

**دور الشركة ذات الغرض الوحيد للاستحواذ (SPAC)
في قيد أسهم الشركات الناشئة في بورصة الأوراق
المالية (دراسة مقارنة)**

د. إلهام عبد الحليم محمد مبروك
مدرس القانون التجاري- كلية الحقوق- جامعة القاهرة

دور الشركة ذات الغرض الوحيد للاستحواذ "SPAC" في قيد أسهم الشركات الناشئة في بورصة الأوراق المالية (دراسة مقارنة)

د. إلهام عبد الحليم محمد مبروك

ملخص

تُعَدُّ شركة الغرض الوحيد للاستحواذ Special Purpose Acquisition Company (SPAC) آلية مستجدة من الآليات المتاحة لطرح أسهم الشركات الخاصة الناشئة، التي غالبًا ما تمارس أنشطة تكنولوجية حديثة في البورصة، لتصبح شركة مقيدة دون سلوك الإجراءات والمتطلبات المطولة لقيد أي شركة مساهمة عن طريق الاكتتاب العام الأولي IPO، لذا يعقد البحث مقارنة بين الاستحواذ عن طريق شركة SPAC و IPO لبيان المميزات والعيوب المرتبطة بكل منهما، كما عرض البحث لتاريخ الشركة الذي يمتد لعام ١٩٨٠، والتي ظهرت أول مرة في الولايات المتحدة الأمريكية وكانت تحمل اسم شركات الشيك على بياض Blank Check Company (BCC) إلا أنها لم تستمر لانتشار استخدامها في عمليات الاحتيال والغش، وهو ما دعى المشرع الأمريكي لإجراء تعديلات على قانون الأوراق المالية بأمريكا الصادر في ١٩٣٣ كما أصدرت هيئة الـ SEC القرار رقم ٤١٩ الذي أقر عدة اشتراطات تطبق على شركات BBC لحماية أموال المستثمرين، كما يتضح من البحث هيكل عمل الشركة القائم على الاستحواذ العكسي حيث تندمج الشركة الناشئة المستهدفة مع شركة SPAC ويصبحا شركة واحدة يكون نشاطها واسمها بعد الاندماج هو ذاته اسم ونشاط الشركة الناشئة المستهدفة، ومن الجدير بالذكر أن شركة SPAC طبقاً لوصف الهيئة العامة للرقابة المالية تعد واحدة من الكيانات التي تمارس نشاط رأس المال المخاطر، لذا تناول البحث إيضاح العلاقة بين الشركة وباقي الكيانات التي تمارس ذات النشاط في مصر، كما وضَّح البحث حقوق والتزامات الرعاة (مؤسسوا الشركة) والمساهمين والممولين الإضافيين Investment in Public Equity (PIPE)، وأخيراً انتهى البحث إلى نتائج وتوصيات بعد التحقق من مدى تماشى أحكام وقواعد قانون الشركات المصري ١٥٩ لسنة ١٩٨١ والقرارات الصادرة من الهيئة العامة للرقابة المالية مع أحكام شركة SPAC وما ورد بالتشريعات المقارنة بشأنها؛ ومن ثم قسّم البحث إلى مبحث تمهيدي وأربعة مباحث لتناول الموضوعات التالية:

المبحث التمهيدي: ماهية الشركة ذات الغرض الوحيد للاستحواذ (SPAC)

المبحث الأول: المقارنة بين طرح الشركات الناشئة في البورصة بطريق IPO أو

عن طريق شركة SPAC

المبحث الثاني: الاستحواذ على الشركات الناشئة عن طريق شركة SPAC أو

الكيانات التي تمارس نشاط رأس المال المخاطر

المبحث الثالث: حقوق وواجبات الرعاة ومساهمي شركة SPAC والتمويل الإضافي

PIPEs

المبحث الرابع: امتثال شركة SPAC لأحكام القانون والقرارات الصادرة من الهيئة

العامة للرقابة المالية

Abstract:

Special Purpose Acquisition Company (SPAC) is a new mechanism available for private emerging companies, often engaged in modern technological activities, to be listed on the stock exchange as a public company without the lengthy process and requirements of an initial public offering (IPO). Therefore, this research compares the acquisition through a APAC and an IPO to identify the advantages and disadvantages associated with each of them. The research also discusses the history of Blank Check Companies (BCC) that appeared in the United States in 1980. However, due to their use in fraudulent activities, the American legislator amended the Securities Act of 1933, and the SEC issued Decision No. 419, which introduced several conditions applied to BCC companies to protect investors' funds. In addition, the research clarifies the structure of the SPAC company based on a reverse merger, where the targeted emerging company merges with the SPAC and becomes one company with the same name and activity of the targeted emerging company. It is worth mentioning that SPAC, according to the Financial Regulatory Authority in Egypt (FRA), is one of the entities perform venture capital activity. Therefore, the research explains the relationship between the company and other entities that practice the same activity in Egypt. The research also clarifies the rights and obligations of the sponsors (Founders of the company), shareholders, and Private Investment in Public Equity (PIPEs). Finally, the research

concludes with results and recommendations after verifying the compatibility of the provisions and rules of the Egyptian Companies Act No. 159 of 1981 and the decisions issued by the FRA with the provisions of SPAC and the comparative legislations related to it. The research is divided into an introduction and four sections to discuss the following topics:

Introduction Section: What is a Special Purpose Acquisition Company (SPAC)?

Section One: A comparison between listing emerging companies on the stock exchange through an IPO or a SPAC.

Section Two: Acquiring emerging companies through SPAC entities practiced venture capital activity.

Section Three: The rights and duties of SPAC sponsors, shareholders, and private investment in public equity (PIPEs).

Section Four: SPAC's compliance with the law and decisions issued by the FRA.

مقدمة

تُعَدُّ شركة الغرض الوحيد للاستحواذ (Special Purpose Acquisition Company (SPAC) آليةً مستجدةً من الآليات المتاحة لطرح أسهم الشركات الخاصة الناشئة في البورصة لتصبح شركة مقيّدة بدون سلوك الإجراءات والمتطلبات المطوّلة لقيد أيّ شركة مساهمة عن طريق الاكتتاب العام الأولي IPO، وتُعَدُّ شركة SPAC شركة فارغة Shell Company كما وصفها التشريع الأمريكي والفقهاء، فليس لها تاريخٌ تشغيلي أو موظفون أو خطة تشغيلية، وعلى الرغم من ذلك فهي شركة مساهمة سمحت لها التشريعات بالقيد ببورصة الأوراق المالية، ويتمثل غرضها الوحيد في قيامها بالاستحواذ على شركة ناشئة مستهدفة غير مقيّدة بأي بورصة- في أغلب الأحوال- وتمارس أي نشاط، وخاصة الأنشطة المرتبطة بالمجالات التكنولوجية الحديثة، وغالبًا ما تكون الشركات المستحوذ عليها مفتقدة للمقومات والمكّنات التي تؤهلها للقيد بالبورصة عن طريق الاكتتاب العام الأولي IPO؛ لذا تلجأ هذه الشركات الناشئة إلى إقناع المستثمرين المؤهلين والمؤسسات المالية لمساعدتها على توسعة نشاطها بالاعتماد على هيكل الاستحواذ العكسي من خلال شركة SPAC، التي تندمج معها ويصبحان شركةً واحدة يكون نشاطها واسمها بعد الاندماج هو ذاته اسم ونشاط الشركة الناشئة

المستهدفة، كما تستمر إدارتها بعد الاندماج شريطة تماشيها مع الضوابط الموضحة بنشرة طرح زيادة رأس مال شركة SPAC، مع ضرورة الإفصاح عن المعلومات والضوابط التي من شأنها أن تحمي أموال المستثمرين وتحافظ عليها.

وشركة SPAC ليست آلية وليدة أزمة كورونا في ٢٠٢٠؛ حيث شهد هذا العام انتشار استخدام الشركة للاستحواذ العكسي على الشركات الناشئة وطرحها في بورصة الأوراق المالية، لأن تاريخها يمتد لعام ١٩٨٠؛ حيث ظهر العمل بموجبها أول مرة في الولايات المتحدة الأمريكية وكانت تحمل اسم شركات الشيك على بياض (Blank Check Company)، إلا أن الشركة وقتها لم تلقَ قبولاً واستحساناً من المستثمرين لانتشار استخدامها في عمليات الاحتيال والغش عليهم من جانب المؤسسات المالية التي كانت تقوم بتجميع رؤوس الأموال بغرض الاستحواذ على شركات ناشئة مستهدفة، وعند فشل صفقة الاستحواذ لأي سبب كانت هذه المؤسسات تستقطع جزءاً كبيراً من أموال المستثمرين لسداد الأتعاب والخدمات المتعلقة بإدارة الطرح والترويج لتداول أسهم الشركة بالبورصة، وهو ما جعل المستثمرين يعزفون عن المشاركة في هذا الاستثمار؛ خوفاً من استرداد أموالهم منقوصاً منها مبالغ كبيرة، لأن وجود عنصر الثقة هو جوهر نظرية عمل الشركة التي تمارس نشاط رأس المال المخاطر، وتزيد فرص نجاح التمويل مع تخفيض تكاليف الرقابة، وتؤثر تأثيراً إيجابياً على عملية خلق القيمة المضافة الناتجة من التمويل.

ونتيجة للغش والاحتيال المرتبط بشركات الشيكات على بياض أدخل التشريع الأمريكي تعديلات على قانون الأوراق المالية بأمريكا الصادر في ١٩٣٣ وأصدرت هيئة الـ SEC القرار رقم (٤١٩) الذي أقرَّ عدة اشتراطات على شركات الشيك على بياض Blank Check Company لحماية المستثمرين والحفاظ على استثماراتهم، وأدى التحوُّط من تطبيق الاشتراطات الواردة بالقرار رقم ٤١٩ إلى ظهور شركة SPAC؛ حيث عملت المؤسسات المالية- على الرغم من أن القرار لم يصدر في مواجهتهم- على تطبيق معظم المتطلبات الواردة به؛ وأهمها: ضرورة وضع حصيلة الاكتتاب في رأس مال الشركة في حساب وسيط Escrow Account، وهو ما أطلق عليه المشرع المصري: الحساب البنكي المخصص لحصيلة الاكتتاب لحين إتمام الاستحواذ على الشركة الناشئة المستهدفة، مع اشتراط عدم صرف أية مبالغ أو مصروفات من هذا الحساب، والتي غالباً ما يتحملها رعاة شركة SPAC (المؤسسون)، كما يكون للمستثمرين الحق في المشاركة في اتخاذ القرار بالاستحواذ على الشركة الناشئة

المستهدفة، وحال رفض أي من المساهمين لصفقة الاستحواذ فلهم الحق في استرداد مبالغ الاكتتاب، وعمومًا كان لا يتم الاستحواذ على الشركة أو الشركات الناشئة المستهدفة إذا كان مبلغ الصفقة يقل عن نسبة ٨٠% من قيمة الأموال المودعة بالحساب الوسيط.

وفق التشريع الأمريكي هناك تنظيم كامل ومتناسق لشركة SPAC، وهو ما دعم انتشار استخدام هذه الشركة لإتمام الاستحواذ العكسي، وقيد أسهم الشركات الناشئة ببورصة الأوراق المالية، وعلى عكس ذلك نجد أن المشرع المصري لم يدخل تنظيم شركة SPAC ضمن نصوص أي قانون، بل تم إدخاله لأول مرة من خلال القرار رقم ١٧١ الصادر من مجلس إدارة الهيئة بتاريخ ٢٠٢١/١١/١٧، الذي وصف الشركة بأنها تمارس رأس المال المخاطر، وهو أحد الأنشطة المنصوص عليها بالمادة (٢٧) من قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢.

ومن الغريب أنّ الهيئة العامة للرقابة المالية لم تقم بإصدار القرار رقم ١٧١ لسنة ٢٠٢١ منفصلاً لتنظيم شركة SPAC وحدها، كما فعلت من قبل عند إقرارها الشركات التي تمارس نشاط رأس المال المباشر بموجب القرار الوزاري رقم ١١٣ لسنة ٢٠١٨، وإنما صدر قرار شركة SPAC معدلاً للقرار رقم ٥٣ لسنة ٢٠١٨ المتعلق بضوابط منح الترخيص واستمراره وقواعد تملك أسهم الشركات العاملة في الأنشطة المالية غير المصرفية، الذي أُجري عليه عدّة تعديلات من تاريخ صدوره، ولا نستبعد قيام الهيئة بالاستمرار في تعديله، ويتضح جلياً أنّ موضوع القرار رقم ٥٣ لسنة ٢٠١٨ لا يتصل مباشرة بشركة SPAC، وكنا نأمل أن تقوم الهيئة بإدخال شركة SPAC بموجب تعديل باللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢، والحقيقة أن شركة SPAC ما زالت تحتاج إلى قواعد وضوابط حتى يفهمها السوق المصري ويُقبل على استخدامها في قيد أسهم الشركات الناشئة ببورصة الأوراق المالية، وواقعياً حتى تاريخه لم تبدأ أي من المؤسسات المالية في جمهورية مصر العربية في تبني استخدام شركة SPAC كأداة للاستحواذ العكسي وكألية بديلة لطرح الشركات بالبورصة إلى جانب الاكتتاب العام الأولي IPO.

وتعد شركة SPAC- طبقاً لوصف الهيئة لها- واحدة من الكيانات التي تُمارس نشاط رأس المال المخاطر؛ لذا سنجد أن علاقة الشركة بالكيانات الممارسة للنشاط ذاته، والمتمثلة في صناديق الملكية الخاصة وشركات الاستثمار المباشر، هي علاقة وثيقة؛

نظرًا لتشابههما وترايبتهما، فكلاهما يكمل الآخر، فمن الممكن أن يكون صندوق الملكية الخاصة أحد المؤسسين أو المساهمين أو حتى أحد الممولين الإضافيين PIPES. ويقدم البحث المائل صورة كاملة عن معايير التفرقة والتشابه بين الكيانات التي تمارس رأس المال المخاطر وشركة SPAC وفق القانون المصري وغيرها من النظم القانونية المقارنة، فضلًا عن أن البحث يوضح بشكل جيد أهمّ الحقوق والالتزامات الخاصة بالمساهمين والرعاة والممولين الإضافيين، كما يتضح من البحث كذلك مدى تماشي أحكام وقواعد شركة SPAC المتعلقة بتنظيم الاندماج والاستحواذ مع ما ورد بالقانون المصري، خاصة قانون الشركات رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١ والقرارات الأخرى الصادرة من الهيئة العامة للرقابة المالية.

إشكالية البحث:

هل تستطيع الشركة ذات الغرض الوحيد للاستحواذ Special Purpose Acquisition Company (SPAC) مساعدة الشركات الناشئة لتصبح مقيّدة في بورصة الأوراق المالية في مصر؟ وما الوسائل والسبل التي تساعد على تلبية هذا الهدف؟

منهج البحث:

يعتمد هذا البحث على المنهج الوصفي والتحليلي والتنبؤ في استنتاج الفرضيات، والمنهج المقارن؛ للمقارنة بين ما جاء بالقوانين السارية بجمهورية مصر العربية التي تنظم الشركة ذات غرض الاستحواذ SPAC وما جاء بتشريعات الدول الأخرى، وعلى الأخص الولايات المتحدة الأمريكية.

أهمية الموضوع:

تبرز أهمية موضوع البحث في التطبيق العملي بعد ما حقّته الشركة ذات الغرض الوحيد للاستحواذ SPAC من نجاحات في الاندماج مع الشركات الناشئة، خاصة التي ينصبّ غرضها على مشروعات تكنولوجية متصلة بالتنمية المستدامة، والجدير بالذكر أنّ هذه الشركة ساعدت عددًا كبيرًا من الشركات الناشئة لقيدها أسهمها بالبورصات العالمية بشكل أسرع وأسهل من اتباع قواعد الاكتتاب العام الأولي IPO، الذي يستلزم توافر شروط لا يمكن للشركات الناشئة أن تليها بنفسها، وعلى الجانب الأكاديمي تقوم هذه الدراسة ببيان الجوانب القانونية ككيان يمارس نشاط رأس المال المخاطر ومقارنتها مع القواعد المتبعة بالنظام القانوني الأمريكي (موطن نشأتها) وهو ما يفتح الباب أمام الباحثين لتناول شركة SPAC من جوانب أخرى لم يتناولها البحث المائل.

خطة البحث:

المبحث التمهيدي: ماهية الشركة ذات الغرض الوحيد للاستحواذ (SPAC).
المبحث الأول: المقارنة بين طرح الشركات الناشئة في البورصة بطريق IPO أو عن طريق شركة SPAC.
المبحث الثاني: الاستحواذ على الشركات الناشئة عن طريق شركة SPAC أو الكيانات التي تمارس نشاط رأس المال المخاطر.
المبحث الثالث: حقوق وواجبات الرعاة ومساهمي شركة SPAC والتمويل الإضافي PIPEs.
المبحث الرابع: امتثال شركة SPAC لأحكام القانون والقرارات الصادرة من الهيئة العامة للرقابة المالية.

المبحث التمهيدي

ماهية الشركة ذات الغرض الوحيد للاستحواذ (SPAC)

يرجع تأسيس الشركة ذات الغرض الوحيد للاستحواذ Special Purpose SPAC Acquisition Company إلى الثمانينيات في الولايات المتحدة الأمريكية، وكان يُطلق عليها: شركة الشيك على بياض (Blank Cheque Company) (BCC)، ولكن سرعان ما عزف المستثمرون عن الاشتراك في استثماراتها لاستخدامها في عديد من الصفقات الاحتيالية^(١) Pump and dump^(٢).

^(١) يُقصد بمصطلح Pump and dump أن يقوم فرد أو مجموعة من الأفراد بشراء أسهم لشركة بسعر رخيص، ثم يقومون بنشر معلومات كاذبة بطريقة احتيالية عن مدى نجاح هذه الشركة بهدف رفع قيمة أسهمها في سوق التداول، وعلى أثره يقومون ببيع الأسهم المشتراة قبل طرحها بسعر مرتفع؛ محققين بذلك أرباحًا طائلة على حساب المستثمرين الآخرين بالشركة الذين يعانون بعد ذلك من انخفاض قيمة الأسهم، مما يعرضهم لفقدان أموالهم.

^(٢) في السبعينيات والثمانينيات من القرن الماضي، استغل عدد من الأفراد الاندماج العكسي للشركات، وأسسوا شركات وهمية جديدة، وجمعوا الأموال من خلال الاكتتابات العامة للشركات الفارغة من الأصول Shell company، ثم أخذوا الأموال ببساطة كرسوم لأنفسهم، كما تفتت حالات إساءة أخرى، بعضها يتعلق بتداول أصول الشركات الفارغة Shell company، مشار لدى:

Feldman, David N. "Comments on Seasoning of Reverse Merger Companies before Uplisting to National Securities Exchanges." Harvard Business Law Review Online, 2, 2011-2012, HeinOnline, page 143.

وتُعرف شركة الشيك على بياض BCC وفق التشريع الأمريكي بأنها: الشركة التي تُصدر أسهمًا Penny Stock بقيمة تقل عن \$5 وليس لها خطة عمل أو غرض محدد أو أصول عند طرح أسهمها للاكتتاب، كما أنها تسعى للاندماج مع شركات غير معروفة وقت طرحها للاكتتاب.

كما عرفت شركة SPAC⁽³⁾ بأنَّ تأسيسها يهدف في المقام الأول إلى زيادة رأس المال من خلال طرح عام أولى، ويسمح للمستثمرين بوضع حصيلة الاكتتاب في حساب مستقل، على أن يتم استخدامه بعد ذلك للاستحواذ على واحدة أو أكثر من الشركات التي سيتم تحديدها بعد الطرح العام الأولى (IPO).

كما عرفها البعض بأنها: شركة غلافية أو صورية Shell Company يتم طرحها للاكتتاب من خلال طرح عامٍ أولى يقصد الاستحواذ على شركة قائمة في غضون ثمانية عشر شهرًا، وتمتد إلى أربعة وعشرين شهرًا. كما عرفها آخر بأنها تؤسس لغرض واحد؛ هو الاستحواذ على الشركات الناشئة المستهدفة أو الاندماج معها في غضون مهلة زمنية محدّدة؛ حيث لا تتبع الشركات الناشئة المستهدفة إجراءات الطرح العام الأولى، ولكنها تسلك مسارًا عكسيًا من خلال SPAC's IPO.

وعرّفها البعض⁽⁴⁾ بأنها: الشركة التي تجمع بين خصائص الطرح للاكتتاب العام الأولى IPO وخصائص الاستحواذ العكسي⁽⁵⁾ Reverse Merger، ويشير مصطلح SPAC إلى الشركة المصرفية الفارغة، أو الشركات الحديثة التأسيس التي لا تمتلك أيّ عمليات تجارية، أو إيرادات، أو أصول، أو تاريخ عمليات، أو خطة عمل، وتأسست بهدف تنفيذ عملية دمج، أو الحصول على أصول، أو للجمع بين أعمال تجارية.

⁽³⁾ Nanda, Swankit Kumar, and Deyasini Chakrabarti. "SPAC: The Way ahead to Future", International Journal of Law Management & Humanities, 5, 2022, HeinOnline, page 88.

⁽⁴⁾ Rader, Bruce, and Shane du Burce. "SPACs: A Sound Investment or Blind Leap of Faith". Journal of Taxation of Financial Products, vol. 6, no. 2, 2006, HeinOnline, page 17.

⁽⁵⁾ يُقصد بالاستحواذ العكسي هو أن يكون هناك شركة مقيدة ببورصة الأوراق المالية تقوم بالاستحواذ على شركة خاصة غير مقيدة بالبورصة، وهو نفس الهيكل التنظيمي لعملية De-SPAC، وفي بعض الأحيان تقوم الشركة المقيدة بشراء أصول الشركة الخاصة غير المقيدة بحيث يقوم مساهمو الشركة الخاصة بالاكتتاب في زيادة رأسمال الشركة المقيدة بقيمة أصول الشركة الخاصة التي تشتريها الشركة المقيدة، ولكن من عيوب هذه الطريقة: أنها تُخضع عملية شراء الأصول لضريبة الأرباح الرأسمالية على الأصول.

كذلك عرّف البعض^(٦) استحواذ شركة SPAC على شركة خاصة ناشئة مستهدفة بأنه شكل من أشكال الاندماج العكسي التقليدي؛ حيث يتم دمج شركة خاصة ناجحة مع شركة وهمية مدرجة، التي غالباً ما تكون شركة عذراء عامة A Public Virgin Company تأسست لغرض وحيد هو الاندماج أو الاستحواذ على شركة قائمة بهدف طرح أسهمها في سوق الأوراق المالية.

كذلك عرفت لجنة SEC Commission Security and Exchange الشركة الغلافية Shell Company بأنها: الشركة المسجلة التي ليس لديها عمليات اسمية أو أصول اسمية أو نقدية أخرى وما يعادلها، كما عرفت منظمة التعاون الاقتصادي rganization for Economic and Co-operation and Development (OECD) والتنمية بأنها: "شركة مسجلة رسمياً أو مؤسسة أو منظمة قانوناً بأي شكل آخر في اقتصاد ما، بحيث لا تقوم بأي عمليات في ذلك الاقتصاد إلا بصفة سريعة. كما عُرِّفت^(٧) بأنها: نموذج للشركة الفارغة أو الشركة النقدية الخالية من الأصول أو التاريخ التشغيلي؛ حيث تؤسس من قبل الرعاة، ويتم الاكتتاب فيها بهدف الاستحواذ على شركة لم يتم تحديدها بعد (غالباً ما تكون شركات خاصة) خلال فترة زمنية قصيرة، عادة ما تكون ٢٤ شهراً؛ وبالتالي لا يعرف المستثمر في شركة SPAC ما الذي يدفع ثمنه أو الشركة الناشئة المستهدفة التي سيتم الاستحواذ عليها وقت الاكتتاب في زيادة رأسمالها.

وأخيراً عرّفها قرار الهيئة العامة للرقابة المالية بأنها: "شركة يتم تأسيسها والترخيص لها كشركة رأس مال مخاطر وفقاً للأحكام المعمول بها في هذا الشأن، من مستثمرين مؤهلين متخصصين، وتكون ذات غرض وحيد هو الاستحواذ على شركة أو أكثر كشركات ناشئة مستهدفة، وتقوم بتوفير التمويل اللازم لذلك من خلال زيادة رأس مالها في اكتتاب عام و/أو طرح خاص".

وقد أُعيد استخدام شركة الشيك على بياض (BCC) ولكن في صورتها المتطورة SPAC بواسطة شخص يُدعى David Nussbaum ديفيد نساوم عام ١٩٩٣^(٨)؛

(٦) Paul, Akanksha Maria. "Jumping into the SPAC Race: Protecting the UK Retain Investor." Cambridge Law Review, vol. 7, no. 1, Spring 2022, HeinOnline, p. 42.

