأخيراً يستحق الشريك العام GP رسوماً وأتعاباً نظير إدارته للصندوق وتتنوع هذه الأتعاب بحسب الغاية منها والهدف المتوخى، ويمكن تصنيفها إلى ثلاثة أنواع، هي: رسوم إدارة، ورسوم أو فوائد محملة، ورسوم مراقبة وصفقات.

## قائمة المراجع

- 1 - City UK, 2010 Private Equity 2010, www.thecityuk.com
- 2 - Achary, V. Franks, J. and Servaes, H. (2007) "Private equity: Boom and burst?", Journal of Applied Corporate Finance, 19(4).
- 3 - Eli Talmor & Florin Vasvari, International private equity, Wiley Ltd publication, November 2012.
- 4 - Bain & Co. (2010) Global Private Equity Report.
- 5 - Jensen, M. (1989) "Eclipse of the public corporation", Harvard Business Review.
- 6 - Metrick, A., And Yasuda, A. (2010) "The economics of private equity funds", Review of Financial Studies.
- 7 - Matthais Herdegen, Principle of International Economic Law, Oxford university press, 2013.
- 8 - Fleming, G. (2010) "Institutional investment in private equity: Motivation, Strategies and performance" in D. Cumming (Ed), Private equity: fund types, Risk and Returns, and Regulation, John Wiley & Sons Ltd.
- 9 - Litvak, K. (2004) "Venture capital limited partnership agreements: Understanding compensation arrangements", Working paper, University of Texas Law and Economics research.
- 10 - Gompers, P.A. And Lerner, J. (1996) "The use of covenants: An empirical analysis of venture capital partnership", Journal of Law and Economics.

- ١١- أحمد الملحم ومحمود الكندري " عقد التمويل باستخدام الحقوق التجارية  
وعمليات التوريد " مطبوعات مجلس النشر العلمي - جامعة الكويت -  
٢٠٠٤.
- ١٢- طعمة الشمري - قانون الشركات الكويتي - طبعة عام ١٩٨٧.