(٧) Paul, Akanksha Maria. "Jumping into the SPAC Race: Protecting the UK Retain Investor.", Supra, p. 38 & 42.

(٨) Nanda, Swankit Kumar, and Deyasini Chakrabarti, "SPAC: The Way ahead to Future", Supra, p. 88, Rodrigues, Usha, and Mike Stegemoller. "Exit,

وذلك لحاجة الشركات الناشئة التي لا تستطيع زيادة رأسمالها عن طريق أسواق المال لعدم قدرتها على تلبية الشروط المتعلقة بالاككتابات العامة الأولية IPO، كذلك قام بعض المحامين وشركات ضمان الاككتاب- وهي وفق القانون الأمريكي تقوم بإعداد مذكرة الطرح^(٩)- بطرح فكرة الاعتماد على الاستحواذ العكسي عن طريق شركة (SPAC) لطرح الشركات الناشئة في بورصة الأوراق المالية، وذلك بعد إصدار قانون (PSRA) "Penny Stock Reform Act of 1990" الذي أدخل تعديلاً بإضافة الفقرة (ب) إلى المادة رقم (٧) على قانون الأوراق المالية الصادر عام ١٩٣٣^(١٠).

وبعد إدخال هذا التعديل عُرِفَت شركات الشيك على بياض بأنها: الشركة المصرفية الفارغة التي تصدر Penny Stock وتفتقر إلى خطة عمل محدّدة أو هدف معين، أو تُعرب عن نيتها في إتمام عملية الاندماج مع شركة أو شركات غير محددة^(١١)، وبموجبه أصبح هناك التزام على شركات الشيك على بياض BCC أن تقوم بتسجيل أسهمها لدى الـ SEC قبل طرحها للتداول في السوق أو الإعلان عنها بأي وسيلة اتصالات.

وقد أعقب تعديل قانون الأوراق المالية الصادر عام ١٩٣٣ إصدار لجنة الأوراق المالية والبورصات ("SEC") للقرار رقم ٤١٩ لوضع ضوابط تمنع استخدام شركة الشيك على بياض BCC في أي صفقات مشبوهة؛ وذلك لحماية المستثمرين من التعرّض للاحتيال وإعطائهم الحق في إعادة النظر في استثماراتهم، وقد عرّف القرار (٤١٩) شركات الشيك على بياض BCC بأنها: "شركة في مرحلة التطوير، ليس لديها خطة عمل محددة، ويقتصر عملها على الارتباط بعملية اندماج أو استحواذ مع شركة أو شركات غير محددة عند تأسيسها، وتصدر هذه الشركات أسهمًا Penny Stock على

Voice, and Reputation: The Evolution of SPACs." Delaware Journal of Corporate Law, vol. 37, no. 3, 2013, HeinOnline, p. 878.

^(٩) حنان سيد أحمد عبد المنعم، النظام القانوني لعملية الطرح الخاص للأوراق المالية، رسالة دكتوراه،

كلية الحقوق، جامعة القاهرة، ٢٠١٦، ص ٢٨٤.

^(١٠) Section 7 is as follows: "Unless a registration statement is in effect as to a security, it shall be unlawful for any person, directly or indirectly (1): to make use of any means or instruments of transportation or communication in interstate commerce or of the mails to sell such security through the use or medium of any prospectus or otherwise; or

(2) to carry or cause to be carried through the mails or in interstate commerce, by any means or instruments of transportation, any such security for the purpose of sale or for delivery after sale."

^(١١) Rader, Bruce, and Shane du Burce, "SPACs: A Sound Investment or Blind Leap of Faith", *Supra*, p. 17.

النحو المحدد في القاعدة 3a51-1 من قانون بورصة الأوراق المالية بأمريكا لعام Exchange Act of 1934⁽¹²⁾.

وتتمثل الشروط والأحكام الرئيسية التي قضى بها القرار رقم ٤١٩ في الآتي⁽¹³⁾:

١- الاحتفاظ بنسبة ٩٠% من صافي حصيلة الاكتتاب في حساب وسيط Escrow Account، غير شاملة لأي نفقات لتغطية الاكتتاب والعمولات لحين الاستحواذ على النشاط المستهدف.

٢- الاستحواذ على نشاط أو أنشطة؛ بحيث تكون قيمتهم العادلة أو صافي قيمة الأصول لا تقل عن نسبة ٨٠% من حصيلة الاكتتاب.

٣- عدم السماح بتداول أسهم الشركة على بياض BCC ببورصة الأوراق المالية حتى تمام الاستحواذ على الشركة الناشئة المستهدفة.

٤- إلزامية تعديل طلب تسجيل شركة SPAC بعد الاكتتاب لدى SEC، واستكمال البيانات الخاصة بالشركة الناشئة المستهدفة التي لم تكن متاحة في بداية تسجيل الشركة على بياض BBC، كذلك تقديم القوائم المالية للشركة على بياض BCC وللشركة الناشئة المستهدفة قبل تمام الاستحواذ؛ ضماناً لحماية المستثمرين وللتأكد من أن الاستحواذ متفق مع الحدود السعرية المحتملة الموضحة في طلب تسجيل شركة SPAC لأول مرة.

٥- إدخال تعديل آخر على طلب التسجيل في حالة البدء في الاستحواذ؛ لوجوب التأكد من إرسال نشرة الاستحواذ لمساهمي الشركة وإعطائهم مهلة تتراوح من ٢٠ إلى ٤٥ يوم عمل للموافقة على الاستحواذ على الشركة الناشئة المستهدفة أو الانسحاب من الشركة.

٦- منح المساهم الراض لصفقة الاستحواذ حقوق الإلغاء opt out وسداد أمواله مضافاً إليها فائدة الاستثمار بالحساب الوسيط منقوصاً منها نفقات متفق عليها من قبل.

(12) Sjostrom, William K. Jr, "The Truth about Reverse Mergers." Entrepreneurial Business Law Journal, vol. 2, no. 2, 2008, HeinOnline, page 757.

(13) Heyman, Derek K, "From Blank Check to SPAC: The Regulator's Response to the Market, and the Market's Response to the Regulation", Entrepreneurial Business Law Journal, vol. 2, no. 1, 2007, p. 538-539, Sjostrom, William K. Jr, "The Truth about Reverse Mergers.", Supra, p.757.

٧- إعطاء توضيح عن حصيلة الاكتتاب بالحساب الوسيط وحتى تمام الاستحواذ على الشركة الناشئة المستهدفة، للتأكد من استخدام ٨٠٪ على الأقل من مبلغ الحصيلة غير شامل لقيمة العمولات والنفقات الخاصة بالاكتتاب والسمسرة.

٨- إعطاء مهلة ثمانية عشر شهراً بحيث يتعيّن خلالها على شركة الشيك على بياض الاستحواذ على الشركة الناشئة المستهدفة، أو إعادة الأموال إلى المستثمرين في نهاية مدتها عند عدم تحقق الاستحواذ.

وقد أفرز التحوّط من تطبيق القواعد الخاصة بالقرار رقم ٤١٩ الخاص بشركة الشيك على بياض BCC ظهورَ شركة SPAC^(١٤)؛ لذا تطلّبت SEC من شركات SPAC أن تقوم بتقديم نموذج K-8 بمجرد استكمال طرحها العام الأولي (IPO)، حتى تتجنّب القيود المفروضة بموجب القرار رقم ٤١٩^(١٥)، وعلى الرغم من ذلك فقد فضلت شركات الـ SPAC تطبيق الكثير من القيود المنصوص عليها بقرار ٤١٩ على الرغم من أنّ أسهمها لا توصف بأنها Penny Stocks لاستقطاب المستثمرين؛ حيث استحوذت شركات SPAC على شركات ناشئة مستهدفة تزيد قيمة أسهمها عن ٥\$، وقد تنبّهت الـ SEC لذلك ومنحت إعفاءً من تطبيق قواعد القرار رقم ٤١٩ على شركة SPAC إذا تمّ الاستحواذ كذلك على شركات يستمر نشاطها لمدة تزيد على ثلاث سنوات وتزيد قيمة أصولها عن ٢ مليون دولار عقب الاستحواذ، أو شركات يستمر نشاطها لمدة لا تقل عن ثلاث سنوات وتزيد قيمة أصولها عن ٥ مليون دولار أمريكي عقب الاستحواذ.

وعلى الرغم من بدء التفكير في استخدام شركة SPAC منذ عام ١٩٩٠ إلا أنّ ازدهار استخدامها بدأ في منتصف العقد الأول من القرن الحادي والعشرون، والسبب في ذلك هو سهولة تلبية إجراءات الطرح بالبورصة عن طريق الاكتتاب العام الأولي IPO من قبل الشركات الناشئة حتى عام ٢٠٠٣^(١٦)، ولكن هذا لا يمنع من بداية ازدياد الاهتمام في العام ذاته بشركة SPAC التي نجحت في انعاش الشركات الناشئة بزيادة رأسمالها وطرحها في السوق الأولى، وقد بلغ إجمالي مبالغ صفقات الاستحواذ التي تمّت عن طريق شركة SPAC: ١٢.١ مليار دولار، ولكن هذا النجاح قد تأثر بالأزمة

(14) Feldman, David N. "Comments on Seasoning of Reverse Merger Companies before Uplisting to National Securities Exchanges." ,Supra, P.143.

(15) Rader, Bruce, and Shane du Burce. "SPACs: A Sound Investment or Blind Leap of Faith, Supra, p. 18.

(16) Eric J. Savitz, The New Blind Pools, BARRON'S, Dec. 12, 2005, at 21

العالمية في عام ٢٠٠٨؛ حيث أغلق سوق الاكتتاب العام عن طريق شركة SPAC، ولكن سرعان ما أُعيد فتحه مرة أخرى في عام ٢٠١٠ بمصطلحات مختلفة. ومن الجدير بالذكر أنّ شركات رأس المال المخاطر كانت هي الجهات الراعية الوحيدة لشركات SPAC، ثم شهد عام ٢٠١٩ انتعاشاً كبيراً لشركات SPAC؛ لأنها أثبتت نجاحها في عمليات الاستحواذ وتبادل الأسهم^(١٧)، وبشكل عام انتشرت شركات الـ SPACs في عديد من الأسواق غير الأمريكية: (أستراليا، النمسا، البرازيل، كندا، ألمانيا، إيطاليا، ماليزيا، المكسيك، هولندا، نيوزيلندا، جنوب أفريقيا، كوريا الجنوبية، السويد، والمملكة المتحدة)^(١٨)، ومؤخراً خلال فترة جائحة COVID 19 دخلت في التشريعات المصرية، ولكن لم تُؤسس فعلياً أي شركة حتى تاريخ هذا البحث.

ومما سبق يتضح أنّ هناك أموراً أساسية تُميّز شركة SPAC عن شركة الشيك على بياض BCC في الولايات المتحدة الأمريكية وتجعلها أكثر جاذبية للمستثمرين:

أ. عادةً ما يتم استثمار عائدات شركة SPAC الصافية في الأوراق المالية الحكومية الأمريكية التي لا تزيد مدتها عن ١٨٠ يوماً أو أقل، بينما يسمح لشركة الشيك على بياض BCC بالاستثمار في أيّ أوراق مالية أو في صناديق استثمار بشروط قانون شركات الاستثمار لعام ١٩٤٠ أو في الأوراق المالية التي تُشكّل التزاماً مباشراً أو التزامات مضمونة من حيث رأس المال أو الفائدة من قبل الولايات المتحدة الأمريكية^(١٩).

ب. غالباً ما يُودع أكثر من ٩٠% من حصيلة الاكتتاب في شركة SPAC في الحساب الوسيط، بينما يتطلب قرار ٤١٩ أن يودع فقط ٩٠% من حصيلة الاكتتاب للشركة على بياض BCC.

ج. تطلب القرار أن تكون نسبة الاستحواذ ٨٠% من حصيلة اكتتاب شركات الشيك على بياض، بينما يمكن لشركة SPAC أن تستحوذ على شركة ناشئة مستهدفة بنسبة ٨٠% من صافي أصولها؛ أي حصيلة الاكتتاب والاستثمارات الإضافية الموجودة بالحساب الوسيط.

(17) Nanda, Swankit Kumar, and Deyasini Chakrabarti, "SPAC: The Way ahead to Future", Supra, p. 88.

(18) Passador, Maria Lucia. "In Vogue Again: The Re-Rise of SPACs in the IPO Market." Brooklyn Journal of Corporate, Financial & Commercial Law, vol. 16, no. 2, Spring 2022, HeinOnline, p. 114.

(19) Rader, Bruce, and Shane du Burce. "SPACs: A Sound Investment or Blind Leap of Faith.", Supra, p. 19.

د. إلهام عبد الحليم محمد مبروك

د. تتطلب شركة الـ SPAC لإتمام الاستحواذ على الشركة الناشئة المستهدفة ألا يكون هناك معارضة من المساهمين المالكين لأكثر من ٢٠% وقت الاستحواذ؛ وذلك حتى وإن لم يستلزمه القانون المطبق^(٢٠)، أمّا بالنسبة لقرار ٤١٩ الخاص بشركة الشيك على بياض BCC استلزم الحصول على موافقة ٨٠% من المساهمين بعد إعلانهم بنشرة الاستحواذ قبل إتمامه بمدة تصل إلى ٤٥ يوم عمل من تاريخ الإعلان بالاستحواذ.

هـ. لا يسمح قرار ٤١٩ بتداول أسهم شركة الشيك على بياض قبل الاستحواذ، بينما يسمح بتداول أسهم شركة SPAC عقب غلق باب الاكتتاب؛ أي قبل الاستحواذ في OTC Bulletin Board^(٢١)، وهي مرحلة تداول عبر الإنترنت، ثم يعقب ذلك السماح بتداول أسهم الشركة بعد الاستحواذ والاندماج مع الشركة الناشئة المستهدفة في البورصة الوطنية؛ مثل New York Stock Exchange.

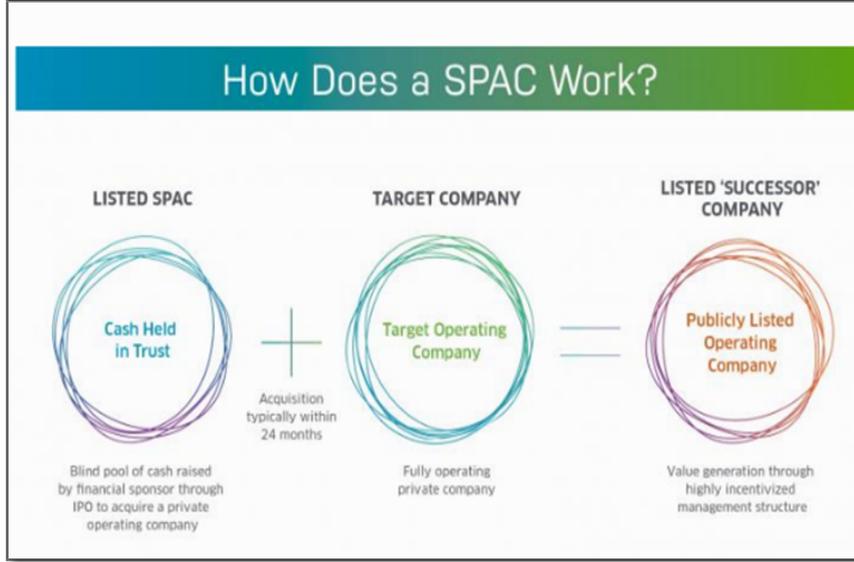
وكما سبق البيان فإن الاستحواذ من خلال شركة SPAC في الولايات المتحدة لا يتطلب الخضوع لأحكام القاعدة ٤١٩، إلا أن الشركات الأمريكية قامت بتطبيق أحكامه لاجتذاب المستثمرين، وهذا ما جعل الكثير من الأنظمة التي تُطبق شركة SPAC تُدخلها إلى نظامها بمتطلبات مختلفة بعض الشيء، وذلك ما فعلته الهيئة البريطانية للرقابة على الأنشطة المالية (FCA) The UK Financial Conduct Authority التي أدخلت قواعد شركة SPAC متخلفة عن بعض الخصائص؛ ومنها: (أ) عدم وجود مبادئ توجيهية لتحديد مجال لاستثمار حصيلة الاكتتابات لشركة SPAC عند تسجيلها ابتداءً قبل الاستحواذ، (ب) عدم الحاجة للحصول على موافقة المساهمين على عمليات الاندماج المقترحة، (ج) عدم قدرة المساهمين الراضين لصفقة الاستحواذ والخروج من الشركة^(٢٢).

(20) Sjostrom, William K. Jr, "The Truth about Reverse Mergers", Supra, p.758.

(٢١) OTCBB: هو تطبيق لتداول أسهم الشركات بأمريكا، وتشرف عليه هيئة تُسمى Financial Industry Regulatory Authority، وذلك شريطة تسجيل أسهم الشركات لدى SEC، وفي هذا التطبيق يُسمح بتداول أسهم الشركات الصغيرة أو محدودة الموارد، ويكون استخدام هذا التطبيق معرّضاً لظهور مخاطر الغش لعدم تطبيق حدٍ أدنى من المعايير المالية والقانونية.

(22) Paul, Akanksha Maria. "Jumping into the SPAC Race: Protecting the UK Retain Investor", Supra, pp. 38 & 42.

ويمكن بيان هيكل عمل شركة الـ SPAC من خلال الرسم البياني الآتي:



ويتضح من هذا الرسم البياني أنّ شركة SPAC تقوم بتجميع حصيلة الاكتتاب في زيادة رأس مال الشركة من خلال الطرح العام الأولي (SPAC- IPO)، ثم تستخدم تلك الأموال للاستحواذ على/ أو الاندماج مع شركة ناشئة مستهدفة، وبمجرد اكتمال صفقة الاستحواذ تصبح الشركة الناشئة المستهدفة شركة مدرجة في البورصة؛ ويترتب على ذلك الاندماج تغيير اسم شركة SPAC لتحمل اسم الشركة الناشئة ذاته، كما تمتلك كافة حقوق الشركة الناشئة وتحمل بالتزاماتها، ويستمر مساهمو الشركة الناشئة المستهدفة في التحكم في استثماراتها بعد الاندماج وتُدار بواسطة مديريها ذاته قبل الاندماج^(٢٣).

وعليه يمكن تقسيم دورة حياة شركة SPAC إلى ثلاث مراحل رئيسية: الطرح في البورصة، ثم تحديد الشركة الناشئة المستهدفة، وأخيراً استحواذ الشركة أو تصفيته عن طريق دمجها مع الشركة الناشئة المستهدفة ليُصبحا كياناً واحداً^(٢٤)، وهي المراحل ذاتها

(23) Sjostrom, William K. Jr, "The Truth about Reverse Mergers" Supra, p. 743.

(24) Passador, Maria Lucia", In Vogue Again: The Re-Rise of SPACs in the IPO Market.", Supra, p. 108.

المتبّعة وفقاً لقرار الهيئة العامة للرقابة المالية في مصر، ويتعيّن شطب شركة SPAC إجبارياً في حالة عدم تنفيذ الاستحواذ على الشركة الناشئة المستهدفة خلال سنتين من تاريخ إتمام زيادة رأس مال الشركة، أو إذا لم تصل نسبة التصويت بالموافقة على الاستحواذ إلى النسبة القانونية المطلوبة^(٢٥)، كذلك يمكن أن تشطب أسهم شركة SPAC بعد اندماجها، وذلك في الأحوال التي تكون فيها الشركة افتقدت لأحد شروط القيد واستمراره، وسنلاحظ أنها الشروط ذاتها المطلوبة بوجه عام من الشركات المقيد لها أسهم بالبورصة، وكان يتعين على الهيئة مراعاة خصوصية شركة SPAC خاصة إذا كانت تستحوذ على شركات ناشئة مستهدفة؛ حيث يتعيّن إعطاؤها فترة سماح وشروط أقل، وذلك وفق المعمول به في النظم القانونية المقارنة، وعلى نحو ما سنرى لاحقاً.

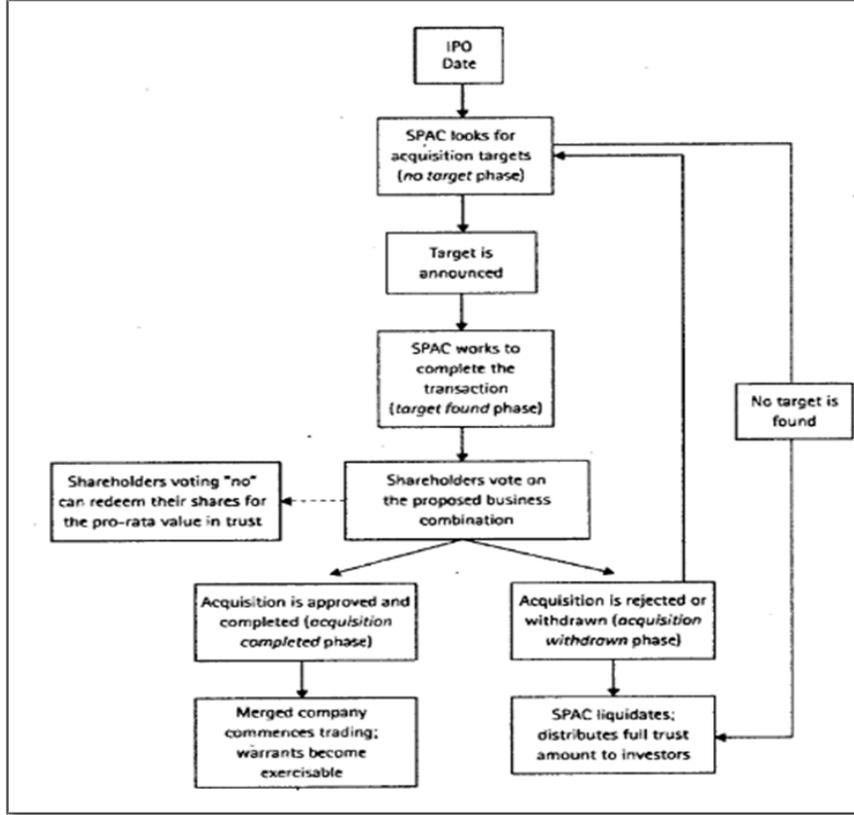
كما يوضح الرسم البياني التالي^(٢٦) تفصيلاً بدايةً وجود شركة SPAC المقيدة، ثم مرحلة البحث عن شركة ناشئة مستهدفة، وعند تحديدها تقوم إدارة شركة SPAC بعرضها على المساهمين ليوضحوا قرارهم بالتصويت على صفقة الاستحواذ، وإذا اعترض عدد كبير من المساهمين بنسبة تقل عن المبلغ المطلوب للاستحواذ تُصَفَّى الشركة، أما إذا تمت الموافقة على قرار الاستحواذ تندمج شركة SPAC مع الشركة الناشئة المستهدفة، كذلك يوضح الرسم كيفية قيام المساهمين الراضين لصفقة الاستحواذ بالخروج من الشركة واسترداد أموالهم.

^(٢٥) المادة (٥٣) مكرراً من قواعد قيد وشطب الأوراق المالية بالبورصة المصرية بموجب القرار رقم ١١

لسنة ٢٠١٤ وفق آخر تعديل له بموجب قرار مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية رقم ١١

لسنة ٢٠٢٣.

⁽²⁶⁾ Passador, Maria Lucia, "In Vogue Again: The Re-Rise of SPACs in the IPO Market", *Supra*, p. 110

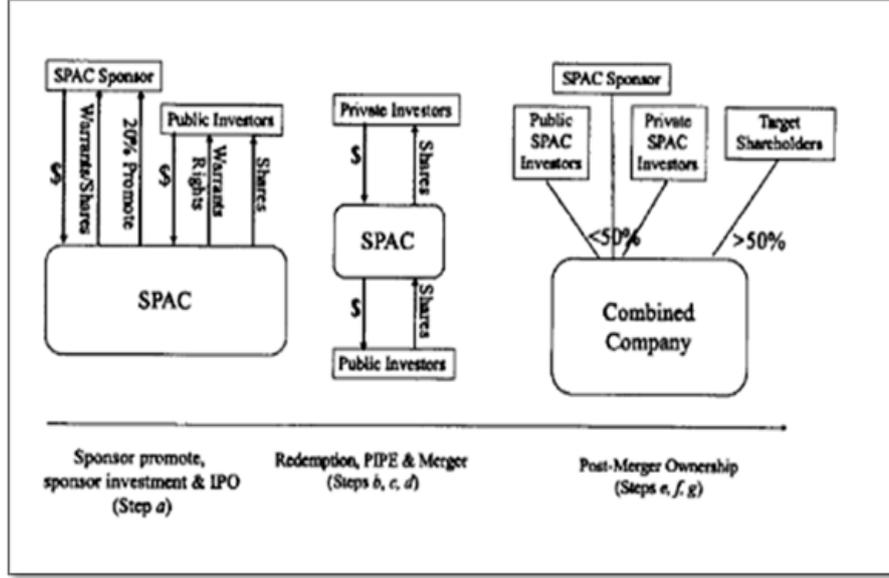


كذلك يوضح الرسم البياني التالي⁽²⁷⁾ دورة حياة شركة SPAC في خطوات تبدأ: (أ) بشراء المستثمرين لأسهم الشركة في الاكتتاب العام لشركة SPAC، كذلك يشتري الرعاة الأسهم وضماناتها المصاحبة، التي غالباً ما تصل إلى ٢٠% من حقوق الملكية في شركة SPAC وتكون بسعر رمزي؛ ثم (ب) خلال عامين تسعى شركة SPAC للدمج مع الشركة الناشئة المستهدفة التي ستتحول من شركة خاصة غير مقيّدة إلى شركة عامة مقيّدة بالبورصة؛ (ج) في هذه المرحلة يحق لمساهمي SPAC استرداد أسهمهم في حالة رفضهم لصفقة الاستحواذ؛ و(د) يقوم الرعاة- سواء بأنفسهم أو من خلال الممولين الإضافيين PIPES- بشراء أسهم المساهمين الراضين لصفقة الاستحواذ، (هـ) إتمام الدمج، (و) يمتلك عادة المساهمون المتبقون في SPAC حصة صغيرة عادةً من حقوق الملكية في الشركة بعد الدمج، و(ز) يمتلك الرعاة والممولون الإضافيون كذلك نصيباً صغيراً مماثلاً من حقوق الملكية للشركة.

(27) Klausner, Michael, et al, "A Sober Look at SPACs", Yale Journal on Regulation, vol. 39, no. 1, Winter 2022, p.239.

دور الشركة ذات الغرض الوحيد للاستحواذ "SPAC" في قيد أسهم الشركات الناشئة في بورصة الأوراق المالية (دراسة مقارنة)

د. إلهام عبد الحليم محمد مبروك



وحيث لم تدخل شركة الـ SPAC بالتشريع المصري بموجب قانون، إنما أدخلت حيز التطبيق بموجب قرار^(٢٨) صادر من الهيئة العامة للرقابة المالية التي كفل لها القانون سلطات لوضع القواعد التنفيذية للتنظيم والترخيص بمزاولة الأنشطة التي تختص الهيئة بالرقابة عليها^(٢٩).

ووفقاً لقرار الهيئة يتضح أنها اعتبرت شركة SPAC شركة تمارس نشاط رأس المال المخاطر تماشياً مع رأي فقهي^(٣٠) بأنها شكلٌ من أشكال رأس المال المخاطر، ورأي آخر^(٣١) بأنها نوع من أنواع صناديق رأس المال المخاطر، لكن يُعاب على قرار الهيئة

^(٢٨) القرار رقم (١٧١) لسنة ٢٠٢١ بتاريخ ١٧/١١/٢٠٢١ بتعديل قرار مجلس إدارة الهيئة رقم (٥٣) لسنة ٢٠١٨ بشأن ضوابط منح الترخيص واستمراره وقواعد تملك أسهم الشركات العاملة في الأنشطة المالية غير المصرفية.

^(٢٩) البند (٢) من المادة السادسة من القانون رقم (١٠) لسنة ٢٠٠٩ بتنظيم الرقابة على الأسواق والأدوات المالية غير المصرفية.

^(٣٠) Rodrigues, Usha. "SPACs and the JOBS Act." Harvard Business Law Review Online, 2012, 2013, HeinOnline, p. 20.

^(٣١) Pandey, Medha, and Adarsh Choubey, "Regulatory Challenges Arising due to the Emergence of Special Purpose Acquisition Companies (SPAC) in the Indian Corporate Environment" International Journal of Law Management & Humanities, 4, 2021, HeinOnline, p.1094.

أنه تجاهل تأصيل النظام القانوني الأمريكي لها على أنها شركة مالية غلافية ليس لها أصول أو خطة عمل محددة عند تأسيسها، كذلك يُعاب على قرار الهيئة بأنه اكتفى بقصر هدفها على الاستحواذ على شركة مستهدفة، وهو بذلك ابتعد عن طبيعة شركة ال-SPAC القائمة على الاندماج العكسي Reverse Merger مع شركة ناشئة مستهدفة قائمة غير مقيّدة لتصبح بعد الاندماج مع شركة SPAC شركة مقيّدة في بورصة الأوراق المالية، وتمارس نشاط الشركة الناشئة المستهدفة وتحمل اسمها، وعلى الرغم من غياب هذا التوضيح بالتعريف الوارد بقرار الهيئة إلا أنه ورد بالقرار ذاته^(٣٢) نصّ يقضي بإتمام الصفقة عن طريق الاندماج في الشركة -ويُقصد هنا الشركة الناشئة المستهدفة- ثم تتحول شركة SPAC من شركة تحتفظ بحصيلة الاكتتاب إلى شركة تزاوّل نشاط الشركة المستحوذ عليها.

ونرى أنّ الهيئة العامة للرقابة المالية تسرّعت بإدخال شركة ال-SPAC ضمن القرار رقم ٥٣ لسنة ٢٠١٨، الذي أثار الكثير من الاستفسارات والتأويل، وأدى ذلك إلى تعديله أكثر من مرة، كما أنّ وصف شركة SPAC بأنها شركة تمارس نشاط رأس مال مخاطر كان وصفاً صحيحاً، ولكن أثار هذا الوصف التساؤل عن أهمية وجودها في ظلّ وجود تنظيم كامل وكيانات تمارس نشاط رأس المال المخاطر، سواء في شكل الشركة المساهمة إذا كان صندوق استثمار ملكية خاصة، أو في شكل شركة توصية بالأسهم إذا كانت شركة تُمارس نشاط الاستثمار المباشر، ويبدو أن المبرر لإصاّقه بنشاط رأس المال المخاطر -وهو ما نقرُّ بأنه يتماشى مع وصفه بالنظم القانونية المقارنة- حتى تستطيع الهيئة وفقاً لصلاحيّتها المنصوص عليها بقانون رقم ١٠ لسنة ٢٠٠٩ بوضوح الأحكام والضوابط بدون الانتظار لصدور قانون ينظم أحكامها أو تنظيمه بموجب تعديل يرد على اللائحة التنفيذية للقانون.

وعلى الرغم من تشابه عمل شركة SPAC مع صناديق رأس المال المخاطر، إلا أنّ هناك اختلافات سنقوم بتوضيحها لاحقاً بالمبحث الثاني الذي يوضح المفاضلة بين الاستحواذ على الشركات الناشئة عن طريق شركة SPAC أو الكيانات التي تمارس رأس المال المخاطر.

(٣٢) المادة الثانية عشر مكرراً (١١) من قرار مجلس إدارة الهيئة رقم ١٧١ لسنة ٢٠٢١.

وبعد بيان التعريفات المتعدّدة لبيان هيكل عمل شركة SPAC- الشركة الغلافية المقيدة- سنجد أنّ الهدف العام والأساسي من وجود الشركة هو الاندماج مع شركة ناشئة غير مقيدة ببورصة الأوراق المالية، وفي نطاق بحثنا لم نجد أن النظام القانوني الأمريكي أعطى عدّة بدائل للاستحواذ على الشركة الناشئة المستهدفة كما ذكرته الهيئة بقرارها^(٣٣) الذي عدّد عدة بدائل للاستحواذ ليشمل: (١) الاستحواذ بنسبة ١٠٠% على رأس المال أو حقوق التصويت ويتبعها الاندماج في الشركة. (٢) الاستحواذ على نسبة مسيطرة من رأس المال أو حقوق التصويت تجاوز النسبة اللازمة لاتخاذ قرار الاندماج المشار إليه بالبند "١"، (٣) الاستحواذ على نسبة تمثل أغلبية مطلقة من رأس المال أو حقوق التصويت.

والحقيقة أنه كان من المستحسن أن تكتفي الهيئة بالبديل الأول فقط؛ وهو ذكر الاستحواذ على نسبة ١٠٠% من رأس مال الشركة الناشئة المستهدفة بحدّ أدنى نسبة ٨٠% من المبالغ الموجودة بحساب حصيلة الاكتتاب بشركة SPAC ليصبحا بعد الاستحواذ شركة واحدة تعمل في ذات نشاط الشركة الناشئة المستهدفة وتختفي من الوجود شركة SPAC، بدلاً من ذكر بدائل أخرى ليس لها محل من التطبيق، وهذا هو الهيكل الأصلي المتبع في بلدة نشأة الشركة بأمريكا، كما أنه لا يثير غموضاً وغمراً في التطبيق، ووجود هذه البدائل هو ما جعل المؤسسات المالية والمستثمرين في مصر يعزفون عن استخدام هذه الآلية في الواقع العملي.

ومن سابق ما ذكر يمكن تعريف شركة الـ SPAC بأنها: شركة مالية غلافية تتراوح مدتها من ١٨ شهراً إلى ٢٤ شهراً، ولها هدف وحيد هو الاستحواذ على/ أو الاندماج مع شركة خاصة ناشئة مستهدفة غير مقيدة أو أكثر، وهي شركة ليس لها أصول أو أموال أو خطة عمل، ويتم تسجيلها لدى البورصة فور تأسيسها بحيث يتم تداول أسهمها بضوابط محددة، وبمجرد اكتمال صفقة الاندماج و الاستحواذ تصبح الشركة الناشئة المستهدفة وشركة SPAC كياناً واحداً أو شركة واحدة مدرجة ببورصة الأوراق المالية، أو تُصَفَى شركة SPAC في حال فوات المدة المحددة وعدم إتمام صفقة الاستحواذ على شركة ناشئة مستهدفة.

^(٣٣) المادة الثانية عشرة مكرراً (٤)، قرار مجلس إدارة الهيئة رقم ١٧١ لسنة ٢٠٢١ المعدل لقرار رقم

(٥٣) لسنة ٢٠١٨.

المبحث الأول

المقارنة بين طرح الشركات الناشئة في البورصة بطريق IPO أو عن طريق

شركة الـ SPAC

المطلب الأول

طرح الشركات الناشئة في بورصة الأوراق المالية بطريق الاكتتاب العام الأول IPO

حيث يجب التفرقة أولاً بين نوعي الطرح العام؛ فأولهما هو Initial Public Offering (IPO)، وهو يعني القيد لأول مرة للشركات ببورصة الأوراق المالية، بينما يُطلق على زيادة رأس مال الشركات المقيدة لأي مرة بعد القيد الأولي مسمًى طرح عام موسمي^(٣٤) Seasoned Public Offering.

وأهمية طرح الشركات الناشئة بالبورصة ترجع إلى أن الشركات الناشئة لها دور مؤثر على المستوى الاقتصادي والاجتماعي لأي دولة، وهو ما صرّحت به ماري إل. شابيرو Mary L. Schapiro رئيسة هيئة الأوراق المالية والبورصات الأمريكية في عام ٢٠١٠، بأن الشركات الصغيرة قد خلقت من ٦٠% إلى ٨٠% من الوظائف الجديدة الصافية في أمريكا خلال السنوات العشر الماضية، وعلى الرغم من أهميتها لا تستطيع الشركات الناشئة الطرح عبر الاكتتاب العام الأولي لعدم قدرتها على تسويق أسهمها وتلبية متطلباته.

كذلك أجرى بنك وادي السيليكون استبياناً لـ ٢٧٠ مديراً تنفيذياً لشركات ناشئة في نهاية عام ٢٠١٢، وأفاد هذا الاستبيان بأن ٣٥% من المديرين التنفيذيين ذكروا أن أكبر تحدياتهم في قيد أسهمهم في البورصة هي البيئة السياسية/ التنظيمية، كما ذكر ٣٦% منهم أن الحصول على تمويل للشركات غير المقيدة بالبورصة هو واحد من أكبر التحديات التي يواجهونها، كما صرح نحو ٨٣% من مديري هذه الشركات الناشئة أن لديهم خططاً لإضافة موظفين جدد إلى فرق العمل في حالة طرح أسهمهم في البورصة في غضون سنة من الطرح، وهو بُعد اجتماعي يجب مراعاته لمساعدة الشركات الناشئة لقيد أسهمها في البورصة^(٣٥).

^(٣٤) محمد عبده محمد مصطفى، تقييم أداء الطروحات العامة الأولية في السوق المصري للأوراق المالية،

المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة، كلية التجارة، جامعة عين شمس، ٢٠٠٧، ص ٢٣١.

^(٣٥) Peck, Ian K, "Where Are the Jobs in the Jobs Act: An Examination of the Uneasy Connection between Securities Disclosure and Job Creation." American University Business Law Review, vol. 4, no. 3, 2015, p. 428.

ومن المعلوم أن الاكتتاب العام الأولي (IPO) يتطلب الالتزام بمجموعة من القواعد واللوائح لحماية المساهمين (وغيرهم من أصحاب المصلحة) ويمكن تقسيم هذه القواعد واللوائح إلى ثلاث فئات: (١) متطلبات الإدراج لتحديد ما إذا كانت الشركة مؤهلة للذهاب إلى الاكتتاب العام؛ (٢) قواعد الإفصاح والشفافية لتزويد السوق بالمعلومات المالية وغير المالية لتعزيز ثقة المستثمرين؛ و(٣) متطلبات حوكمة الشركات، وهذا ما يجعل الاكتتاب العام الأولي IPO مكلفًا ويستغرق وقتًا^(٣٦)؛ ووفقًا للتشريع الأمريكي يجب على الشركات التي تطرح أسهمها في الطرح العام الأولي أن تقوم بملء نموذج S-1 الذي يُعطي نظرة شاملة على الشركة الراغبة في قيد أسهمها لبيان إدارتها ومركزها المالي، وسنجد أن هذه المتطلبات أخف من المتطلبات الخاصة بالاستحواذ العكسي من خلال شركة SPAC^(٣٧).

ووفقًا للتشريع الضريبي يتم تنظيم سوق الطرح العام الأولي في الصين من قبل اللجنة الرقابية للأوراق المالية China Securities Regulatory Commission (CSRC) الشعبية (PRC) Republic of China، كما صدرت قواعد القوائم والقوانين الخاصة بالأوراق المالية على حدة من قبل بورصة شننتشن وبورصة شنغهاي، ووفق هذه التشريعات والأحكام فإن أهم الالتزامات المرتبطة بالطرح العام الأولي هو الالتزام بالإفصاح عن الأسهم، كذلك تتأثر قرارات CSRC بعدد من العوامل؛ مثل: حجم العروض وتنوعها وتسلسلها، والمصدرين والصناعات والتمثيل الجغرافي؛ والسياسات الحكومية والمالية والصناعية؛ وذلك من أجل التأكد من توازن العرض والطلب فيما يتعلق بالطرح الأولي للاكتتابات حمايةً للمساهمين^(٣٨)، ومن الآثار السلبية لهذه

(36) Vermeulen, Erik P.M. "High-Tech Companies and the Decision to Go Public: Are Backdoor Listings Still an Alternative to Front-Door Initial Public Offerings." Penn State Journal of Law and International Affairs, vol. 4, no. 1, 2015, HeinOnline P.425.

(37) Guseva, Yuliya, "When the Means Undermine the End: The Leviathan of Securities Law and Enforcement in Digital-Asset Markets ", Stanford Journal of Blockchain Law & Policy, vol. 5, no. 1, 2022, pp. 6&7.

(38) Yang, Xusheng, "A Perceived Panacea: Will Reforms to Transform China's IPO Approval System into a Registration System Create a Market and Rule-of-Law Based System." International Financial Law Review, vol. 33, no. 5, June 2014, p.20.

التشريعات: وجود عدد أقل من العقوبات فيما يتعلق بالإفصاح بعد الطرح العام الأولي؛ وهو ما شجّع المستثمرين على التصرف بشكل سلبيّ مما أثر على أسواق المال في الصين^(٣٩).

ووفقاً للقانون المصري يُقصد بمصطلح الطرح بالبورصة^(٤٠): "أي عرض لبيع أسهم شركة بالبورصة المصرية، سواء كانت أسهم قائمة أو من خلال زيادة رأس المال أو بغرض توفيق الأوضاع أو لتوسيع قاعدة الملكية"، وحتى نتعرّف لإمكانية طرح الشركات الناشئة (الصغيرة والمتوسطة) للاكتتاب العام الأولي يتعيّن بدايةً أن نتعرّف لمهيتها؛ حيث عرّفت قواعد قيد وشطب الأوراق المالية^(٤١) هذه الشركات بأنها: "الشركات المساهمة التي لا يقل رأسمالها المصدّر والمدفوع عن مليون جنيه، ويقل رأسمالها المصدر والمدفوع عن ١٠٠ مليون جنيه أو ما يعادلها من العملات الأجنبية عند تقديم طلب القيد لأول مرة، ويقل رأس مالها المصدر والمدفوع عن ٢٠٠ مليون جنيه أو ما يعادلها من العملات الأجنبية بعد ذلك.

وإذا نظرنا إلى شروط قيد أسهم الشركات المساهمة عموماً بالبورصة المصرية^(٤٢) سنجد أنّ من بينها متطلبات؛ مثل: ألا يقل عدد المساهمين بالشركة بعد الطرح عن ٣٠٠ مساهم، وأن تقوم الشركة بتقديم القوائم المالية لسنتين ماليتين سابقتين على طلب القيد، كما يجب أن يكون رأس المال المصدّر مدفوعاً بالكامل ولا يقل عن ١٠٠ مليون جنيه مصري أو ما يعادلها من العملات الأجنبية، وكذلك ألا تقل حقوق المساهمين في آخر قوائم مالية سنوية أو دورية سابقة على تاريخ طلب القيد عن رأس المال المدفوع، كذلك يتطلّب تقديم تعهدات بالأقل نقل نسبة احتفاظ المساهمين الرئيسيين بالشركة و/أو

وبلال عبد المطلب بدوي، الالتزام بالإفصاح عن المعلومات في سوق الأوراق المالية، دراسة مقارنة في القانونين المصري والإماراتي، دار النهضة العربية، ٢٠٠٦، ص ٤٣.

(39) Qiu, Qi, "Regulatory Reform in China's IPO Market." Law and Financial Markets Review, vol. 6, no. 5, September 2012, p. 357.

(٤٠) مادة (٤) من قواعد قيد وشطب الأوراق المالية بالبورصة المصرية قرار مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية رقم (١١) لسنة ٢٠١٤.

(٤١) مادة (٤) من قواعد قيد وشطب الأوراق المالية بالبورصة المصرية قرار مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية رقم (١١) لسنة ٢٠١٤.

(٤٢) مادة (٧) من قواعد قيد وشطب الأوراق المالية بالبورصة المصرية قرار مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية رقم (١١) لسنة ٢٠١٤.

من يحلون محلهم من باقي المساهمين بالشركة عن (٥١%) من الأسهم المملوكة لهم في رأس مال الشركة حال توافرها، وإذا كان إجمالي الأسهم المحتفظ بها وفقًا لذلك نسبته أقل من (٢٥%) من أسهم رأس مال الشركة المصدر يتم استكمال نسبة الـ (٢٥%) من مساهمات أعضاء مجلس الإدارة ومؤسسي الشركة أو غيرهم من مساهمي الشركة، ويلزم أن تستمر هذه الشروط لمدة لا تقل عن (٢٤) شهرًا ميلاديًا، وصدور القوائم المالية الدورية عن سنتين مائيتين من تاريخ الطرح بالبورصة أو من تاريخ القيد بالنسبة للشركات التي طرحت أسهمها للاكتتاب العام في سوق الإصدار قبل القيد، على أن يتم الاحتفاظ بالنسبة السابقة ذاتها في أي زيادة لرأس مال الشركة للفترة ذاتها، وألا تقل نسبة صافي الربح قبل خصم الضرائب عن آخر سنة مالية سابقة على طلب القيد عن ٥% من رأس المال المدفوع المطلوب قيده، وأن يكون هذا الربح متولّدًا عن مزاوله الشركة لنشاطها الوارد بنظامها الأساسي.

ومن الملاحظ أنّ جميع الشروط السابق عرضها هي شروط من الصعب على الشركات الناشئة أن تليها لترح أسهمها بالبورصة المصرية، وذلك حتى مع وجود استثناءات من تطبيق الفقرتين (٥) و/ أو (٨) من المادة رقم (٧) من قواعد القيد والشطب، فإن الشركات الناشئة تعجز ولا تقوى على تلبية باقي متطلبات القيد ببورصة الأوراق المالية، ونرى أنه لن يختلف الأمر بالنسبة لهذه الشركات عندما تقرر الهيئة أن تكون مدة القوائم المالية المطلوبة عن آخر ثلاث سنوات بدلًا من سنتين لقياس نسبة صافي الأرباح بحيث لا تقل عن ٥% من متوسط صافي الأرباح السنوية للشركة قبل خصم الضرائب؛ وذلك لعدم وجود ما يضمن أن تقوم الشركات الناشئة بمفردها بتحقيق أرباح في بداية طور تشغيلها وتصل إلى ٥%، لأن المعهود أن هذه الشركات تحتاج إلى ممولين حتى تستطيع توسيع حجم أعمالها بالشكل الذي يحقق لها الأرباح المرتفعة، ومن ثم تستطيع تلبية شروط القيد بالبورصة المصرية المطلوبة في السياق التقليدي لترح الشركات عبر الاكتتاب العام الأولي IPO.

بالإضافة إلى ذلك فإنّ ضرورة احتفاظ المساهمين الرئيسيين بشركة SPAC بعد الاندماج و/ أو من يحلون محلهم من باقي المساهمين بنسبة ٥١% من الأسهم أو حتى نسبة الـ (٢٥%) لمدة سنة بعد الدمج سيكون عائقًا أمام جذب المستثمرين الراغبين فقط في الاحتفاظ بالأسهم لحين تحقيق القيمة المضافة لاستثمارهم، وهوما يترتب عليه أن يكون نطاق مساهمتهم محدودًا دائمًا وفق المعمول به في القانون المصري.

وحيث إنَّ الهيئة راعت ظروف الشركات الصغيرة والمتوسطة؛ حيث تطلب شروطاً أقل إرهافاً من الشروط المطلوبة للشركات المساهمة الأخرى، ومنها: أن يكون عدد المساهمين بالشركة ١٠٠ فقط بدلاً من ٣٠٠ مساهم أو ١٠٠٠ مساهم بحسب ما تقتضيه الأحوال، مع وجود استثناء وهو إمكانية تقديمها لأوراق القيد حتى ولو لم تصدر قوائم مالية إلاّ عن سنة مالية كاملة شريطة تقديمها لخطط عمل لثلاث سنوات قادمة لتحديد الأرباح المتوقعة، على أن تكون معتمدة من أحد الرعاة^(٤٣) أو المستشارين المعتمدين لدى الهيئة، وهذه التقارير وإن لم تكن ملزمة فإنها تجعل الشركات مجبرة على الإفصاح عن الأحداث الجوهرية التي حالت دون تحقيق هذه التوقعات^(٤٤).

ومن أهم الاستثناءات هو جواز موافقة الهيئة والجمعية العامة للشركة على تجاوز شرط الاحتفاظ بنسبة ٥١% من الأسهم المملوكة للمساهمين في رأس مال الشركة، وبتحديدٍ أدنى ٢٥% مع استكمال نسبة ٢٥% من مساهمات أعضاء مجلس الإدارة ومؤسسي الشركة وغيرهم لمدة ٢٤ شهراً من تاريخ القيد إذا كان المشتري للأسهم بنكاً أو شركة تأمين أو صندوق استثمار مباشراً أو أحد الكيانات المتخصصة في الاستثمار أو شخصاً اعتبارياً له خبرة وسابقة أعمال متميزة في مجال نشاط الشركة، ولكن يُعاب على هذا الاستثناء أنه ذكر في عجز هذه الفقرة "وبشرط أن يتعهد بالالتزام بشرط الاحتفاظ حتى نهاية المدة المقررة"، وهذه الفقرة تفرغ الاستثناء من مضمونه؛ فالمدة المقررة للاحتفاظ ٢٤ شهراً، ويفهم من سياق هذه الفقرة الغامضة أن الجهات المستتناة ينبغي عليها أيضاً الالتزام بشرط الاحتفاظ طوال مدة الحظر، وهي سنة بعد اندماج شركة SPAC مع الشركة المستهدفة.

^(٤٣) يكون الراعي مسئولاً عن معاونة الشركة في مرحلة قيد أوراقها المالية، كما يتولى مسؤولية متابعة التزام الشركة بقواعد ومعايير القيد والإفصاح، على أن يستمر الراعي لمدة لا تقل عن سنتين من تاريخ قيد الشركات الصغيرة والمتوسطة ويلتزم خلال هذه المدة بإجراء التغطية البحثية للشركة التي يراها.

^(٤٤) فادي توكل، الرقابة الخارجية لحماية المساهمين في شركات المساهمة، دار النهضة العربية، ص ٢٠١٣، ص ١٣٥.

كذلك شملت قواعد قيد وشطب الأوراق المالية ببورصة الأوراق المالية^(٤٥) طلبات قد لا تستوفيها الشركات الناشئة؛ منها: أن تكون قد تأسست عن طريق طرح أسهمها في اكتتاب عام أو خاص أو طرحت أسهمها لاحقاً من خلال طرح عام أو خاص، وألا يقل رأس المال المصدر والمدفوع للشركة عن مثلي الحد الأدنى لرأس المال الذي لا يقل عن ١٠٠ مليون جنيه مصري أو ما يعادلها من العملات الأجنبية، وكذلك ألا يقل عدد المساهمين بالشركة عن ١٠٠٠ مساهم.

وفي ضوء ما تقدم يتضح أن اندماج الشركات الناشئة مع شركات SPAC - فكرة الاندماج العكسي السابق الإشارة إليها Reverse Merger - سيكون طريقاً سهلاً، خصوصاً وأن غرض شركة SPAC هو غرض عام، ولن يحتاج فترة طويلة لإقرار الاندماج المطلوب؛ لأنها شركة غلافية ليس لها نشاط أو تمتلك أصولاً.

ولنا تعقيب على تطلب الهيئة من جميع الشركات المقيّد لها أوراق مالية بالبورصة المصرية - بما فيها شركة SPAC - القيام بالوفاء بمتطلبات الإفصاح الواردة بالقانون وبقواعد قيد وشطب الأوراق المالية بالبورصة المصرية، وإذا قامت بالاستحواذ أن تُطبق كذلك ما جاء بالمادة (٤٤) من ذات القواعد؛ بحيث يجب أن تُعدّ دراسة للبورصة بالسعر العادل للأصل والأسهم محلّ الاقتناء بواسطة مستشار مالي مستقل من المقيدين بسجل الهيئة ومرفق به تقرير من مراقب حسابات الشركة المقيّدة، وأن تكون هذه الدراسة معتمدة من مجلس الإدارة.

ويرى البعض^(٤٦) أنّ هؤلاء المدققين بإمكانهم تقديم معلومات مفيدة أو مضللة للمستثمرين؛ لذا يُتطلب قانوناً تمتعهم بالحيدة والنزاهة والاستقلال مع ترتيب الجزاء القانوني في حال إتيانهم لأي سلوك مضلل أو احتيالي.

والأمر الذي يثير الدهشة أنّ الهيئة لم تضع أحكام إفصاح خاصة بحيث تراعي حالات الشركات الناشئة الصغيرة والمتوسطة أو حتى خاصة بشركة SPAC؛ حيث تطلّبت الالتزام بالإفصاح من كل الجهات المقيّد لها أوراق مالية بالبورصة، وهذا يعني ضرورة التزام جميع الشركات بمتطلبات الإفصاح الواردة بالمواد ٣٠ و ٣٠ مكرراً و ٣١

^(٤٥) مادة (٨) من قواعد قيد وشطب الأوراق المالية بالبورصة المصرية قرار مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية رقم (١١) لسنة ٢٠١٤.

^(٤٦) Ruoying, Chen, and Saul Levmore. "Legal Institutions and IPO (Initial Public Offering) Puzzles", Peking University Law Journal, vol. 3, no. 2, 2015, p.392.

و ٣٢ و ٣٣ و ٣٤ من قواعد قيد وشطب الأوراق المالية بالبورصة المصرية^(٤٧)، واتجاه الهيئة للأخذ بمبدأ الحيطة الكاملة وفرضها متطلبات إفصاح واحدة على كل الشركات، سواء أكانت شركات ناشئة أم غير ناشئة مطروحة عن طريق الاكتتاب العام الأولي أو عن طريق شركات SPAC، هدفه حماية المستثمرين، على الرغم من ذلك فإن البعض يرى ضرورة تخفيف قواعد الإفصاح بالنسبة للشركات الناشئة لما لها من إسهامات في الاقتصاد الوطني؛ حيث تقوم بتوفير الفرص الوظيفية الجديدة وإدخال التكنولوجيا الحديثة، وهي أهداف اقتصادية واجتماعية يجب مراعاتها أيضًا^(٤٨)، ومن الممكن أن يؤجّل طلب الإفصاحات المفروضة على الشركات الناشئة المطروح لها أسهم في البورصة لمدة، ولتكن خمس سنوات، وتستطيع الهيئة لما لها من سلطة إلزام- أي من الشركة الناشئة المقيدة حديثاً بالبورصة- توفير متطلبات الإفصاح كلها أو بعضها، وذلك على حسب ما تقتضيه الأحوال، وهذا ما تطلبته لجنة SEC عندما أتاحت قيد أسهم الشركات الناشئة وفق قانون JOBS Act مع إعطائها فترة سماح لمدة خمس سنوات كحدّ أقصى^(٤٩)، وبعد فوات هذه المدة تقوم الشركات الناشئة بتلبية كافة متطلبات الإفصاح المفروضة على الشركات المقيد لها أسهم بالبورصة.

وهناك دراسة^(٥٠) تمّت في الولايات المتحدة الأمريكية، وتناولت عدد ٣,٠٨١ من الشركات التي طرحت أسهمها من خلال الطرح العام الأولي (IPO) في الفترة ما بين ١٩٩٦-٢٠١٢ قد انتهت إلى أنّ الشركات التي ظلّت مقيدة في غضون خمس سنوات من تاريخ قيدها هي ٥٥% من إجمالي الشركات ذات رأس المال الصغير، مقارنة بنسبة ٦١% و ٦٧% للشركات ذات رأس المال المتوسط والكبير على التوالي، وغالبًا ما

^(٤٧) المواد (٢٧) و(٢٨) من قواعد قيد وشطب الأوراق المالية بالبورصة المصرية قرار مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية رقم (١١) لسنة ٢٠١٤.

^(٤٨) Peck, Ian K, "Where Are the Jobs in the Jobs Act: An Examination of the Uneasy Connection between Securities Disclosure and Job Creation", Supra, pp.408,418.

^(٤٩) Peck, Ian K, "Where Are the Jobs in the Jobs Act: An Examination of the Uneasy Connection between Securities Disclosure and Job Creation", Supra, p.435.

^(٥٠) Rose, Paul, and Steven Davidoff Solomon, "Where Have All the IPOs Gone: The Hard Life of the Small IPO" Harvard Business Law Review, vol. 6, no. 1, Winter 2016, p.83.

يُشطب قيد الشركات الصغيرة من البورصة إما اختيارًا أو جبرًا، بينما تخرج الشركات الأخرى من السوق العام في الغالب من خلال صفقات الاستحواذ. وحيث تسعى البورصات العالمية إلى توفير مقومات الاستدامة للشركات المطروحة بالبورصة، فهذا ما جعل البورصة المصرية تقوم بالتعاون مع مركز المديرين المصري (EIOD) لتدشين مؤشر ESG EGX/P&S، والغرض من هذا المؤشر هو التركيز على معايير الاستدامة للربط بين المعايير المالية ومعايير الحفاظ على مستويات أداء جيدة لهذه الشركات بعد قيدها بالبورصة، وتُعد مصر من الدول الرائدة التي اهتمت بمعايير الاستدامة وإنشاء مؤشرات توضحها؛ وبهذا فهي تعدُّ ثاني دولة على مستوى الأسواق العالمية بعد دولة الهند^(٥١).

وقد أشار رأي^(٥٢) إلى أن التدخّل الحكومي عن طريق فرض متطلبات إفصاح مُبالغ فيها يمكن أن يحدّ من تشكيل رأس المال والنمو الاقتصادي للشركات الناشئة؛ لأن الشركات الناشئة لا تقوى على توفير هذه المتطلبات ولا تقوى على تسويق أسهمها^(٥٣). وبالمقارنة مع ما هو مطبّق بالولايات المتحدة الأمريكية^(٥٤) سنرى أن هيئة SEC تطلّبت أن يتم الإفصاح عن الشركة الناشئة المستهدفة في حالة الاندماج عن طريق شركة SPAC بعد أربعة أيام عمل من تاريخ الاستحواذ لتوضيح: (العمليات التجارية للشركة الناشئة المستهدفة، وعوامل المخاطرة، والأمور المالية، والممتلكات، والإدارة، والبيانات المالية المدققة، وما إلى ذلك)، وأشار رأي^(٥٥) إلى أن انتشار الاستحواذ العكسي للشركات الناشئة عن طريق SPAC يعتمد على تطلب الهيئات والبورصات

^(٥١) حازم محفوظ محمد نويجي، دور المراجعة الداخلية الحديثة في استدامة الشركات المقيدة بالبورصة، الجمعية العلمية للدراسات والبحوث التطبيقية، مجلة العلوم التجارية والبيئية، م ١، ١٤، ٢٠٢٢، ص١٥٦.

^(٥٢) Peck, Ian K, "Where Are the Jobs in the Jobs Act: An Examination of the Uneasy Connection between Securities Disclosure and Job Creation", Supra, p. 403.

^(٥٣) Tian, Iris. "Disintermediation of the IPO Industry: The Viability of Auctioned IPO as an Alternative under the Changing Underwriting Paradigm." Virginia Law and Business Review, vol. 15, no. 2, Spring 2021, p329.

^(٥٤) Sjostrom, William K. Jr, "The Truth about Reverse Mergers.", Supra, p. 755.

^(٥٥) Vermeulen, Erik P.M, "High-Tech Companies and the Decision to Go Public: Are Backdoor Listings Still an Alternative to Front-Door Initial Public Offerings", Supra, P.443

المقيدة بها لإجراءات إفصاح وتقارير دورية أقل مما تتطلبه بالنسبة للاكتتاب العام الأولي IPO؛ وعليه نأمل أن تقوم الهيئة بإصدار تعديل لقواعد القيد والشطب لتقرير قواعد والتزامات أقل بالنسبة لشركة SPAC خلال وبعد الاستحواذ على الشركة الناشئة المستهدفة.

ورغم تأكيد العديد من الأبحاث على أهمية شركة SPAC في دعم قيد الشركات الناشئة إلا أن البعض رجح كفاءة الاكتتاب العام الأولي IPO على استخدام شركة SPAC؛ حيث أشار إلى أنه على الرغم من انتشار قيد الشركات الصينية الناشئة في بورصة الأوراق المالية بالبورصات الأمريكية عن طريق الاستحواذ العكسي إلا أن هناك دراسة أثبتت أن الشركات الصينية الكبيرة فضلت القيد عن طريق الاكتتاب العام الأولي IPO، ويرجع ذلك إلى أن ٤٢% من الشركات الصغيرة المقيدة عن طريق شركة SPAC تم شطبها خلال أول ثلاث سنوات من تاريخ قيدها بالبورصة، ورتب ذلك إقامة عديد من الدعاوى القضائية؛ حيث أظهرت هذه الشركات الناشئة ضعفاً في السيولة بميزانياتها لانخفاض الأرباح وارتفاع معدل الديون^(٥٦).

المطلب الثاني

استحواذ شركة SPAC على الشركات الناشئة وطرح أسهمها في بورصة الأوراق المالية

بحلول عام ٢٠٠٣، وبعد انفجار فقاعة التكنولوجيا؛ حيث كان رواد الأعمال على علم بأن نشاط الشركات المرتبط (.Com) لا يضمن نجاحها، ويصعب عليهم كشركات صغيرة استقطاب الأموال عن طريق الاكتتاب العام الأولي Traditional IPO، وهو ما دعا إلى عودة ظهور الحاجة إلى شركة SPAC، وقد نتج عن استخدامها مساعدة هذه الشركات الناشئة في الحصول على التمويل عن طريق الاستحواذ العكسي بواسطة^(٥٧) SPAC's IPO، وهناك رأي^(٥٨) أرجع أسباب الارتفاع الكبير في نشاط شركة SPAC في عام ٢٠٢٠ إلى الظروف السوقية غير المؤكدة، وتقليل نشاط

⁽⁵⁶⁾ Vermeulen, Erik P.M, "High-Tech Companies and the Decision to Go Public: Are Backdoor Listings Still an Alternative to Front-Door Initial Public Offerings", Supra, P.432.

⁽⁵⁷⁾ Heyman, Derek K, "From Blank Check to SPAC: The Regulator's Response to the Market, and the Market's Response to the Regulation.", Supra, p. 544.

⁽⁵⁸⁾ Paul, Akanksha Maria. "Jumping into the SPAC Race: Protecting the UK Retain Investor." , Supra, p.35.

دور الشركة ذات الغرض الوحيد للاستحواذ "SPAC" في قيد أسهم الشركات الناشئة في بورصة الأوراق المالية (دراسة مقارنة)

د. إلهام عبد الحليم محمد مبروك

الطروحات العامة الأولية (IPO) ورغبة الشركات الناشئة التي تعمل في مجال التكنولوجيا في طرح أسهمها في بورصة الأوراق المالية؛ فقد قُيد في هذا العام ببورصة أمريكا حوالي ٢٤٨ شركة SPAC جديدة، وهي زيادة تُمثل نسبة ٣٠٠٪ مقارنةً بالعام ٢٠١٩ الذي شهد قيد ٥٩ شركة SPAC فقط، وتواترت زيادتها حتى وصل عدد شركات SPAC المقيدة في عام ٢٠٢١ إلى ٦١٣ شركة^(٥٩).

وتشير التقارير الصادرة من^(٦٠) SPAC Analytics إلى بيان أفضل أداء لشركات SPAC؛ حيث وصل أعلى معدل العائد Unit Return إلى 1095%، وكان أقل معدل Unit Return هو 0.08%، كما لاحظنا من خلال التقارير أن اللجوء إلى الاستحواذ العكسي لطرح الشركات الناشئة أصبح طريقاً موازياً للطرح العام الأولي IPO، وكذلك اتضح أن نسبة الشركات التي أنهت الاستحواذ ضعف نسبة عدد الشركات التي تم تصفيتها لعدم إتمام صفقات الاستحواذ، ويوفر موقع SPAC Analytics تقارير موجزة عن وضع شركات SPACs، وبدراسة عدد ١٣٣٤ شركة SPACs فقد انتهت التحليل إلى تقسيم الشركات بحسب حالتها، ويتضح ذلك من خلال الجدول الآتي:

البيان	العدد	مليون دولار
شركات تبحث عن شركات مستهدفة	٢٠٤	٤٨٠٢٠
شركات أعلنت عن صفقات الاستحواذ	١٩٣	٤٠٩٤٩
شركات أنهت صفقات الاستحواذ	٦٠١	١٤٦٦٨٢
شركات تمت تصفيتها	٣٣٦	٨٩٨٢٢
إجمالي	١٣٣٤	٣٢٥٤٧٤

ولكن ما سبق بيانه فإن الشركات الناشئة تبحث عن شركات SPAC حتى تقوم بإقناعها بالاندماج معها لتصبح شركة مقيّدة بالتبعية، ومن المعلوم أن الجهات الداعمة

(59) Keleher, Samantha K. "SPACs and the Present Regulatory Conundrum." Virginia Law and Business Review, vol. 16, no. 2, Spring 2022, HeinOnline, p363.

(60) See SPAC Antilytic, <http://www.spacanalytics.com> (last visited June 5, 2023).

لإنشاء شركة SPAC دائماً ما تكون البنوك والمؤسسات المالية^(٦١)؛ وقد يرجع ذلك لأنهم القادرون عملياً على الترويج للاكتتاب في أسهم الشركة الناشئة المستهدفة، وهذا الأمر قد لا يكون سهلاً على جميع الشركات الناشئة على الرغم من أن شركة SPAC هي طريق ميسر لتصبح مدرجة في بورصة الأوراق المالية^(٦٢)، وقد أشار رأي^(٦٣) إلى أن شركة SPAC تُقدّم خدمة لمجموعة واسعة من المشاركين في السوق؛ حيث وصفها بأنها: "صندوق للمشاريع الخاصة للقراء"، الذي يوفر فرصة لمستثمرين من الجمهور العام لتمويل فريق إدارة في بحثه عن هدف وتقديم المال له، وهو بمثابة باب خلفي لهذه الشركات للدخول إلى أسواق رأس المال.

ويدل على ذلك ما اتبعته فعلياً الشركات الصينية؛ حيث دخلت حوالي ٢٠٠ شركة في أسواق المال بالولايات المتحدة الأمريكية بطريق الاندماج مع شركة^(٦٤) SPAC، وقد قصدت الشركات الصينية الدخول في السوق الأمريكية بدلاً من السوق الصينية التي أصبحت متشدّدة في فرض متطلبات معقّدة ومطولة للقيّد بالبورصة؛ حيث تستغرق إجراءاتها مدّة تصل إلى ثلاث سنوات^(٦٥).

كذلك يرى البعض^(٦٦) أنّ هناك مستثمرين يرغبون في تضمين محافظتهم لأسهم الإصدارات الجديدة للشركات الناشئة؛ لأنهم غالباً ما يحصلون على هذه الأسهم بأقل من قيمتها الحقيقية عند الاكتتاب مع توقعهم لتحقيق عوائد كبيرة في المستقبل، وتصل نسبة هؤلاء المستثمرين في الولايات المتحدة الأمريكية إلى ١٧٪، وهم أقل بعض الشيء في بعض البلدان، مثل فرنسا؛ حيث تصل النسبة إلى ١٠٪، وتكون أكبر بشكل مذهل في بعض البلدان الأخرى، مثل الهند وماليزيا والمملكة العربية السعودية.

(61) Pandey, Medha, and Adarsh Choube, "Regulatory Challenges Arising due to the Emergence of Special Purpose Acquisition Companies (SPAC) in the Indian Corporate Environment", *Supra*, p.1095.

(62) Smith, David M., et al. "Reverse Mergers and Nanotechnology." *Nanotechnology Law & Business*, vol. 4, no. 1, March 2007, HeinOnline, p. 91.

(63) Paul, Akanksha Maria, "Jumping into the SPAC Race: Protecting the UK Retain Investor", *Supra*, p. 40.

(64) Feldman, David N. "Comments on Seasoning of Reverse Merger Companies before Uplisting to National Securities Exchanges.", *Supra*, p. 141.

(65) Guseva, Yuliya, "When the Means Undermine the End: The Leviathan of Securities Law and Enforcement in Digital-Asset Markets", *Supra*, p. 6

(66) Ruoying, Chen, and Saul Levmore, "Legal Institutions and IPO (Initial Public Offering) Puzzles", *Supra*, p 386.

وأيد البعض وجود شركة SPAC؛ لأن الشركات الناشئة تلجأ لصناديق الملكية الخاصة لتمويلها بدلاً من طرح أسهمها في بورصة الأوراق المالية، وهذا يؤدي إلى عدم استفادة المستثمرين الأفراد من الاكتتاب في رأسمالها وحرمانهم من جني الأرباح^(٦٧)، خاصةً إذا كانت الشركات الناشئة واعدة؛ مثل شركة فيس بوك التي استطاعت أن تمتد وتوسع في نشاطها بعد طرح أسهمها في الاكتتاب العام الأولي في بورصة NASDAQ عام ٢٠١٢^(٦٨).

ويُعدُّ طرح الشركات الناشئة في البورصة طريقاً ميسراً يجعلها قادرة على جذب الغير للتعامل معها؛ كالمستثمرين المحتملين والعملاء والموردين، اعتماداً على أن الهيئات المختصة تطلب معلومات للإفصاح عن الشركات المقيدة بالبورصة للكشف عن أعمالها والأصول والدعاوى القضائية والتعويضات والأداء المالي الحالي والتاريخي وعوامل المخاطر، وكل هذه الإفصاحات تزيد من مصداقية الشركات الناشئة وإدارتها وقدرتها على تقديم خدماتها ومنتجاتها^(٦٩)، كذلك تكون هناك ميزة إضافية للشركات المدرجة في البورصة؛ ومنها شركات النانوتكنولوجي Nanotechnology companies متمثلةً في إمكانية حصولها على بدائل للتمويل مثل الاستثمار الخاص المعروف باسم Private Investment in Public Equity PIPE، كما يمكنها الحصول على تمويل بنكي بشروط أكثر ملاءمة من تلك المتاحة للشركات الخاصة غير المقيدة^(٧٠).

كما أضاف رأي^(٧١) أن في البيئة الاستثمارية الحالية سوقاً ضعيفة جداً للطروحات العامة الصغيرة التي تقل قيمتها عن ١٠٠ مليون دولار، وهو ما يُعدُّ من الحدود المالية المرتفعة جداً بالنسبة لمعظم الشركات الناشئة، وإذا ما نظرنا إلى قرار الهيئة العامة

⁽⁶⁷⁾Tian, Iris, "Disintermediation of the IPO Industry: The Viability of Auctioned IPO as an Alternative under the Changing Underwriting Paradigm", Supra, p. 335.

⁽⁶⁸⁾ Doring, James. "Not Much to like about the Facebook IPO: How Regulation RD Can Help Fix the Waning Confidence of the Reasonable Investor." Duquesne Business Law Journal, vol. 15, no. 1, 2013, p 46.

⁽⁶⁹⁾ Peck, Ian K, "Where Are the Jobs in the Jobs Act: An Examination of the Uneasy Connection between Securities Disclosure and Job Creation", Supra, p. 414.

⁽⁷⁰⁾ Smith, David M., et al, "Reverse Mergers and Nanotechnology", Supra, p. 89.

⁽⁷¹⁾ Smith, David M., et al, "Reverse Mergers and Nanotechnology", Supra, p. 90

للمراقبة المالية^(٧٢) سنجد أنها تطلبت ألا يقل رأس مال شركة SPAC بعد زيادة رأسمالها عن مائة مليون جنيه مصري، وهو رأس مال يفوق قيمة رأس مال الشركة الناشئة المستهدفة؛ وعليه فوجود ذلك الشرط سيحد من قدرة شركة SPAC على الاستحواذ على أي شركة ناشئة يقل رأسمالها عن ١٠٠ مليون جنيه.

كذلك لجأت الشركات الأمريكية الناشئة إلى الاستحواذ العكسي عن طريق شركة SPAC؛ لأن الاكتتاب العام الأولي لا يتوفر للشركات التي نقل قيمتها السوقية عن ١٥٠ مليون دولار، وتزامن ذلك مع تزايد رغبة بعض المستثمرين في الصناديق الاستثمارية للبحث عن عوائد أعلى، في ظل وجود إجراءات تنظيمية تطبقها هيئة الـ SEC للتأكد من زيادة الشفافية والشرعية في استخدام هذه الآلية^(٧٣)، وأضاف رأي^(٧٤) أن أهم ما يميز عملية الاستحواذ العكسي^(٧٥) هو تبادل مساهمي الشركة الناشئة المستهدفة بأسهم في الشركة المقيدة SPAC، وقد يمتلك مساهمو الشركة الناشئة المستهدفة غالبية الأسهم في الشركة المقيدة بالبورصة مما يمنحهم درجة كبيرة من السيطرة على عمليات الشركة المملوكة لهم ابتداءً مع تحمّل تكاليف أقل، والانتهاج منها في وقت أسرع من الاكتتاب العام الأولي IPO.

كذلك أضاف البعض^(٧٦) أن الجميل في الاستحواذ على الشركات الناشئة في الولايات المتحدة الأمريكية عن طريق شركة SPAC هو سهولة وانخفاض سعر عملية الطرح العام لاكتتاب الجمهور؛ وذلك لأن شركة SPAC في الأساس عبارة عن شركة فارغة Shell Company، لذا فإن أية إفصاحات مطلوبة بموجب قانون الأوراق المالية لعام ١٩٣٣ (قانون ١٩٣٣) أو قانون الأسواق المالية لعام ١٩٣٤ تعد ضئيلة وبسيطة، وتنطوي في جوهرها على الإبلاغ عن معدّل العائد الناتج في الحساب الوسيط لشركة SPAC.

^(٧٢) المادة الثانية عشرة مكرراً (١) من قرار مجلس إدارة الهيئة رقم ١٧١ لسنة ٢٠٢١.

^(٧٣) Feldman, David N. "Comments on Seasoning of Reverse Merger Companies before Uplisting to National Securities Exchanges." ,Supra, P. 140.

^(٧٤) Vermeulen, Erik P.M, "High-Tech Companies and the Decision to Go Public: Are Backdoor Listings Still an Alternative to Front-Door Initial Public Offerings",Supra, P.422.

^(٧٥) ويطلق عليها مصطلح: Reverse Merger أو Backdoor listing

^(٧٦) Rodrigues, Usha, "SPACs and the JOBS Act", Supra, p.18.

ويرى البعض^(٧٧) أنّ شركة SPAC وسيلة لطرح الشركات الناشئة في البورصة في مدة لا تتجاوز بضعة أشهر، وهي فترة تقل كثيرًا عن الطرح العام الأولي IPO، علاوة على ذلك ونتيجةً لمرور الاقتصاد العالمي بجائحة كورونا التي كانت سببًا لجعل الأسواق المالية غير مستقرة، فبالتالي يمكن لـ SPACs أن تفتح الباب للشركات الناشئة لمساعدتها على إدراج أسهمها في البورصة، وهو ما سيؤدي إلى زيادة رأسمالها.

كذلك قد تكون شركة SPAC دافعًا لاندماج أكثر من شركة صغيرة ناشئة تعمل في النشاط ذاته، ويكون ذلك عن طريق استحواذ شركة SPAC على هذه الشركات والاندماج معها بموجب صفقة واحدة، وهذا ما نصّ عليه قرار الهيئة^(٧٨) الذي سمح للشركة بالاستحواذ على شركة أو أكثر من الشركات الناشئة المستهدفة، وهذا ما اتبعته المكسيك عند إدخالها للشركة لأول مرة في ٢٠١٧؛ حيث قامت شركة Vista Oile & Gas S.A.B فيستا أويل آند غاز إس أي بي المدرجة في بورصة المكسيك بالاستحواذ على أكثر من شركة تعمل في قطاع الطاقة في أربع دول: المكسيك وكولومبيا والأرجنتين والبرازيل^(٧٩).

وينافس وجود شركة الـ SPAC في الوقت الحالي في أمريكا هو إمكانية طرح الشركات الناشئة في بورصة الأوراق المالية بموجب قانون The Jumpstart Our Business Startups (JOBS) Act الصادر في عام ٢٠١٢، ويوفر هذا القانون الأخير مميزات للشركات الناشئة تتمثل في قلة الإفصاحات المطلوبة وفق قانون الأوراق المالية الصادر عام ١٩٣٣ أو وفق القوانين الفيدرالية بشأن قيد الشركات الناشئة في بورصة الأوراق المالية بالاكنتاب العام الأولي؛ حيث لم يتطلب Act (JOBS) وجود تاريخ تشغيلي للشركات الناشئة^(٨٠)، والهدف الأساسي وراء سن هذا القانون هو إيجاد فرص عمل للأفراد التي فقدت وظائفها بالشركات التي أفلست أو تقلصت نتيجةً للأزمة المالية العالمية عام ٢٠٠٨ عن طريق مساعدة الشركات الناشئة للوصول لرأس المال

⁽⁷⁷⁾ Pandey, Medha, and Adarsh Choubey, "Regulatory Challenges Arising due to the Emergence of Special Purpose Acquisition Companies (SPAC) in the Indian Corporate Environment", Supra, pp. 1107& 1111.

^(٧٨) واردة في تعريف الشركة ذات الغرض الوحيد للاستحواذ - المادة الثانية عشر مكرراً، قرار رقم (١٧١) لسنة ٢٠٢١.

⁽⁷⁹⁾ Alvarez, Alberto, and Moises Gutierrez. "SPACs: A New Financial Instrument Available in Mexico." International Tax Review, vol. 29, no. 5, June 2018, HeinOnline, p. 44.

⁽⁸⁰⁾ Rodrigues, Usha, "SPACs and the JOBS Act", Supra, p. 19.

المستثمر^(٨١)، وأشار رأي^(٨٢) إلى أن طرح الشركات للاكتتاب العام يوفر الاستقرار ويعطي الأمان للموظفين.

ويُعدُّ JOBS Act استثناءً على مهمة اللجنة الأمريكية للأوراق المالية والبورصات (SEC) الساعية لحماية المستثمرين، والحفاظ على أسواق عادلة ومنظمة وفعالة، وتسهيل تشكيل رأس المال؛ لأنه اعتمد على تفضيل تشكيل رأس المال على حماية المستثمرين، وهو ما انتقده البعض لاحتمالية انتشار الغش من جانب الشركات الناشئة، ونتيجة لذلك سيهجر المستثمرون الاستثمار فيها، وبالتالي بدلاً من أنها تزيد من فرص العمل ستؤدي حتمًا إلى المساهمة في البطالة نتيجة لتصفية هذه الشركات بعد فترة قصيرة من طرحها^(٨٣).

وقد أضاف رأي^(٨٤) أنّ الشركات الصغيرة التي طُرحت بالبورصة بالطرح العام الأولي IPO في أمريكا وفق قانون JOBS Act لم يُكتَب لها النجاح؛ لأن القانون لم يوفر الدعم لاستمرار قيد هذه الشركات الناشئة بالبورصة، ويرجع ذلك لأن عملية التسجيل مكلفة وتستغرق وقتًا طويلاً، ولا تستطيع هذه الشركات الناشئة الحصول على رأس مال رخيص من خلال القروض أو أنشطة جمع الأموال التقليدية الأخرى.

وإلى جانب JOBS Act فإنّ الشركات الناشئة غالبًا تُفضل الاستحواذ العكسي عن طريق شركة SPAC بدلاً من اللجوء إلى الطرح العام الأولي IPO الذي لا يكون في أغلب الأحوال خيارًا أمامهم، فعليهم إقناع مؤسسة مالية أو أحد البنوك لكي يقوم باحتضان زيادة رأسمالهم، وبالطبع لا تمتلك هذه الشركات أية مُكنات تُشجّع الكيانات الممولة لمساعدتها على زيادة رأسمالها عن طريق الطرح العام الأولي IPO، وذكر البعض أنّ بعض البنوك أو المؤسسات المالية تقوم بطرح الشركات بعد أن تتحقّق من وجود معايير؛ منها على الأقل أن تحقق الشركات الناشئة المستهدفة: (١) إيرادات

(81) Peck, Ian K, "Where Are the Jobs in the Jobs Act: An Examination of the Uneasy Connection between Securities Disclosure and Job Creation", *Supra*, pp.397,399.

(82) "A Guide to Initial Public Offering - UAE 2020-2021." *Court Uncourt*, vol. 7, no. 10, 2020, p.28.

(83) Peck, Ian K, "Where Are the Jobs in the Jobs Act: An Examination of the Uneasy Connection between Securities Disclosure and Job Creation", *Supra*, pp. 432 & 433.

(84) Rose, Paul, and Steven Davidoff Solomon, "Where Have All the IPOs Gone: The Hard Life of the Small IPO", *Supra*, pp.125&126.

سنوية تبلغ ٢٠ مليون دولار، و(٢) صافي دخل يبلغ مليون دولار، و(٣) "القدرة على تحقيق/ والحفاظ على معدلات نموٍ كبيرة (٢٠% أو أكثر في الإيرادات) خلال خمس إلى عشر سنوات قادمة". وذكرت دراسة^(٨٥) أنّ الشركات الناشئة التي ذهبت إلى زيادة رأسمالها عن طريق الطرح العام عن طريق SPAC IPO كانت أقل ربحية بشكل كبير وتمتلك سيولة أقل في الميزانية^(٨٦).

وإذا ما نظرنا إلى ما تطلّبتّه الهيئة بشأن شركة الـSPAC^(٨٧) سنجد أنّها استثنتها من الشروط المطلوبة لقيد أسهم الشركات ببورصة الأوراق المالية الواردة بالبنود (٥ و ٧ و ٨) من قواعد قيد وشطب الأوراق المالية بالبورصة المصرية، وذلك قبل أن تقوم بزيادة رأسمالها عن طريق الاكتتاب العام و/ أو الخاص خلال ستة أشهر من تاريخ القيد، وتطلّب المشرع ذلك حتى يمهد طريق شركات الـSPAC للتواجد في السوق المالية المصرية بعد مرور الكثير من الشركات بأزمات مالية بعد انتشار وباء كورونا، وتفاقم الأزمة المالية بعد ابتلاء النظم الاقتصادية بالتضخم من جزاء تداعيات الحرب الأوكرانية الروسية، والتذبذب في سعر الدولار الأمريكي، وزيادة نسب الفائدة بالبنوك، كذلك فإنّ الاستثناء من تطبيق الشروط الواردة بالبنود (٥ و ٧ و ٨) هو استثناء خاص بالشركات الناشئة العاملة في المجالات الحديثة العاملة في مجال التكنولوجيا ومجالات الابتكارات (Innovation Companies) فقط، وقد يكون ذلك مرجعه ارتباط الاستحواذ العكسي منذ العمل به بالشركات الناشئة التي تعمل في مجالات حساسة ومتقلبة^(٨٨).

وقد أشار رأي^(٨٩) كذلك إلى أن معظم الاكتتاب العام الأولي IPO في عام ٢٠١٣ كان يخص شركات تمارس أنشطة تكنولوجية حديثة في إنجلترا، ويرى البعض^(٩٠) أنّ

(85) Kimberly C. Gleason, Ravi Jain & Leonard Rosenthal, Alternatives for Going Public: Evidence from everse Takeovers, Self-Underwritten IPOs, and Traditional IPOs 18 (2006), available at <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract id=890714>.

(86) Sjostrom, William K. Jr, "The Truth about Reverse Mergers", Supra, pp. 751,752.

(87) مادة (٧ مكرراً) من قواعد قيد وشطب الأوراق المالية بالبورصة المصرية، قرار مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية رقم (١١) لسنة ٢٠١٤.

(88) Vermeulen, Erik P.M, "High-Tech Companies and the Decision to Go Public: Are Backdoor Listings Still an Alternative to Front-Door Initial Public Offerings", Supra, P.443.

(89) Hodge, Neil, "Inside an IPO." In-House Perspective, vol. 9, no. 3, July 2013, p. 17.

الاستثمار في شركات ناشئة تكنولوجية ترتبط بتعقيدات لأصولها الرقمية التي يصعب تقييمها في بعض الأحيان، والتي لا يفهمها المستثمر العادي والمستثمر المؤهل، ونرى أن هذا الطلب جاء النص عليه على سبيل المثال وليس الحصر؛ حيث ورد بقرار هيئة الرقابة المالية ذاته إمكانية الاستحواذ على مجالات أخرى شريطة الحصول على موافقة الهيئة بعد تقديم المؤسسين/ الرعاة (Sponsors) المبررات المقنعة للاستثمار في هذه المجالات، ونرى أن ذلك سيوسع من مجالات الشركات التي يمكن أن تستهدفها شركات ال-SPAC، ويدل على إمكانية استحواذ شركة SPAC على شركات مستهدفة تعمل في المجال الرياضي^(٩١).

وقد رأى البعض^(٩٢) أن استخدام رأس المال المخاطر في مصر لدعم الشركات الناشئة أياً كان غرضها يستطيع أن يُسرّع من تنفيذ برامج الخصخصة وإيجاد فرص عمل جديدة لاستيعاب الزيادة السكانية السنوية، وإيجاد وسيلة تمويل إضافية وغير تقليدية.

المطلب الثالث

المقارنة بين طرح الشركات الناشئة في بورصة الأوراق المالية

بطريق IPO أو شركة SPAC

من المستقرّ عليه في الولايات المتحدة الأمريكية أن قيد الشركات الناشئة وزيادة رأسمالها عن طريق شركة SPAC أسرع من IPO؛ حيث تستغرق من ثلاثة أشهر إلى أربعة أشهر، بينما يتم القيد عبر الاكتتابات الأولية IPO في فترة أطول تمتد من تسعة أشهر إلى اثني عشر شهراً، كذلك تكون تكلفة الاستحواذ العكسي عن طريق SPAC أرخص؛ حيث تتراوح تكلفته ما بين ٢٠٠ ألف دولار إلى مليون دولار، وهي تكلفة غير مرتبطة بظروف السوق، بينما قد تصل التكاليف المرتبطة بـ IPO إلى ملايين الدولارات،

⁽⁹⁰⁾ Guseva, Yuliya, "When the Means Undermine the End: The Leviathan of Securities Law and Enforcement in Digital-Asset Markets", Supra, p.47.

⁽⁹¹⁾ Browndorf, Chase, "Sacrifice Fly: Advancing MLB Ownership Policies into the Post-COVID Era at the Expense of the Antitrust Exemption." Arizona State University Sports and Entertainment Law Journal, vol. 10, no. 2, Spring 2021, HeinOnline, p.2.

^(٩٢) هاني توفيق، شركات رأس المال المخاطر، سلسلة المنتدى الاقتصادي- اللقاء الثاني: الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية، جامعة الأزهر، مركز صالح عبد الله كامل للاقتصاد الإسلامي، ١٩٩٧، ص١٢٩٧.

وبالطبع تكون أوثق ارتباطاً بظروف السوق وقت طرحها، وقد تُلغى هذه الطروحات قبل إقبالها لتتوقع انخفاض قيمة أسهم الشركات الراغبة في قيد أسهمها في بورصة الأوراق المالية^(٩٣).

وسبب قلة التكلفة والوقت المستهلك لطرح الشركات ببورصة الأوراق المالية عن طريق شركة SPAC مقارنةً بالاكتتاب العام الأولي IPO هو أن شركة SPAC لديها القليل من المعلومات للإفصاح عنها^(٩٤)؛ حيث لا تحتاج إلى تدقيق مالي أو قانوني ولا مروجٍ وضامن اكتتاب وغيرهم من أطراف عملية الطرح العام الأولي، وفي الواقع^(٩٥) فبحلول نهاية الربع المالي الثالث من عام ٢٠٢٠ تمَّ جمع ٥٤ مليار دولار من خلال SPACs المدرجة في الولايات المتحدة؛ حيث بلغ حجم SPACs ما يقرب من نصف إجمالي رأس المال الذي تمَّ جمعه من خلال الطروحات العامة.

ووفقاً للقانون المصري سنجد أن الهيئة تطلبت تقييم الشركات الناشئة المستهدفة عن طريق الاستعانة بأحد المستشارين الماليين؛ وذلك حتى تضمن قدرة الشركات الناشئة المستهدفة على النجاح وتحقيق الأرباح بعد الاستحواذ عليها، وأن تكون قيمة الشركات المستحوذ عليها بنسبة ٨٠% على الأقل من حجم حصيلة الأموال المتاحة^(٩٦)؛ وذلك لتغطية المصروفات الخاصة بالاكتتاب وأتعاب مراقب الحسابات وشركة خدمات الإدارة وأية مصروفات أخرى لاختيار الشركة الناشئة المستهدفة، وقد أشار رأي^(٩٧) إلى أن هذه المصروفات تتراوح ما بين نسبتي ٨% إلى ١٥% من حصيلة الاكتتاب، ووفقاً لظاهر النص الوارد بقرار الهيئة العامة للرقابة المالية يُفهم أن المؤسسين سيتحملون المصاريف اللازمة لتأسيس وترخيص الشركة وأتعاب مراقب الحسابات وأتعاب شركة خدمات الإدارة، مع تحمّلهم كذلك لتكاليف اختيار الشركة الناشئة المستهدفة واتخاذ

⁽⁹³⁾ Feldman, David N. "Comments on Seasoning of Reverse Merger Companies before Uplisting to National Securities Exchanges." *Supra*, P. 141.

⁽⁹⁴⁾ Rodrigues, Usha, and Mike Stegemoller, "Exit, Voice, and Reputation: The Evolution of SPAC.", *Supra*, p. 871. HeinOnline.

⁽⁹⁵⁾ Browndorf, Chase, "Sacrifice Fly: Advancing MLB Ownership Policies into the Post-COVID Era at the Expense of the Antitrust Exemption", *Supra*, p 6.

^(٩٦) المادة الثانية عشرة مكرراً (٨) من قرار مجلس إدارة الهيئة رقم ١٧١ لسنة ٢٠٢١.

⁽⁹⁷⁾ Rader, Bruce, and Shane du Burce. "SPACs: A Sound Investment or Blind Leap of Faith, *Supra*, p. 19.

الإجراءات^(٩٨)، وهناك رأي^(٩٩) أفاد أن من يتحمل المصاريف في نهاية المطاف هم المساهمون الموافقون على صفقة الاستحواذ، وأن الرعاة ومروجي وضامني الاكتتاب وغيرهم من الأطراف المرتبطة غالبًا ما يحصلون على أتعابهم بدون تحمل لهذه المصاريف.

وعلى عكس ذلك، ساق رأي آخر^(١٠٠) أنه لا يمكن القول بأن الاستحواذ على الشركات الناشئة عن طريق شركة SPAC هو دائمًا الأقل سعرًا أو الأسرع في التنفيذ من الاستحواذ عبر الاكتتاب العام الأولي؛ لأن كل صفقة استحواذ أو دمج تعتمد على عدّة عوامل، منها: صعوبة الصفقة وظروف السوق وكفاءة الإدارة، ودلّل على ذلك بأن قيد الشركات في بورصة الأوراق المالية عن طريق الاكتتاب العام الأولي يتم في فترة تتراوح من ١٥ إلى ٢٠ أسبوعًا، وتكون بتلك المدة أسرع من استحواذ شركة SPAC. كذلك أضاف رأي^(١٠١) أنه غالبًا في ظلّ الاكتتابات الأولية IPO تكون قيمة الأسهم المطروحة نشطة وسعرها مرتفعًا مقارنةً بأسهم الشركات الناشئة المقيدة عن طريق شركة SPAC؛ حيث يكون التداول ضعيفًا ويعتمد بشكل أساسي على أداء الشركة الناشئة المستهدفة بعد الاندماج، وأضاف رأي^(١٠٢) أنّ المستثمرين غالبًا ما يكتتبون في الشركات، سواء طرحت أسهمها عن طريق الاكتتاب العام الأولي IPO أو عن طريق شركة SPAC من أجل البقاء لفترة وجيزة وليس من أجل الاستمرار في المساهمة في رأس مال الشركة الناشئة بعد الاندماج.

وهناك ميزة لقيد الشركات الناشئة ببورصة الأوراق المالية، وهي زيادة قدرتها على الحصول على تمويل من البنوك لتوسعة نشاطها أكثر مما لو كانت الشركة غير مقيدة^(١٠٣)، ووضّح رأي آخر^(١٠٤) أنّ الاستحواذ العكسي عن طريق شركة SPAC قد

^(٩٨) المادة الثانية عشرة مكرراً (٥) من قرار مجلس إدارة الهيئة رقم ١٧١ لسنة ٢٠٢١.

^(٩٩) Klausner, Michael, et al, "A Sober Look at SPACs", Supra, p.234.

^(١٠٠) Sjostrom, William K. Jr, "The Truth about Reverse Mergers", Supra, p.751.

^(١٠١) Feldman, David N. "Comments on Seasoning of Reverse Merger Companies before Uplisting to National Securities Exchanges." Supra, pp. 141&142.

^(١٠٢) Passador, Maria Lucia, "In Vogue Again: The Re-Rise of SPACs in the IPO Market", Supra, p.161.

^(١٠٣) Smith, David M., et al, "Reverse Mergers and Nanotechnology", Supra, p. 87.

^(١٠٤) Sjostrom, William K. Jr, "The Truth about Reverse Mergers", Supra, p. 750.

يبدو الأرخص والأسرع لقيد أسهم الشركات الناشئة في البورصة مقارنةً بالاككتاب العام الأولي IPO، لكن في كلا الحالتين ستواجه الشركات الناشئة المستهدفة عيوب القيد في بورصة الأوراق المالية؛ ومنها: زيادة التكاليف، وزيادة التعرض للخسائر، وفقدان المرونة والسرية، واستيفاء إجراءات الإفصاح المطلوبة بحسب كل بورصة مقيدة بها.

وهناك^(١٠٥) من انتهى إلى ضرورة تطبيق اللوائح والمتطلبات المتعلقة بالاككتابات العامة الأولية IPO على شركة SPAC حتى يثق مستثمروها بأنه استثمار مربح، وفائدة تطبيق اللوائح الموحدة سيؤدي إلى اختفاء فكرة أن شركة SPAC هي شركة مخصصة لجلب شركات ناشئة ذات كفاءة واستعداد أقل للتداول ببورصة الأوراق المالية، وأن تطبيق هذه اللوائح الموحدة سيظهر أداء الشركة في الأسواق بشكل عام، وهناك من رأى ضرورة تعزيز دور شركة SPAC في دعم الشركات الصغيرة ومن أجل حماية مستثمرين التجزئة Retail Investor، وهو ما وافقت عليه اللجنة الفرعية للجنة الكونغرس الأمريكي لحماية المستثمرين ورؤاد الأعمال والأسواق المالية US House of Representatives Sub-committee on Investor Protection, Entrepreneurship and Capital Markets، وأعلنت في ٢٤ مايو ٢٠٢١ عن ضرورة تنظيم شركة SPACs بنفس طريقة طروحات الأسهم العامة الأولية IPO.

والتعقيب من جانبنا على ذلك: أن توحيد اللوائح والمتطلبات سيؤدي حتمًا إلى اختفاء الحاجة إلى وجود شركة SPAC، ولعلّ الدليل على ذلك ما خلفه تطبيق قانون JOB Act. في أمريكا، الذي سهّل طرح الشركات الناشئة في بورصة الأوراق المالية وكان سببًا في تراجع الحاجة لوجود شركة SPAC منذ ٢٠١٢ وحتى وقت إعادة انتشارها مرة أخرى مع أزمة كورونا في ٢٠٢٠.

ويرى البعض^(١٠٦) أن الإفصاح الذي تطلّبه القوانين الأمريكية^(١٠٧) من شركة SPAC هو إفصاح محدود مقارنةً بالإفصاح المبالغ فيه المطلوب من الشركات المطروحة عبر الاككتاب العام الأولي، كما أضاف رأي^(١٠٨) أن القواعد واللوائح المنظمة

⁽¹⁰⁵⁾ Keleher, Samantha K, "SPACs and the Present Regulatory Conundrum", Supra, p. 371.

⁽¹⁰⁶⁾ Rodrigues, Usha, "SPACs and the JOBS Act", Supra, pp 17-18.

⁽¹⁰⁷⁾ Securities Act of 1933 (1933 Act) & Securities Exchange Act of 1934 (Exchange Act)

⁽¹⁰⁸⁾ Vermeulen, Erik P.M, "High-Tech Companies and the Decision to Go Public: Are Backdoor Listings Still an Alternative to Front-Door Initial Public Offerings", Supra, P.424

للإفصاح تختلف من دولة إلى أخرى اعتمادًا على الخبرة الفردية لكل دولة؛ فعلى وجه التحديد تقوم بورصة NASDAQ OMX Stockholm باتتبع نظام المراقبة المؤقتة على الشركات الناشئة بعد اندماجها مع الشركات المقيدة لتنبية المستثمرين عن المخاطر وعدم اليقين المرتبط بعملية الاكتتاب.

وأحد أوجه المقارنة بين الطرح عن طريق IPO أو شركة SPAC: دور مروجي وضامني الاكتتاب؛ ففي ظلّ الاكتتاب العام الأولي يتعاضد دوره، حيث يقوم بتسهيل قيد أسهم الزيادة في البورصة وإدارة بيعها في السوق الثانوي، وفي بعض الطروحات تصل نسبة شرائهم للأسهم المطروحة في السوق إلى ١٠٠% للاستفادة من انخفاض أسعار الأسهم المقدّمة لهم من الشركات المصدرة عند الطرح، التي يقومون ببيعها فيما بعد في السوق الثانوية، وغالبًا ما يتم مراجعة هذه الاتفاقيات من قبل الـ SEC في أمريكا^(١٠٩)، وتطلب الهيئة في مصر في بعض الأحيان كذلك مراجعتها قبل الطرح، وغالبًا ما تقوم الشركة المصدرة بخطوة أولى هي عادة التعاقد مع بنك استثماري كضامن اكتتاب رئيس Lead Underwriter، الذي يقوم بالاشتراك مع مجموعة من ضامني الاكتتاب من الباطن والوكلاء A syndicate of underwriters، وفي الطرح العام الأولي يكون للشركات بعد القيد حقّ في استخدام أسهمها في الاستحواذ المستقبلي على شركات أخرى فور غلق باب الاكتتاب.

وبالنسبة للشركات الناشئة تتطلّب الهيئة^(١١٠) ضرورة تعاقد الشركات الناشئة مع الرعاة لتساعدها في قيد أسهمها في البورصة ومتابعة التزام الشركة بقواعد ومعايير القيد والإفصاح لمدة لا تقل عن سنتين، والنهج ذاته تطلّبته الجهة المختصة في الصين China Securities Regulatory Commission (CSRC)^(١١١) بالنصّ على

⁽¹⁰⁹⁾ Corrigan, Patrick M. "The Seller's Curse and the Underwriter's Pricing Pivot: A Behavioral Theory of IPO Pricing", Virginia Law and Business Review, vol. 13, no. 2, Summer 2019, p.345.

^(١١٠) المادة (٩) من قواعد قيد وشطب الأوراق المالية بالبورصة المصرية بموجب القرار رقم ١١ لسنة ٢٠١٤، "... ويكون الراعي مسؤولاً عن معاونة الشركة في مرحلة قيد أوراقها المالية، كما يتولى مسؤولية متابعة التزام الشركة بقواعد ومعايير القيد والإفصاح على أن يستمر الراعي لمدة لا تقل عن سنتين من تاريخ القيد، يلتزم خلالهما بإجراء التغطية البحثية للشركة التي يراها".

⁽¹¹¹⁾ Cohn, Stuart R., and Miao Yinzi. "The Dragon and the Eagle: Reforming China's Securities IPO Laws in the U.S. Model, Pros and Cons." Washington University Global Studies Law Review, vol. 17, no. 2, 2018, p.354.

ضرورة تعاقد الشركات الناشئة مع شركات ضمان الاكتتاب Securities companies، وأطلق عليهم مصطلح "Channel Institutions"، إلى جانب ضرورة وجود اثنين من الأفراد الطبيعيين، وغالبًا ما توفرهم شركات الضمان للعمل كرعاة لضمان جودة عملية الطرح وشروط العرض والإفصاحات، وللتحقق من الإفراط والتوقعات غير المعقولة من قبل الشركات الناشئة.

ولا يمكن القول إنه يمكن الاستغناء نهائيًا عن دور مروجي وضامني الاكتتاب بشأن طرح شركة SPAC؛ لأن وجودهم يسهل مبادلة أسهم الشركة الناشئة المستهدفة بأسهم شركة SPAC، ويحتفظ مساهمو شركة SPAC بأسهمهم في الشركة الناشئة بعد الاندماج^(١١٢).

وقد رأى البعض^(١١٣) أنّ من الجوانب السلبية لوجود ضامن ومروج الاكتتاب هو قيامهم بتحديد سعر للطرح بأقل من القيمة الحقيقية، ثم يقومون بتخصيص وتوزيع الأسهم على أفراد أو أشخاص مرتبطة بهم، وهو ما يعدّه القانون تعارضًا في المصالح، كما يتحكمون في السعر السوقي للسهم بعد الطرح وأثناء التداول من خلال البيع والشراء حسب قوة وضعف الطلب في السوق وتحريكهم لمستثمرين يُطلق عليهم Flippers، وهم يقومون بالبيع والشراء السريع بهدف جني أرباح رأسمالية.

كذلك اتجه رأي^(١١٤) إلى أنّ النسبة التي يحصل عليها مروجو الاكتتاب وضامنوه كأتعاب لا بدّ أن تُحدّد من المبالغ بعد خصم قيمة الأسهم التي استرد أصحابها قيمتها قبل الاستحواذ على الشركة الناشئة المستهدفة، ولكن في النهاية فإنّ جميع الآراء اتجهت إلى أن مروجي الاكتتاب وضامنيه يحصلون على أتعاب أقل في شركة SPAC ممّا لو ارتبطوا بترويج أسهم مطروحة وفقًا للاكتتاب العام الأولي، ولم ينص التشريع المصري على إلزامية وجود المروج شأنه شأن التشريعات المقارنة والتوجه الأوروبي، إلا أنّ وجود المروج أصبح من المسائل الجوهرية التي لا يمكن الاستغناء عنها^(١١٥).

(112) Sjostrom, William K. Jr, "The Truth about Reverse Mergers", Supra, p. 749.

(113) محمد عبده محمد مصطفى، تقييم أداء الطروحات العامة الأولية في السوق المصري للأوراق المالية، مرجع سابق، ص ٢٣٨.

(114) Klausner, Michael, et al, "A Sober Look at SPACs", Supra, p. 250.

(115) ساهر أحمد عبد النافع عبد الله، التنظيم القانوني للطرح الخاص للأوراق المالية، رسالة دكتوراه، كلية الحقوق، جامعة القاهرة، ٢٠١٤، ص ١٥٩.

وبعد استعراض ما سبق فمن الممكن أن نضيف أن شركة SPAC يمكنها مساعدة الشركات الناشئة لتصبح شركات عالمية؛ وذلك بافتراض وجود شركة SPAC مؤسسة خارج مصر، وتقوم بالاستحواذ على شركات ناشئة مصرية، ويترتب على ذلك طرح أسهمها بالبورصات الأجنبية بعد الاندماج، وعلى العكس يمكن تصور اندماج شركة SPAC مؤسسة في مصر مع كثير من الشركات الناشئة المؤسسة في دول أخرى؛ وبالتالي تصبح هذه الشركات مدرجة بالبورصة المصرية، وبدون اللجوء إلى المتطلبات الخاصة بشهادات الإيداع سواء المصرية أو الأجنبية، وذلك سيؤتي ثماره وسيزيد من التعاون في كثير من الأنشطة الاقتصادية التي تحتاج إلى جهود مشتركة من أكثر من دولة، ولكن هذا الأمر يحتاج إلى دراسة أخرى مفصلة تخرج عن نطاق هذا البحث، وقد طبقت كثير من الدول استحواد شركة SPAC العابر للقارات على الشركات، والدليل هو قدرة كثير من الشركات الناشئة الصينية على الدخول في السوق الأمريكية عن طريق الاندماج مع شركات SPAC المقيدة بالبورصات الأمريكية.

المبحث الثاني

الاستحواذ على الشركات الناشئة عن طريق شركة SPAC أو الكيانات التي تمارس نشاط رأس المال المخاطر

يرجع تاريخ الاستعانة برأس المال المخاطر إلى الرياضي والفيلسوف اليوناني طاليس مؤسس علم الهندسة الحديثة، وكان يقول على استخدام القروض لزراعة الزيتون، وهو بذلك يُعدُّ من أوائل المقرضين المخاطرين، وبعد حوالي ٢٠٠٠ سنة قام البحَّاران المغامران (Christophe Colomb & Vasco de Gama) في نهاية القرن الرابع عشر وبداية القرن الخامس عشر بتمويل تجهيز رحلتهم عن طريق رأس المال المخاطر، وكان ذلك بهدف استكشاف آفاق جديدة وواسعة لنشاط التجارة العالمي، ونتج عن هذا الاستكشاف تواتر رحلات التجارة والاستكشافات للبرتغاليين والإسبان، ويرجع الفضل في النشأة الحديثة والمعاصرة لهذا النشاط إلى الجنرال الفرنسي George Doriot صاحب أول شركة متخصصة في رأس المال المخاطر، الذي قام في الخمسينات بتمويل أبحاث للتطوير في الولايات المتحدة الأمريكية عقب الحرب العالمية الثانية لتمويل المنشآت التكنولوجية الناشئة^(١١٦).

^(١١٦) زينب خلفه ساهل، حوكمة الشركات الممولة برأس المال المخاطر: دراسة نظرية للعلاقة بين المخاطر برأس المال/ ميسر، مجلة الباحث الاقتصادي، جامعة سكيكدة، مج ٦، ع ٩، ٢٠١٨، ص ٢٢٩، ٢٣٠.

دور الشركة ذات الغرض الوحيد للاستحواذ "SPAC" في قيد أسهم الشركات الناشئة في بورصة الأوراق المالية (دراسة مقارنة)

د. إلهام عبد الحليم محمد مبروك

وحيث تبدأ دورة حياة الشركات الناشئة بفكرة ثم تتطور وتزيد رأسمالها عن طريق صناديق رأس المال المخاطر أو المؤسسات المالية التي تقدّم لهم المال والخدمات الإدارية، كما تساعد الشركات الناشئة على التوسع وجمع رأس المال عن طريق الاكتتابات العامة الأولية IPO، ورغبةً في خروج المؤسسات المالية المستثمرة تدريجيًا من الشركات الناشئة^(١١٧).

وبعد دخول شركة SPAC أصبحت الفرصة أمام الشركات الناشئة لقيد أسهمها ببورصة الأوراق المالية أسرع وأقل تكلفة، وعلى الرغم من ذلك لم يدرك المستثمرون المؤهلون أو غير المؤهلين أهمية شركات SPAC وكيفية استخدامها منذ تاريخ دخولها في مصر في عام ٢٠٢١؛ لذلك سنقوم بدراسة أهم التفاصيل الخاصة بصناديق رأس المال المخاطر، وكذلك شركات الاستثمار المباشر كآليات موجودة بالفعل في النظام القانوني المصري وتمارس نشاط رأس المال المخاطر وتمول الشركات الناشئة، وبعدها سنقوم بمقارنة هذه الآليات مع شركة SPAC في هذا المبحث.

المطلب الأول

الأشكال القانونية لمزاولة نشاط رأس المال المخاطر لمساعدة الشركات الناشئة

رَكَزَت ثورة الاقتصاد الحديثة على التكنولوجيا الحيوية في بداية الألفية، وكان ذلك سببًا لانعاش نشاط رأس المال المخاطر، الذي يمكن ممارسته من خلال مؤسسات لها طابع تمويلي تشاركي، وتعتبر الوكالة الأساس النظري لتنظيم العلاقة القانونية والمالية المرتبطة بهذا النشاط، وهو يُعدُّ خيارًا تمويليًا إستراتيجيًا للمشروعات الاستثمارية ذات درجة المخاطرة المرتفعة؛ بحيث تعجز البنوك التقليدية عن تمويلها، ونشاط رأس المال المخاطر عَيْرٌ معنِيٌّ فقط بالتمويل بل أيضًا بتقديم خدمات المتابعة والمراقبة للنشاط الممول للتأكد من استمراره ونجاحه، ومن أجل حماية أموال المستثمرين^(١١٨).

ويزاوِل نشاط رأس المال المخاطر وفقًا للقانون المصري كلُّ من صناديق الملكية الخاصة، وتؤسس في شكل الشركة المساهمة وشركات الاستثمار المباشر التي تؤسس في شكل شركة التوصية بالأسهم، وحتى نتعرف على الفرق بين هذه الكيانات وشركة SPAC الذي أجاز قرار^(١١٩) مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية مزاولتها لنشاط

(117) Vermeulen, Erik P.M, "High-Tech Companies and the Decision to Go Public: Are Backdoor Listings Still an Alternative to Front-Door Initial Public Offerings", Supra, P.425.

(118) زينب خلفه ساهل، حوكمة الشركات الممولة برأس المال المخاطر: دراسة نظرية للعلاقة بين المخاطر برأس المال/ ميسر، مرجع سابق، ص ٢٢٦، ٢٤٣.

(119) قرار مجلس إدارة الهيئة رقم (١٦٤) لسنة ٢٠٢١ الصادر بتاريخ ١٠/٣١/٢٠٢١ بشأن الترخيص لشركات رأس المال المخاطر بمزاولة نشاط الشركات ذات غرض الاستحواذ.

رأس المال المخاطر المنصب على مشاركة مستثمرين يتمتعون بخبرات اقتصادية وتكنولوجية مع أصحاب مشروعات غير مقيدة ببورصة الأوراق المالية، ومن ثم زيادة حقوق المساهمين في هذه الشركات بهدف تحقيق قيم مضافة^(١٢٠) تنتج عند تنازلهم عن حصتهم في المشروع وخروجهم منه، وفي الغالب يمارس النشاط صندوق التوسع في المشروعات LBO leveraged-buyout وهو أحد أشكال صناديق الملكية الخاصة، ويكون هدفه الاستحواذ على مشروع قائم بالمشاركة في رأسماله بهدف تنميته^(١٢١).

وتُعرّف صناديق الملكية الخاصة بأنها: صناديق مغلقة يتم طرح وثائقها طرّاً خاصّاً، ويجوز قيدها في بورصة الأوراق المالية، كما يكون استثمار أموالها في أوراق مالية مقيدة أو غير مقيدة، ولا يجوز لها استثمار ما يزيد على (٢٥%) من صافي أصول الصندوق في شركة واحدة، ومع ذلك يجوز للصندوق خلال السنة الأولى من تأسيسه أن يستثمر ما يزيد على النسبة المذكورة بشرط أن يكون ذلك تطبيقاً لسياسة استثمارية تؤدي إلى تنويع المحفظة في نهاية السنة الأولى.

وتلجأ المشروعات والشركات الناشئة التي تُدرّ دخلاً لصندوق leveraged-buyout كأحد أنواع صناديق رأس المال المخاطر؛ لأنها لا تمتلك مُكنات الاقتراض من البنوك كذلك ليس لديها المقومات لاستيفاء شروط القيد ببورصة الأوراق المالية، وغالبًا ما تساعد صناديق LBO leveraged-buyout المشروعات والشركات الناشئة لإتمام قيد أسهمها ببورصة الأوراق المالية، ثم بعد ذلك تقوم بالتخارج ببيع الأسهم المملوكة لها في الشركة الناشئة أو المشروع، وبهذا تحصل على السيولة للدخول في مشروعات أخرى لتحقيق قيم مضافة أخرى.

كما يُعرّف نشاط الاستثمار المباشر بأنه: أحد طرق التمويل للشركات، وقد أُدرج مؤخرًا بالقرار الوزاري رقم ١١٣ لسنة ٢٠١٨؛ ووفقًا لهذا القرار يتم تأسيس شركة الاستثمار المباشر في شكل شركة التوصية بالأسهم، ويكون غرضها الأساسي الحصول على التمويل من قبل مستثمرين أفراد أو مؤسسات، بهدف إنشاء أو التوسع في عمليات الإنتاج أو الأنشطة للشركات محلّ التمويل، ثم بيع هذه الحصة أو الشركة الممولة بعد مدة يتم تحديدها وفقًا لإستراتيجية شركة الاستثمار المباشر بعد تحقيق القيمة المضافة لها، علمًا بأن غرض الشركة قد ورد بالمادة الأولى من القرار الوزاري على النحو الآتي:

(١٢٠) الفرق بين قيمة حصة رأس المال الخاص المستثمر في المشروع والقيمة التي يتم بيع هذه الحصة فيما بعد عند التخارج.

(١٢١) أ.د. سامي عبد الباقي أبو صالح، صناديق استثمار الملكية الخاصة: التمويل من المهد إلى اللحد، القاهرة: دار النهضة العربية، ٢٠١٢، ص ١٦ و ٣٧.

"١-...، ٢-...، ٣-...، ٤-... - غرض الشركة مزاوله الاستثمار المباشر من خلال استثمار أموال الشركة في أوراق مالية مقيّدة أو غير مقيّدة بجدول البورصات أو حصص في شركات توصية بسيطة، ويجوز أن يتضمّن غرض الشركة مزاوله نشاط رأس المال المخاطر".

وجدير بالذّكر أنه حتى تاريخه لم تعط الهيئة العامة للرقابة المالية ترخيصًا بتأسيس شركة توصية بالأسهم غرضها نشاط الاستثمار المباشر، وفي حالة الترخيص سيتم التأسيس وفقًا لنموذج العقد والنظام الأساسي لشركات التوصية بالأسهم المؤسّسة وفقًا لقانون ١٥٩ لسنة ١٩٨١ الصادر من الهيئة العامة للاستثمار مع توفيق أحكامه لتتناسب مع أحكام قانون سوق رأس المال ولائحته التنفيذية والقرارات الصادرة في هذا الشأن.

وإضافة إلى ما سبق فإنّ شروط وأحكام تأسيس شركة التوصية بالأسهم التي تزاوّل نشاط الاستثمار المباشر كما جاء بالقرار الوزاري وقرار مجلس إدارة الهيئة رقم ١٤٩ لسنة ٢٠١٨ هي على النحو التالي: (١) أن تؤسّس في شكل شركة توصية بالأسهم محدّدة المدة، (٢) ألا يقل رأس مال الشركة المصدر والمدفوع عن ١٠ ملايين جنيه، ولا تقل حصة الشريك المتضامن عن نصف في المائة من حصة الشركاء المساهمين في رأس المال، (٣) أن يتم طرح رأس مال الشركة (فيما عدا حصة الشريك المتضامن) طرحًا خاصًا للمستثمرين المؤهلين من أفراد وشخصيات اعتبارية ومؤسسات مالية مصرفية وغير مصرفية بموجب مذكرة معلومات، (٤) أن تحدد مذكرة المعلومات نسب الاستثمار ومجالاته والحدّ الأقصى لنسبة الاستثمار في شركة واحدة والأحوال التي يجوز فيها الاستحواذ على حصص الأغلبية في شركة أو أكثر، كما تحدد مذكرة المعلومات مدى جواز تجاوز نسبة الاستثمار في شركة واحدة في بداية الاستثمار، (٥) يُشترط لمنح الترخيص لشركة الاستثمار المباشر مراعاة المتطلبات السابقة وأحكام المادة ٢٩ من قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢^(١٢٢)، ويُصدر مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية نموذج الترخيص متضمّنًا المتطلبات الأخرى للترخيص وبيانات

^(١٢٢) ووفقًا لهذه المادة يشترط لمنح الترخيص للشركات العاملة في مجال الأوراق المالية أن تزاوّل نشاطًا أو أكثر من الأنشطة المبيّنة في المادة (٢٧) من قانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٨١، وتتضمّن هذه المادة نشاط رأس المال المخاطر، وهو النشاط الذي تزاوله كلّ من شركات الاستثمار المباشر وفق قرار مجلس إدارة الهيئة رقم ١١٣ لسنة ٢٠١٩، وكذلك شركة SPAC وفق قرار مجلس إدارة الهيئة رقم ١٧١ لسنة ٢٠٢١.

القيد في السجل المخصص لقيد شركات الاستثمار المباشر بالهيئة، (٦) يتولى إدارة الشركة واستثماراتها الشريك المتضامن أو الشركاء المتضامنون (مدير الاستثمار)^(١٢٣) حسب الأحوال.

المطلب الثاني

مقارنة استحواذ الكيانات التي تمارس نشاط رأس المال المخاطر وشركة الـ SPAC

نظرًا لمزاولة نشاط رأس المال المخاطر من خلال عدّة كيانات في جمهورية مصر العربية لذا فهناك أوجه تشابه وأوجه اختلاف سنقوم بتوضيحها في هذا المطلب بين شركة SPAC وهذه الكيانات، التي تتمثل في: صناديق الملكية الخاصة وشركات الاستثمار المباشر.

أولاً: أوجه التشابه:

تبدأ عملية تمويل الشركات الناشئة بمناقشات أولية بينهم وبين كلٍ من صناديق رأس المال المخاطر^(١٢٤) وإدارة شركة SPAC، ومن الممكن توقيع خطاب نوايا^(١٢٥) لتوضيح كل الجوانب القانونية والمالية والاقتصادية التي يتم إعدادها بناءً على دراسة

^(١٢٣) يجب أن يتوفر في المدير المسؤول (الشريك أو الشركاء المتضامنين) في الشركات التي يرخص لها بنشاط الاستثمار المباشر: (١) خبرة لا تقل عن خمس سنوات في أعمال التمويل وأسواق الأوراق المالية وإدارة المؤسسات المالية، وتخفيض هذه المدة إلى أربع سنوات بالنسبة لمن اجتازوا بنجاح الدورات التدريبية في مجال أسواق الأوراق المالية التي تعتمدها الهيئة، (٢) أن يتوفر في مديري الشركة خبرة لا تقل عن أربع سنوات في أعمال التمويل وأسواق الأوراق المالية وإدارة المؤسسات المالية (وفق قرار ١٤٩ لسنة ٢٠١٨ تكون المدة خمس سنوات وتُخفّض إلى أربع سنوات لمن اجتازوا الدورات)، وتخفيض هذه المدة إلى ثلاث سنوات بالنسبة لمن اجتازوا بنجاح الدورات التدريبية في مجال أسواق الأوراق المالية التي تعتمدها الهيئة، (٣) ما يفيد عدم صدور أحكام جنائية أو إفلاس للسادة المديرين المسؤولين.

^(١٢٤) أ.د. سامي عبد الباقي أبو صالح، صناديق استثمار الملكية الخاصة: التمويل من المهد إلى اللحد، مرجع سابق، ص ١٧٦.

^(١٢٥) ولا يكون لخطاب النوايا التزام بين الطرفين، ويقتصر أثره على مواصلة التفاوض بحسن نية بقصد التوقيع على الاتفاق النهائي لتنفيذ عملية التمويل، ومن الممكن ترتب المسؤولية التقصيرية في حال قطع التفاوض بشكل يتنافى مع حسن النية والأمانة في التفاوض، مشار لذي: أ.د. سامي عبد الباقي أبو صالح، صناديق استثمار الملكية الخاصة: التمويل من المهد إلى اللحد، مرجع سابق، ص ١٨٥.

الـ Business Plan الذي تُعدُّه الشركات الناشئة الراغبة في النمو وزيادة رأسمالها، ويتشابه دور صناديق رأس المال المخاطر مع شركة SPAC وفقاً للنظام القانوني الإنجليزي؛ حيث لم يستلزم المشرع ضرورة الحصول على موافقة مساهمي الشركة على الاستحواذ على الشركات الناشئة المستهدفة في شركة SPAC، شأنها شأن صناديق الملكية الخاصة.

كذلك يتشابه صندوق الملكية الخاصة مع شركة SPAC في أنَّ كليهما يؤسَّس في شكل الشركة المساهمة، كذلك يُشترط لمزاولة الآليتين لنشاطهم الحصول على ترخيص بممارسة نشاط رأس المال المخاطر، وهو أحد الأنشطة المنصوص عليها في قانون سوق رأس المال^(١٢٦)، وأن يكتب في رأس المال بالكامل، وألا يقل المبلغ المطلوب لتأسيس الشركة عن عشرة ملايين جنيه مصري بالنسبة لشركة SPAC، وبالنسبة لصناديق الملكية الخاصة لا يقل عن خمسة ملايين جنيه مصري.

وحيث تسعى كلا الآليتين لتمويل مشروعات رأس المال المخاطر، وهي مشروعات تتميز بقلّة حقوق المساهمين وضعف رقم الأعمال وغياب التاريخ التشغيلي الطويل، مع وجود خطر متمثل في احتمالية عدم قدرة هذه الشركات الناشئة على النمو والاستمرار بعد طرح أسهمها ببورصة الأوراق المالية، وغالبًا ما تكون هذه المشروعات مرتبطة بالتكنولوجيا والمشروعات الابتكارية.

ومنذ البداية يوضح صندوق الملكية الخاصة الخطة الاستثمارية في نشرة الطرح، وعلى العكس نجد أن الهيئة لم تطلب من الرعاة تحديد الخطة الاستثمارية عند تأسيس شركة SPAC، ولكنها تطلبت أن يتم إيضاحها عند الاكتتاب في زيادة رأسمالها في نشرة الطرح^(١٢٧)؛ وذلك يتماشى مع ما قضى به المشرع الأمريكي الذي فرض على رعاة شركة SPAC القيام بملء نموذج 8-K للإفصاح عن كافة المعلومات المرتبطة بالشركة الناشئة المستهدفة لتكون واضحة أمام المساهمين الذي يملكون حقَّ مناقشة صفقة الاستحواذ والاسترداد في حال عدم موافقتهم عليها Voice and Exit، ولتقليل خطر تصفية شركة SPAC الناشئ عن انسحاب المساهمين الراضين لصفقة الاستحواذ.

^(١٢٦) المادة (٢٧) من قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢.

^(١٢٧) المادة الثانية عشر مكرراً (١) من قرار مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية رقم ١٧١ لسنة

كما يتطلّب الاستحواذ على الشركات الناشئة- سواء عن طريق شركة SPAC أو عن طريق صندوق الملكية الخاصة- ضرورة قيام مديري الكيانين بإجراء التدقيق المالي والقانون Financial and Legal Due Diligence قبل الاستحواذ؛ وذلك للوقوف على المركز القانوني والمالي للشركة الناشئة وللوصول للقرار الاستثماري الصائب؛ حتى لا يتعرض المستثمرون في كلا الكيانين للخسارة جزأً الاستحواذ على شركات ضعيفة، إلى جانب أن هذا التدقيق سيُظهر مدى صحة المعلومات الواردة في الـ Business Plan المقدمّة من الشركات الناشئة لإقناع مديري الكيانين بالمشاركة.

تطلّب قرار الهيئة^(١٢٨) ضرورة تعاقد شركة SPAC مع شركة خدمات الإدارة، وهو ذات المطلب الذي أقرّه المشرع بالنسبة لصناديق الملكية الخاصة، ويتعيّن على شركات خدمات الإدارة بموجب قرار الهيئة أن تقوم بحساب صافي قيمة أصول الشركة بالقيمة الدفترية والإفصاح عنها يوميًا؛ وفقًا لقواعد الإفصاح المعمول بها في شأن الشركات المقيد لها أوراق مالية بالبورصة المصرية.

وفي ضوء ما ورد بالتشريعات المقارنة وفي حدود البحث المائل لم نجد مثل هذا الالتزام مطلوبًا من شركة SPAC ولا نجد أيّ مبرر لطلب الهيئة لوجودها، ومرجع ذلك واضح من تعريف شركة SPAC الوارد بالتشريعات المقارنة والفقّه بأنها شركة فارغة ليس لها تاريخ تشغيلي ولا تمتلك أصولًا أو موظفين وغرضها الوحيد هو الاستحواذ؛ وبالتالي فما هي الأصول التي يتعيّن على شركات خدمات الإدارة تقييمها والإفصاح عنها؟ وكان يتعين استبعاد هذا الطلب في ظلّ خلق قواعد قيد وشطب الأوراق المالية بالبورصة المصرية^(١٢٩) من إقرار التزام كلّ شركة مقيّدة بالتعاقد مع شركة خدمات إدارة، كما أنّ إضافة مثل هذا الالتزام بالنسبة لشركة SPAC يزيد من المصاريف الملقاة على عاتق الشركات الناشئة أو المساهمين؛ لأنّ الرعاة في النهاية لا يتحملونها، وفي النهاية إذا لم تكن هناك ميزات إضافية لشركة SPAC بتقليل مصروفاتها فإنّ الشركات الناشئة ستسعى لطرح أسهمها عن طريق العام الأولي IPO بدلًا من اللجوء للاستحواذ العكسي عن طريق شركة SPAC .

(١٢٨) المادة الثانية عشر مكرّرًا (٦) من قرار مجلس إدارة الهيئة رقم ١٧١ لسنة ٢٠٢١.

(١٢٩) قرار مجلس إدارة الهيئة رقم ١١ لسنة ٢٠١٤ وفق آخر تعديلاته الصادرة في بموجب القرار رقم

١١ لسنة ٢٠٢٣ الصادر في ٢٥/١/٢٠٢٣.

وإذا افترضنا أنّ الهيئة لها مبرر للالتزام بتعاقد شركة SPAC مع شركات خدمات الإدارة؛ لأن للمساهمين الراضين لصفقة الاستحواذ الحقّ في استرداد أسهمهم فإنّ هذا المبرر أيضًا يبتعد عن الحقيقة؛ لأن المساهمين لا يمكنهم المطالبة بالاسترداد بعد الاستحواذ والاندماج مع الشركة الناشئة، فحق المساهم في الاسترداد مرهون بعدم قبوله لصفقة الاستحواذ وليس بقبولها، ثم يرفضها ليسترد أمواله؛ لأنه يستطيع بيع أسهمه من خلال التداول بالبورصة في السوق الثانوي.

ولنا أن نفترض أيضًا أن يكون مبرر الهيئة هو التأكد من قيام شركة SPAC بالإفصاح عن كل المعلومات الدورية والجزئية للحفاظ على حقوق المساهمين تلافياً للغش المرتبط بتاريخها الذي يرجع لشركات الشيك على بياض، إلّا إنّنا نفدّد ذلك الافتراض أيضًا؛ لأن شركة SPAC هو شكل طوى به النظام الأمريكي صفحة الغش التي التصقت بشركات الشيك على بياض، وبدأ الرعاة صفحة جديدة للحفاظ على حقوق المساهمين من خلال شركة SPAC التي طبّقت ما ورد بالقرار ٤١٩ اختيارًا وليس جبرًا.

لذا يتعيّن على الهيئة النص على عدم فرض الالتزام على شركات SPAC بالتعاقد مع شركة خدمات الإدارة وقصر دورها على صناديق الملكية الخاصة، ويجد ذلك مبرّره من تعريف اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال لهذه الشركات^(١٣٠) بأنها: "شركة متخصصة تتولّى احتساب صافي قيمة أصول صناديق الاستثمار المفتوحة والمغلقة وتسجيل عمليات إصدار واسترداد وثائق استثمار الصناديق المفتوحة، وكذلك حفظ مستندات ووثائق أصول الصناديق المغلقة، بالإضافة إلى أغراض أخرى"، فهدف المشرع المصري من وجود هذه الشركة مع صناديق رأس المال المخاطر هو تقديم الخدمات الإدارية لمدير استثمار صندوق الاستثمار؛ كي يتفرغ الأخير للإدارة الفنية لمحفظة الصندوق، وهو المعمول به وفقًا للتشريع الأمريكي، وهو ما يجعلنا ننتهي إلى أن عمل شركة خدمات الإدارة مع شركة SPAC سواء قبل الاستحواذ أو بعده ليس مطلوبًا كما هو الحال بالنسبة لصناديق رأس المال المخاطر.

ومن الأطراف المرتبطة بصندوق الملكية الخاصة وشركة SPAC هو التمويل الخاص في حقوق الملكية الخاصة PIPES وهي عبارة عن صناديق رأس مال مخاطر أو Hedge Funds؛ لأنها القادرة على تحمل المخاطر العالية مقابل تحقيقها للمكاسب المرتفعة في المستقبل، وهو مصدر تمويل حيوي للشركات الناشئة الصغيرة، سواء

^(١٣٠) المادة (١٤١) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢.

طرحت أسهمها من خلال استحواذ صناديق رأس المال المخاطر أو من خلال شركة SPAC، وهو ما يجعل كلا النظامين يفتح الباب أمام هذا التمويل ليساعد الشركات الناشئة على التوسع في أنشطتها ويتحمل بطء تحقيق المكاسب على الاستثمارات؛ لأن غالبًا ما تكون قيمة أسهم الشركات الناشئة بعد طرحها منخفضة نسبيًا وغير سائلة^(١٣١).

أوجه الاختلاف:

يكون هدف الرعاة الدافع لتأسيس شركة SPAC وصندوق الملكية الخاصة هو السعي لتحقيق الربح من خلال تمويل زيادة رأس مال شركة خاصة ناشئة لها قدرة على تحقيق الأرباح في المستقبل، ولكن الاختلاف بينهما يكمن في قدرة^(١٣٢) شركة SPAC على زيادة رأسمالها من خلال الطرح الخاص والعام، بينما تقتصر زيادة رأس مال صندوق الملكية الخاصة على الطرح الخاص على مستثمرين مؤهلين ولا يكون لهذا الصندوق قدرة على طرح وثائقه من خلال الطرح العام^(١٣٣).

وكذلك لا تتوقف الموافقة على الاستحواذ على الشركة الناشئة على قبول المستثمرين في صندوق الملكية الخاصة على عكس ما تطلبه المشرع الأمريكي بشأن شركة SPAC من إلزامية موافقة ٨٠% من مساهمي الشركة على الاستحواذ، ونرى أنه كان يتعين على المشرع الأمريكي أن يطلب أسبابًا مبررة للرفض، وبالنسبة للتشريع المصري فنجد أنه لم يحدد نسبة معينة لموافقة المساهمين بشركة SPAC، بل تطلب الحصول على النسبة القانونية، كما أعطى المساهمين الحق في التخارج من الشركة خلال ثلاثين يومًا من تاريخ التصويت واسترداد مساهمتهم من خلال ثلاث وسائل محددة^(١٣٤).

ونرى أنّ طريقة تخارج المساهم غير الراغب في الاستحواذ لا تُشجع المستثمرين على الاكتتاب في رأسمالها لعدم وضوح متى سيتم تفعيل أيّ من الوسائل الثلاثة المتاحة أمام الشركة لسداد أموال المساهم المنسحب؛ لأن بيع أسهمهم بالبورصة قد لا يوفر لهم الحصول على المبالغ ذاتها التي اكتتبوا بها، ونرى أن الأحسن هو تطبيق ما

(131) Sjostrom, William K. Jr, "The Truth about Reverse Mergers", *Supra*, p.753.

(132) المادة الثانية عشرة مكرراً (١) من قرار مجلس إدارة الهيئة رقم ١٧١ لسنة ٢٠٢١.

(133) Gu'l Okutan Nilsson, "Incentive Structure of Special Purpose Acquisition Companies", Faculty of Law, Istanbul Bilgi University, Istanbul, Turkey, *Eur Bus Org Law Rev* (2018) 19:253–274 <<https://doi.org/10.1007/s40804-018-0105-7>> (23, April 2023).

(134) المادة الثانية عشر مكرراً (٩) من قرار مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية رقم ١٧١ لسنة

نص عليه التشريع الأمريكي الذي يتيح للمساهم غير الراغب أن يسترد أمواله من الحساب الوسيط مضافاً إليه الفائدة على الاستثمار.

ولا يمنع الاندماج العكسي عن طريق شركة SPAC استمرار الإدارة السابقة للشركات الناشئة المستهدفة في إدارة الشركة بعد اندماجها، بينما نجد أن تدخل صندوق الملكية الخاصة في الشركات الناشئة هدفه السيطرة على إدارة هذه الشركات، وأشار رأي^(١٣٥) إلى أنه في الغالب ما يمتلك الصندوق ثلاثة مقاعد في مجلس الإدارة من أصل خمسة مقاعد، وقد يؤدي ذلك إلى استبعاد أصحاب المشروع الأساسيين، كذلك قد يسعى صندوق الملكية الخاصة للحصول على أسهم ممتازة في الشركات الناشئة المستهدفة، وبموجبها يكون له الأولوية في قبض العائد قبل مساهمي الشركات الناشئة.

كذلك من المتصور عدم قدرة صناديق الملكية الخاصة لتقديم تمويل كافٍ للاستحواذ على شركات قائمة ناشئة، وذلك حال زيادة المبلغ المطلوب للاستحواذ على الحد الأقصى لنسبة المساهمة في شركة واحدة؛ وهي نسبة ٢٥% من رأسمال الصندوق، وهذا الحظر ليس مفروضاً على شركة SPAC التي تستطيع الاستحواذ على أي شركة ناشئة بغض النظر عن قيمتها، شريطة وصول رأسمال شركة SPAC بعد زيادة رأسمالها إلى ١٠٠ مليون جنيه مصري كحد أدنى، كذلك نجد أن صندوق الملكية الخاصة يتعين عليه أن يكون رأس ماله خمسين ضعف رأس المال المصدر لشركة الصندوق^(١٣٦)، وهذا الحظر أيضاً لا نراه في شركة SPAC شريطة أن يكون الاستحواذ على شركة أو شركات ناشئة بما لا يقل عن ٨٠% من المبالغ الموجودة بالحساب البنكي لحصيلة الاكتتاب، وأن يتم الاستحواذ في صفقة واحدة.

وإضافة إلى ما سبق تقوم صناديق الملكية الخاصة بالاستحواذ على الشركات الناشئة بموجب صفقات ومعاملات متكررة، وتعتبر سمعة مديري استثمار الصناديق عاملاً حاسماً لجذب الاستثمارات والتأثير عند التعاقد على المستثمرين ليوافقوا على سياسة الصندوق وقدرته على الاستحواذ على الشركات الناشئة بدون الرجوع إليهم. وعلى النقيض، تعتمد شركات SPAC على إتمام صفقة واحدة للاستحواذ على شركة ناشئة مستهدفة أو أكثر، ولا تكون لسمعة إدارة الشركة الأهمية ذاتها بما فيهم الرعاة مقارنةً بمديري استثمار صناديق الملكية الخاصة، إلا إنه لا يمكن إغفال أهمية العلاقات

^(١٣٥) أ.د. سامي عبد الباقي أبو صالح، صناديق استثمار الملكية الخاصة: التمويل من المهد إلى اللحد،

مرجع سابق، ص ٨٦ و ٩٥.

^(١٣٦) المادة (١٤٧) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢.

الاستثمارية القائمة على الثقة بين إدارة شركة SPAC والمستثمرين؛ لأن الرعاة هم الذين أسسوا الشركة وأفصحوا عن كافة تفاصيل سياسة الشركة في نشرة الطرح، والمقصود هنا أنّ علاقة رعاة شركة SPAC بالمستثمرين تكون مقننة مقارنة بصناديق الملكية الخاصة؛ لوجود محددات أساسية مثل: ضرورة بقاء أموال المستثمرين في الحساب البنكي لحصيلة الاكتتاب وبقاء استمرار الرعاة بالشركة بعد الاستحواذ على الشركة الناشئة وفق مبدأ Skin in the game، بالإضافة إلى قدرة المستثمرين على الإعراب عن رفض الصفقة واسترداد ما دفعوه بعد خصم مبالغ متفق عليها، وفي بعض الحالات لجذب المستثمرين، فهناك وعود من الرعاة على إعطائهم أكثر مما دفعوه مقدماً من ضمن الضمانات⁽¹³⁷⁾.

كذلك يكون من آليات تخارج صندوق الملكية الخاصة من المشروعات التي يمولها Call and Put Options، وبموجب هذه الآليات يملك الصندوق خيار البيع Put Option الذي يُمكنه من التخارج من المشروع المستهدف في الوقت وبالسعر المتفق عليه، كذلك يمكن أن يكون للمساهمين القدامى بالشركة الناشئة المستهدفة خيار الشراء Call Option وبموجبه يحقُّ لهم شراء أسهم الشركة الناشئة المستهدفة بعد تمويلها من الصندوق أيضاً في الوقت والسعر المتفق عليه⁽¹³⁸⁾، وسنجد أنه لا يمكن تصور تلك العلاقة بين شركة SPAC والشركة الناشئة المستهدفة؛ حيث يعدّان بعد الاندماج كياناً قانونياً واحداً، ويتملك أسهمه كلٌّ من المساهمين بالشركة الناشئة المستهدفة والمساهمين بشركة SPAC، سواء أكانوا من الرعاة أم المكتسبين وPIPERs؛ وعليه لا يكون لأيٍّ من المساهمين بعد إتمام الاستحواذ سبيلٌ للتخارج من الشركة إلا عن طريق بيع أسهمه ببورصة الأوراق المالية، ولكن هذا لا يمنع من تصور وجود اتفاقيات خاصة بين المساهمين بعضهم البعض، والتي قد تتضمن خيارات الشراء والبيع Call & Put Options.

ويُشكّل أتعاب مديري الكيانيين لمستحققاتهم اختلافاً؛ حيث يحصل مديرو الاستثمار في صناديق رأس المال المخاطر على مستحققاتهم فور تحقق أرباح للصندوق، وقد تصل لنسبة ٢٠%، بينما نجد أن الرعاة القائمين على إدارة شركة SPAC قد يحصلون على مكافأة كبيرة، ولكن شريطة تحقُّق صفقة الاستحواذ على الشركة الناشئة المستهدفة، وقد

(137) Rodrigues, Usha, and Mike Stegemoller, "Exit, Voice, and Reputation: The Evolution of SPACs", *Supra*, pp.867,849&893.

(138) أ.د. سامي عبد الباقي أبو صالح، صناديق استثمار الملكية الخاصة: التمويل من المهد إلى اللحد، مرجع سابق، ص ٢٥٢.

يؤدي ذلك بهم إلى إتمام الاستحواذ بغض النظر عن أداء الشركة الناشئة المستهدفة، وهو ما يمثل خطرًا من المخاطر المرتبطة بشركة SPAC^(١٣٩)، ولكن يحدُّ من ذلك الخطر ما أقره قرار الهيئة^(١٤٠) الذي يتماشى مع ما هو مطبَّق بالنظم القانونية المقارنة؛ وهو عدم اشتراك الرعاة في التصويت على قرار الاستحواذ على الشركة الناشئة المستهدفة، كذلك ضرورة عمل التدقيق المالي والقانوني قبل الاستحواذ لبيان المركز القانوني والمالي الحقيقي للشركة الناشئة المستهدفة وتوقعات أدائها بعد الانتهاء من الاندماج والقيد ببورصة الأوراق المالية.

وهناك رأي^(١٤١) ساق إلى وجود اشتراطات في نشرة طرح شركة SPAC، وبموجبها ربط الرعاة أتعابهم بتحقيق الأرباح وارتفاع سعر سهم شركة SPAC بعد الاندماج، وربط الأتعاب بالأرباح هو ما يطبقه مدراء استثمار صناديق رأس المال المخاطر، وعمومًا فهذا الشرط من الممكن أن يزيد من سعي رعاة شركة SPAC إلى اختيار شركة ناشئة مستهدفة يتقون من ارتفاع قيمة أسهمها بعد الاندماج مع شركة SPAC. وانتهى رأي^(١٤٢) إلى أنّ الرعاة بشركة SPAC يقومون بإدراج كثير من الأحكام والنصوص؛ ومنها على سبيل المثال: الأحكام المتعلقة بتنظيم التعويضات المحفزة، وهذا من شأنه تحقيق الموازنة بين مصالح المديرين ومصالح المساهمين إلى جانب فرض حدٍّ زمني على استخدام المديرين للأموال أسوة بما يتم العمل به في صناديق الملكية الخاصة.

وكان من أهم الاختلافات هو أنّ المساهم في صندوق الملكية الخاصة لا يستطيع التخارج منه بطريق استرداد قيمة مساهمته؛ نظرًا لأنه من الصناديق المغلقة وفق القانون المصري التي تستلزم بقاء المساهم حتى نهاية مدة الصندوق إذا كان غير مقيد، أو عن طريق بيع وثائقه بالبورصة إذا كان مقيدًا، ولكن بموجب قرار الهيئة أصبح من الممكن للمكتتبين استرداد قيمة وثائقهم في حالة الصندوق المغلق، ولكن شريطة موافقة الهيئة على هذا الاسترداد^(١٤٣)، بينما نجد أن الطريق مفتوح أمام المساهم بشركة SPAC لاسترداد قيمة مساهمته حال رفضه للاستحواذ عن طريق بيع أسهمه في البورصة أو

(139) Paul, Akanksha Maria. "Jumping into the SPAC Race: Protecting the UK Retain Investor.", Supra, pp 44&45& 46.

(١٤٠) المادة الثانية عشر مكرراً (٩) من قرار مجلس إدارة الهيئة رقم ١٧١ لسنة ٢٠٢١.

(141) Rodrigues, Usha, and Mike Stegemoller, "Exit, Voice, and Reputation: The Evolution of SPACs", Supra, p.895.

(142) Rodrigues, Usha, and Mike Stegemoller, "Exit, Voice, and Reputation: The Evolution of SPACs", Supra, p.927.

(١٤٣) المادة (١٤١) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال بعد تعديلها بموجب قرار رئيس مجلس الوزراء رقم ٣٤٥٦ لسنة ٢٠٢٢، المنشور بالجريدة الرسمية بالعدد (٣٨) مكرراً (أ).

بيعه لـ PIPES أو شراء الشركة ذاتها لأسهمه التي سُنعت في هذه الحالة أسهم خزينة، وهي فكرة تبدو منطقية وتعطي مهلة للشركة خوفاً من انخفاض رأسمالها بما يؤدي إلى تصفيتها، ولكنها كذلك محدّدة بالنسبة القانونية لقدرة الشركة على شراء أسهمها؛ وهي ١٠%.

والحقيقة أنّنا لا نعرف من أين ستأتي شركة SPAC بالأموال حتى تستطيع شراء أسهم المساهمين المنسحبين؛ فهي شركة فارغة لا تمتلك أي أصول أو تاريخ تشغيلي، وحسباً ما أقرته الهيئة من عدم تطلب بيع الشركة للأسهم المشتراة من مساهميها أو تخفيض رأسمالها بقيمتها خلال مدة السنة مع تطبيق باقي اشتراطات الاحتفاظ بأسهم الخزينة^(١٤٤)، وهناك من اتجه إلى أن مدة السنة مقصورة فقط على اتخاذ الشركة لقرارها بتخفيض رأسمالها إنما لا يوجد حد زمني إذا أرادت تملك الأسهم للعاملين لديها أو بيعها بالسوق الثانوية^(١٤٥)، كما أشار آخر إلى أن شراء الشركة لأسهمها هو أمر محظور إلا إذا كان بحكم قضائي أو إذا كانت الشركة خلفاً عاملاً لذمة مالية^(١٤٦)، وكان القرار لا يعتبر في حكم الغير قيام الشركة بالتصرف في هذه الأسهم لشركة تابعة لها أو خاضعة لسيطرتها الفعلية، وهو ما استنتجته الهيئة بالنسبة لشركة SPAC خشية انخفاض رأس مال الشركة عن الحد الأدنى المطلوب وهو مبلغ ١٠٠ مليون جنيه.

ونرى ضرورة استمرار ذلك الشرط حتى بعد الاستحواذ على الشركة الناشئة المستهدفة، فتخفيض رأس مال الشركة الناشئة سيؤدي إلى تأثر حجم استثمارات الشركة بعد الاندماج سلبياً، ومن المرجح أن شراء الشركة لأسهمها يحوطه كثير من التحفظات؛ لأن الشركاء يلجئون إليه عادة للمضاربة على أسهم الشركة ولدعم أسهمهم المنهارة في البورصة^(١٤٧)، كما أشار رأي^(١٤٨) إلى أنّ الرعاة في بعض الأحيان يستخدمون خيار

^(١٤٤) المادة (٥١) من قرار الهيئة العامة للرقابة المالية رقم ١١ لسنة ٢٠١٤ بموجب التعديل الصادر

بالقرار رقم ١١ لسنة ٢٠٢٣، وتتضح باقي اشتراطات شراء الشركة لأسهمها بالمادة (٤٨) من قانون الشركات رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١.

^(١٤٥) حسين فهمي، التنظيم القانوني لاسترداد وشراء الشركة لأسهمها، دار النهضة العربية، ١٩٩٦، ص ٩٧.

^(١٤٦) عبد الله عمر محمود الذنبيات، الجوانب القانونية للتعامل في أسهم الخزينة (دراسة مقارنة)، رسالة دكتوراه، كلية الحقوق، جامعة القاهرة، ٢٠١٧، ص ١١٩.

^(١٤٧) عبد الله عمر محمود الذنبيات، الجوانب القانونية للتعامل في أسهم الخزينة (دراسة مقارنة)، مرجع سابق، ص ٩.

دور الشركة ذات الغرض الوحيد للاستحواذ "SPAC" في قيد أسهم الشركات الناشئة في بورصة الأوراق المالية (دراسة مقارنة)

د. إلهام عبد الحليم محمد مبروك

شراء الشركة لأسهمها كوسيلة تفاوضية للحصول على تصويت إيجابي من المساهمين الراضين لصفقة الاستحواذ، كما تم الإبلاغ عن حالات حصلت فيها الصناديق الاستثمارية المساهمة في رأس مال شركة SPAC على حوافز إضافية مقابل التصويت بـ "نعم"، ونرى أنّ ذلك قد يؤدي لوجود اتفاقات خاصة مع بعض المساهمين لإنجاح صفقة الاستحواذ، وقد يضر ذلك في نهاية المطاف بحقوق المساهمين الآخرين بالشركة، خاصةً إذا كانوا أقلية.

ومن الاختلافات أيضًا: مدة صناديق الملكية الخاصة، وشركات الاستثمار المباشر التي تمتد إلى ٢٥ سنة، بينما نجد أنّ مدة شركة SPAC هي مدة تتراوح بين ١٨ إلى ٢٤ شهرًا وفقًا للتشريع الأمريكي، والأصل أنّ مدة الشركة ١٨ شهرًا، وتمتد لمدة ستة أشهر أخرى إذا ما تم توقيع خطاب نوايا Letter of Intent مع الشركة الناشئة المستهدفة، وطبقًا لقرار الهيئة العامة للرقابة المالية فإنّ مدة الشركة هي سنتان، وهي مرهونة بإتمام الاستحواذ، ونرى أنّ عدم احتساب فترة الاستحواذ في القرار سيطيل من أجل الشركة.

بينما نجد أنّ النموذج الاسترشادي للنظام الأساسي للشركة الذي أصدرته الهيئة قد ترك تحديد مدة الشركة فارغًا^(١٤٩)، ونرى أنه كان يتوجب أن تحدده بسنتين مع قدرة الهيئة على مدّ هذه المدة إذا تم البدء في إجراءات الاستحواذ على الشركة الناشئة، وهو لا يخالف ما ورد سابقًا بقرار الهيئة الذي أشار إلى أنّ مدة السنتين لا يدخل فيها مدة إجراءات الاندماج^(١٥٠)، إلى جانب الانتهاء من إجراءات قيد الأسهم ببورصة الأوراق المالية، وذلك مقبول في ظلّ بعض الممارسات العملية بالتشريعات المقارنة ببورصة National Association of Securities Dealers Automated Quotations NASDAQ وبورصة نيويورك New York Stock Exchange و NYSE؛ حيث وصلت مدة الشركة إلى أكثر من المدة المحددة لها^(١٥١)؛ لذا يتعيّن على

(148) Rodrigues, Usha, and Mike Stegemoller, "Exit, Voice, and Reputation: The Evolution of SPACs", Supra, p.872.

(١٤٩) المادة الخامسة من نموذج العقد والنظام الأساسي للشركة الاسترشادي، الصادر بقرار رئيس الهيئة العامة للرقابة المالية رقم ٢١٤٨ لسنة ٢٠٢١.

(١٥٠) المادة الثانية عشر مكرراً (٤) من قرار مجلس إدارة الهيئة رقم ١٧١ لسنة ٢٠٢١.

(151) Rodrigues, Usha, and Mike Stegemoller, "Exit, Voice, and Reputation: The Evolution of SPACs", Supra, p.899.

الهيئة أن توضح مدة الشركة بالنظام الأساسي الاسترشادي أولاً، ثم تشترط تعديل النظام الأساسي للشركة بعد الاندماج مع الشركة الناشئة المستهدفة ليتماشى مع نشاطها وقدرتها على الاستمرار للمدة القانونية للشركة التي تمتد إلى ٢٥ سنة.

كذلك يُعدُّ تعارض المصالح المحتمل من المسائل المنظمة بالتشريع المصري والقوانين المقارنة بالنسبة لصناديق الملكية الخاصة؛ حيث وضع المشرع المصري ضوابط تحكم الاستثمارات في الشركات التابعة والشقيقة، أمّا على الوجه الآخر سنجد أن قرار الهيئة خلا من أي ضوابط في شأن تناول تعارض المصالح في شركة SPAC، وقد ذكر رأي^(١٥٢) أنه يمكن الإفصاح في نشرة طرح زيادة رأس مال شركة SPAC عن أي تعارض مصالح محتمل ناشئ عن ارتباط الشركة الناشئة المستهدفة بأي من الرعاة أو من الشريك المتضامن في شركات رأس المال المباشر، وقد حدث ذلك في نشرة اكتتاب بنك Bank St. Telecom Funding Corp، وكان الأخرى على الهيئة أن تصدر قراراً لاحقاً يحدد ضوابط لحصر تعارض المصالح المحتمل في حالة الطرح العام لزيادة رأس المال، وقصر تنظيم مسألة تعارض المصالح تعاقدياً إذا كان الطرح خاصاً.

ونضيف في النهاية بعد بيان أوجه الاختلاف والتشابه بين صناديق رأس المال المخاطر وشركات SPAC أن كلا الكيانين لا يعملان في جزر منعزلة أو من الممكن فصلهم عن بعضهم البعض، أو المقارنة على أهمية وجود أحدهم على حساب الآخر للمشاركة في طرح الشركات الناشئة في بورصة الأوراق المالية أو توسعة استثمارها، وقد أطلق البعض^(١٥٣) على صناديق الملكية الخاصة ورأس المال المخاطر أنهما أقران شركات SPACs، ولا يفوتنا أن ننوه أن كليهما يكمل استثمار الآخر، وسنرى من خلال المباحث التالية أن تكوين شركة SPAC يعتمد على وجود المؤسسات المالية، ومنهم صناديق الملكية الخاصة Private Equity Fund، وصناديق التوسع في المشروع leveraged-buyout LBO و Hedge Funds؛ حيث تؤدي هذه الصناديق عدة أدوار في شركة SPAC؛ فهم الرعاة والمستثمرون و الممولون الإضافيون PIPEs.

(152) Rodrigues, Usha, and Mike Stegemoller, "Exit, Voice, and Reputation: The Evolution of SPACs", Supra, p.904.

(153) Rodrigues, Usha, and Mike Stegemoller, "Exit, Voice, and Reputation: The Evolution of SPACs", Supra, p.865.

المبحث الثالث

حقوق وواجبات الرعاة ومساهمي شركة SPAC والتمويل الإضافي PIPEs

يعدُّ الرعاة والمساهمون والتمويل الإضافي PIPEs من أطراف شركة SPAC، وكذلك يُعدون بمثابة المثلث المترابط؛ فالرعاة هم المؤسسون الذي يقومون بتأسيس الشركة بداية بمبادرة شخصية منهم، ويقومون بدعوة آخرين للمساعدة في تأسيس الشركة والقيام بكافة الإجراءات لقيدها في البورصة، ثم يقومون باتخاذ الإجراءات لزيادة رأس مال شركة SPAC والبحث عن الشركة الناشئة المستهدفة بصحبة المساهمين المكتتبين في الشركة، كذلك يُعدُّ التمويل الإضافي PIPEs من العوامل المهمة لاستمرار شركة SPAC والحفاظ على مبلغ رأسمالها؛ حيث يقومون بتقديم التمويل الإضافي للشركة أو شراء أسهم المساهمين الراضين لصفقة الاستحواذ على الشركة الناشئة المستهدفة، وعليه ففي هذا المبحث سنقوم بدراسة المركز القانوني لكلٍ من الرعاة والمساهمين والممولين الإضافيين من خلال المطالب التالية.

المطلب الأول

حقوق وواجبات (الرعاة) مؤسسي شركة الـ SPAC

يكون رعاة شركة SPAC هم المسؤولون عن الشركة، فهم بمثابة الأمناء؛ لذلك فالثابت بالفقه والقانون محاسبتهم وفق عناية الرجل الحريص^(١٥٤)، ومعيار الرجل الحريص هو المعيار الذي استند إليه القضاء في إصدار أحكامه على مؤسسي الشركات المالية غير المصرفية؛ لأن العمل في مجال الاستثمار في الأوراق المالية يحفُّه الكثير من المخاطر؛ مثل: مخاطر السوق، ومخاطر الأعمال، والمخاطر المالية، ومخاطر القوة الشرائية، ومخاطر معدلات الفائدة، والمخاطر السياسية، ومخاطر الصناعة، ومخاطر الرفع المالي، ومخاطر الرفع التشغيلي، ومخاطر السيولة، ومخاطر الإفلاس؛ وعلى الرغم من توافر المعايير الفنية التي تحكم القرار الاستثماري إلا أن جميع الآراء والنظريات بشأنها انتهت إلى حقيقة واحدة، ألا وهي: أن خبرة الرعاة هي العامل المؤثر في طبيعة الاستثمار؛ حيث يشكل غيابها خطرًا إداريًا يؤدي إلى مخاطر غير منتظمة^(١٥٥)، وعليه فخبيرتهم المهنية المحترفة الحريصة تدفع الاستثمار صوب تحقيق

^(١٥٤) سماح العطا بابكر محمد، مسئولية المؤسس في شركة المساهمة، مجلة الشريعة والقانون، جامعة

إفريقيا العالمية- كلية الشريعة والقانون وكلية الدراسات الإسلامية، ع ٣٥، ٢٠٢٠، ص ١٢٣.

^(١٥٥) "المخاطر غير المنتظمة: هي تلك المخاطر التي ترتبط بالأحداث الداخلية للشركة ولا تشمل بتأثيرها كل السوق؛ أي تظهر بصورة فردية، أمَّا المخاطر المنتظمة: فهي مخاطر ناتجة عن

الأرباح في ظلّ توافر الظروف السوقية، سواء أكانت ملائمة أم غير ملائمة، وفي ظلّ اتباعهم للقواعد المتعارف عليها والمعمول بها محلياً ودولياً؛ وعليه فإذا اتبع الرعاة القواعد المعمول بها في اختيار الشركات الناشئة المستهدفة وترتب على الرغم من ذلك خسارة للمستثمرين فلا جزاء عليهم.

ويكون الغرض من تأسيس شركة SPAC جمع الأموال من أسواق رأس المال العام، وغالبًا ما يكون المخاطبون للاشتراك في الاستثمار هم صناديق التحوط؛ لكون شركة SPAC محفوفة بالمخاطر لعدم وجود أصول أو خطة عمل محدّدة لها، ولكن الآن أصبح الاستثمار في هذه الشركة آمنًا، وذلك بعد توضيح غرضها وهو الاندماج مع شركة ناشئة قائمة وتعمل على أرض الواقع وتحقق نجاحات ولها مستقبل^(١٥٦)، وكذلك لأنها توفر الإمكانية للمستثمرين الأفراد والشركات لاستثمار مدخراتهم في الأسواق العامة^(١٥٧).

وتؤسس شركة SPAC وفق القانون الأمريكي عادةً كشركة مساهمة، يؤسسها مجموعة من المستثمرين المؤهلين؛ حيث يمتلكون في بداية تأسيسها ١٠٠٪ من حقوق المساهمين، كما تكون لهم إدارة الشركة، وذلك خلال فترة البحث عن الشركة الناشئة المستهدفة، كذلك يلتزم المؤسسون بـ (١) تملك ما لا يقل عن ٢٠٪ من رأس مال الشركة بعد الاندماج مع الشركة الناشئة المستهدفة، (٢) تغطية نفقات الشركة من بداية العمل والطرح، (٣) ضمان سداد اكتتابات المستثمرين وزيادة رأس مال شركة SPAC قبل الاندماج، وذلك في حالة انتهاك الحساب الوسيط لصالح دائني الشركة، (٤) الموافقة على شراء عدد محدد من أسهم الشركة بسعر محدد مسبقًا بعد استكمال الطرح العام الأولي، كما يلتزمون بتسجيل أوراق شركة SPAC لدى الـ SEC مع تحديدهم

حوادث تؤثر على السوق بأكمله، وتكون المخاطر المنتظمة مرتبطة بالظروف الاقتصادية والسياسية والاجتماعية"، أ. محمد حنفي محمود محمد، "صنع قرار الاستثمار في صناديق الاستثمار الدولية النشاط العاملة في سوق رأس المال المصري" (رسالة ماجستير غير منشورة، كلية الاقتصاد والعلوم السياسية - قسم الإدارة العامة، جامعة القاهرة، ٢٠٠١)، ص ٩١.

(156) Heyman, Derek K, "From Blank Check to SPAC: The Regulator's Response to the Market, and the Market's Response to the Regulation", *Supra*, p. 532.

(157) Keleher, Samantha K. "SPACs and the Present Regulatory Conundrum", *Supra*, p.374.

دور الشركة ذات الغرض الوحيد للاستحواذ "SPAC" في قيد أسهم الشركات الناشئة في بورصة الأوراق المالية (دراسة مقارنة)

د. إلهام عبد الحليم محمد مبروك

لوصف القطاع المستهدف الذي تعترم الشركة الاستحواذ على الشركات الناشئة المستهدفة فيه^(١٥٨).

وسنجد أنه وفقاً للمعمول به طبقاً للقانون المصري، فإنه يلزم على الرعاة تسجيل شركة SPAC بالبورصة وموافاة الهيئة بأي تعديل يطرأ على الشركة؛ لأنها شركة مقيّد لها أوراق مالية بالبورصة^(١٥٩)، وهو ما يتماشى مع ما تطلبه المشرع الأمريكي من إدخال التعديلات على طلب تسجيل شركة SPAC في حال تحديدها للشركة الناشئة المستهدفة التي ستقوم بالاستحواذ عليها والاندماج معها.

وكنّا نرغب أن توضح الهيئة بقرارها الطبيعية الخاصة لشركة SPAC، التي لا يكون للمساهمين القدامى المتمثلين في الرعاة حقّ الأولوية في الاكتتاب في زيادة رأس مال الشركة كما هو المعمول به طبقاً لقانون الشركات وقرار الهيئة^(١٦٠) أو الحديث عن تنازلهم عن هذا الحق، والحقيقة أنه يفترض استبعاده لأن الرعاة يملكون منذ بداية تأسيس الشركة تقرير نسبة مساهمتهم في الشركة عند تحديدهم لرأس مال الشركة، الذي لا يجب بأي حال من الأحوال أن يقلّ عن عشرة ملايين جنيه مصري بعد الانتهاء من زيادة رأس المال، التي لا يجب أن تقل عن ١٠٠ مليون جنيه مصري.

وقد أصابت الهيئة^(١٦١) عندما أقرت عدم اشتراك الرعاة في التصويت على قرار الاستحواذ على الشركة الناشئة المستهدفة لمنع حدوث أيّ تعارض مصالح، بل وحسناً أنها تزيّدت لمنع أيّ من المساهمين يكون من الأطراف المرتبطة بالرعاة بالتصويت على قرار الاستحواذ كذلك، وهذا الأمر سيجعل الرعاة يفكرون ألف مرة قبل قيامهم بالاستحواذ على شركة ناشئة مستهدفة غير كفاء، كما أن الاستعانة بأحد المستشارين الماليين المستقلين المقيدين لدى الهيئة للقيام بالتقييم المالي وفق المعايير الصادرة من الهيئة تُشكّل ضماناً أخرى من شأنها إزالة أي غموض مرتبط بالمركز المالي الخاص بالشركة

(158) Rodrigues, Usha, "SPACs and the JOBS Act", Supra, p.18.

(١٥٩) وهذا الطلب مذکور بالمادة الأولى والثانية من قرار مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية رقم ١٢١ لسنة ٢٠١٧ بشأن شروط ومتطلبات التسجيل لدى الهيئة للشركات والجهات الراغبة في قيد وطرح أوراقها المالية بالبورصة المصرية واعتماد نشرات الطرح.

(١٦٠) المادة (٥١) من قرار الهيئة العامة للرقابة المالية رقم (١١) لسنة ٢٠١٤ بشأن قواعد قيد وشطب الأوراق المالية بالبورصة المصرية.

(١٦١) المادة الثانية عشر مكرراً (٩) من قرار مجلس إدارة الهيئة رقم ١٧١ لسنة ٢٠٢١.

الناشئة المستهدفة، وهو ما يتماشى مع ما أصدرته Financial Conduct Authority (FCA)^(١٦٢) بإنجلترا من قواعد بشأن شركة SPAC لحماية المساهمين بها^(١٦٣). وتتأسس شركة SPAC بمبادرة من جانب المؤسسين، ويطلق عليهم الرعاة (Sponsors)، وقد عرّفهم قرار الهيئة^(١٦٤) بأنهم: المستثمرون الذي يؤسسون الشركة ذات غرض الاستحواذ، ويكون لهم خبرة واسعة وخلفية بنشاط أو صناعة معينة للشركة أو الشركات المستهدفة بالاستحواذ عليها، وهو أمر لم يتطلبه النظام القانوني الأمريكي الذي تطلب فقط تحديد مجالات الشركات الناشئة المستهدفة التي ستقوم شركة SPAC بالاستحواذ عليها والاندماج معها ليصبحا شركة واحدة، وذلك يبدو منطقيًا في ظل أن شركة SPAC غالبًا ما تنشأ بمبادرة من خبراء تمويل وصناديق رأس مال مخاطر، كذلك لم تتطلب الهيئة البريطانية عند إدخالها لشركة SPAC ضمن نظامها القانوني تحديد مجالات نشاط الشركات الناشئة المستهدفة كالنظام الأمريكي، كما لم تتطلب أن يكون الرعاة أصحاب خبرة في نشاط الشركة الناشئة المستهدفة كما اشترطته الهيئة العامة للرقابة المالية.

ومن الثابت وفقًا لقرار الهيئة اشتراط أن يكون أغلب المؤسسين لشركة SPAC من الأشخاص الاعتبارية أو المؤسسات المالية، فلا بد أن يدخل في أغراضهم وجوهر نشاطهم تأسيس الشركات، والغالب هو اشتغال غرض الشركات في النظام الأساسي على عبارة: "يجوز للشركة أن تكون لها مصلحة أو تشترك بأي وجه من الوجوه مع شركات الأموال التي تزاوّل أعمالاً شبيهة بأعمالها".

لذا تطلب قرار الهيئة ألا تقل مساهمة الأشخاص الاعتبارية عن نسبة ٥٠% من رأس مال الشركة، كذلك ألا تقل نسبة المؤسسات المالية^(١٦٥) و/أو المستثمرين المؤهلين^(١٦٦) عن ٢٥% من رأسمالها^(١٦٧)، وتطلب قرار الهيئة تكوين هيكل المساهمين

^(١٦٢) FCA هي السلطة المسؤولة عن تنظيم ومراقبة الأنشطة المالية في المملكة المتحدة.

^(١٦٣) Revised Listing Rules (n 30), LR 5.6.18A (4) and (5) <https://www.handbook.fca.org.uk> (8 May, 2023).

^(١٦٤) المادة (١١) مكرراً (٢) من قرار مجلس إدارة الهيئة رقم ١٧١ لسنة ٢٠٢١.

^(١٦٥) المؤسسات المالية هي الكيانات القانونية الموضحة بقرار مجلس إدارة الهيئة ٥٣ لسنة ٢٠١٨ بعد تعديله بقرار مجلس إدارة الهيئة رقم ١٤٣ لسنة ٢٠١٨.

^(١٦٦) هم المنصوص عليه بالمادة الرابعة من قرار مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية رقم ٥٣ لسنة ٢٠١٨.

^(١٦٧) المادة الثانية عشر مكرراً ومكرراً (٥) من قرار مجلس إدارة الهيئة رقم ١٧١ لسنة ٢٠٢١.

دور الشركة ذات الغرض الوحيد للاستحواذ "SPAC" في قيد أسهم الشركات الناشئة في بورصة الأوراق المالية (دراسة مقارنة)

د. إلهام عبد الحليم محمد مبروك

بالشركة على هذا النحو الذي انتهى إليه رأي^(١٦٨) اتجه إلى أن أغلب مؤسسي شركة SPAC هم المؤسسات المالية والبنوك، كما يتماشى مع دراسة^(١٦٩) شملت حصر للمساهمين بشركة SPAC بأمريكا خلال الفترة من يناير ٢٠١٠ حتى ديسمبر ٢٠١٩، ومنها يتضح أن أغلب المساهمين من المؤسسات المالية والشركات الاعتبارية؛ وذلك على النحو التالي:

النسبة المئوية	عدد المساهمين	بيان المساهمين بشركة SPAC
٢٢.٧٠%	٨٩٩	المؤسسات المالية
٢٠.٤٣%	٨٠٩	الشركات المساهمة
١٦.٢٤%	٦٤٣	صناديق الاستثمار وصناديق المعاشات والترست بأنواعه
١٥.٥١%	٦١٤	البنوك
١١.١٤%	٤٤١	الأفراد المؤهلون
٥.٠٣%	١٩٩	شركات الملكية الخاصة
٣.٨١%	١٥١	شركات التأمين
١.٨٤%	٧٣	الهيئات العامة والدولة والحكومة
١.٣١%	٥٢	صناديق رأس المال المخاطر venture Capital
١.٢٩%	٥١	صناديق رأس المال المخاطر Hedge Funds
٠.٣٨%	١٥	الأفراد العاديون
٠.١٠%	٤	المستثمرون الآخرون

ووفقاً للقانون الأمريكي يقوم الرعاة بتوجيه دعوة للاكتتاب في زيادة رأس مال شركة SPAC إلى الجمهور المعلوم أو غير المعلوم سلفاً، مع اشمال نشرة الطرح على كافة المعلومات الخاصة بالاستحواذ على مجال الشركة الناشئة المستهدفة في المستقبل في خلال مدة ١٨-٢٤ شهراً، وغالباً ما تُمثل هذه المدة عقبةً أمام مؤسسي الشركة الذين سعوا لترغيب المستثمرين عن طريق إعطاء ضمانات مختلفة لطمأننتهم بأن أموالهم لن

(168) Pandey, Medha, and Adarsh Choubey, "Regulatory Challenges Arising due to the Emergence of Special Purpose Acquisition Companies (SPAC) in the Indian Corporate Environment", Supra, p.1095.

(169) Passador, Maria Lucia, "In Vogue Again: The Re-Rise of SPACs in the IPO Market", Supra, p.121.

يتم اختلاسها للموائمة مع القرارات الصادرة من الهيئة التي تصب في مصلحة المساهمين^(١٧٠) Shareholder- Friendly^(١٧١).

وقد ذكرت دراسة^(١٧٢) أنَّ هناك طروحات التزم فيها الرعاة بألّا تقلّ قيمة أموال المستثمرين عمّا قاموا بسداده عند الاكتتاب، علاوة على ذلك فقد تعهدوا بسداد فائدة إضافية جنباً إلى جنبٍ مع ضمان الخسارة الناشئة عن انخفاض أسعار الأسهم بعد الاندماج، وبهذه الطريقة تلافى الرعاة خطر تصفية الشركة عن طريق تحفيز المساهمين في البقاء مع زيادة العبء عليهم للبحث عن شركة ناشئة ناجحة تزيد من قيمة أسهم شركة SPAC بعد الاستحواذ عليها.

ولتلافى الطروحات الفاشلة لأسهم الشركات الناشئة فقد ذهب رأي^(١٧٣) إلى أنَّ الشركات التي ترغب في قيد أسهمها بالبورصة عليها أن تقوم بتقديم بيانات تسجيل الطرح العام الأولي، سواء أتمّ القيد عن طريق IPO أم SPAC-IPO إلى هيئة الأوراق المالية والبورصات (SEC) لإجراء مراجعة سرية قبل مدة لا تقل عن ٢١ يوماً من بدء العرض التقديمي للمستثمرين المحتملين، وهذا يعني أنه إذا فشلت الشركة في العثور على ظروف سوقية مواتية أو اهتمام من المستثمرين فيمكنها أن تسحب بيان تسجيلها وتتجنب الصدع الذي يرتبط بالعرض الفاشل؛ حيث يصدر القرار إما بالموافقة على الذهاب للأسواق المالية العامة أو عدمه، كما يعتمد صدور القرار على مجموعة من العوامل، بما في ذلك ظروف السوق واتجاهات المستثمرين وأهداف الشركة واحتياجاتها المالية، وهناك من تحدّث عن الوقت المناسب لإجراء الطرح العام الأولي؛ حيث أفاد بأن "شهرَي يوليو وأغسطس وشهر ديسمبر هي شهور سيئة لإطلاق الطرح العام الأولي؛ لأنّ المستثمرين في عطلة، ويترتب على ذلك بطء نشاط السوق.

وتنصّور لتلافي الشطب الإلجباري لشركة SPAC وفق القانون المصري والتصفية حال عدم اندماجها خلال مدة السنتين إمكانية قيام مؤسسي الشركة بالاندماج مع شركة

^(١٧٠) ويطلق مصطلح Shareholder- friendly للدلالة على أن شركة SPAC أصبح تطبيقها يصب في مصلحة المساهمين بها.

^(١٧١) Pandey, Medha, and Adarsh Choubey, "Regulatory Challenges Arising due to the Emergence of Special Purpose Acquisition Companies (SPAC) in the Indian Corporate Environment", Supra, pp.1095 & 1104.

^(١٧٢) Rodrigues, Usha, and Mike Stegemoller, "Exit, Voice, and Reputation: The Evolution of SPACs", Supra, p.917.

^(١٧٣) Hodge, Neil. "Inside an IPO." In-House Perspective, Supra, p.18.

SPAC أخرى قبل انتهاء مدة الحظر، ولم نجد أي مانع قانوني بالنظم المقارنة أو وفق ما قضى به قرار الهيئة لإقرار ذلك، فتعريف الشركة الناشئة المستهدفة بأنها الشركة أو الشركات التي يسعى مؤسسو/ رعاة الشركة ذات غرض الاستحواذ إلى الاستحواذ عليها، وهو تعريف عام ويفيد بإمكانية استمرارها حال قيامها بالاندماج مع شركة SPAC أخرى لم تنته مدتها، ونتصور في هذه الحالة أن تُؤخذ في الاعتبار متطلبات أحكام الباب الثاني عشر من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ المتعلق بتنظيم عروض الشراء بقصد الاستحواذ؛ وعليه فيجب على الهيئة توضيح مدى إمكانية تحقق تلك الفرضية ووضع الضوابط المتعلقة بها في ظل موافقة المشرع المصري على الاستحواذ بين المؤسسات المالية التي تمارس أنشطة مالية غير مصرفية، أو النص على المنع من الاستحواذ على شركة SPAC أخرى حتى لا تظل أموال المستثمرين محجوزة دون استثمار في الحساب البنكي المخصص للاكتتاب لمدة تمتد أكثر من سنتين، وهو ما يؤدي إلى انخفاض قيمتها وانعدام الأثر الاقتصادي لوجود شركة SPAC التي تأسست من أجل مساعدة الشركات الناشئة للقيد ببورصة الأوراق المالية.

كذلك يقوم الرعاة في بداية تأسيس الشركة بشراء عدد قليل من الأسهم بقيمة منخفضة، وغالبًا ما يحققون المزايا والأرباح حتى في حالة الشركات الناشئة التي تواجه صعوبات^(١٧٤)، كما توضع أسهمهم كضمان لحين إتمام صفقة الاستحواذ على الشركة الناشئة المستهدفة، فإذا تمت الصفقة، فليس لهم الحق في التصرف في كِلِ الأسهم المملوكة لهم تطبيقًا لمبدأ^(١٧٥) "Skin in the game"، ومن الممكن أن ينتهي الأمر بهؤلاء الرعاة إلى امتلاك ٢٠٪ بعد اندماج شركة SPAC مع الشركة الناشئة المستهدفة، وفي حال عدم إتمام أي عملية اندماج فهؤلاء الرعاة لا يحصلون على أي شيء مقابل أسهمهم المودعة في الضمان^(١٧٦)؛ ولا يشاركون في أي توزيعات تصفية.

(174) Clements, Ryan. "Misaligned Incentives in Markets: Envisioning Finance That Benefits All of Society." DePaul Business & Commercial Law Journal, vol. 19, no. 1, 2020-2021, p 29.

(175) ويعني مصطلح "Skin in the game" أي جعل الرعاة في الشركة مهتمين بنجاح عملية الاستحواذ مع مراعاة أن تكون الشركات الناشئة المستهدفة لها مستقبل ومتوقع لها تحقيق الأرباح؛ لربط استثماراتهم بعمل الشركة بمدة زمنية.

(176) Rodrigues, Usha, and Mike Stegemoller, "Exit, Voice, and Reputation: The Evolution of SPACs", Supra, p.871.

وقد نصَّ قرار هيئة الرقابة المالية^(١٧٧) كذلك على عدم حصول الرعاة على أيِّ حوافز أو مميزات إلَّا بعد إتمام عملية الاستحواذ على الشركة أو الشركات الناشئة المستهدفة وفقًا لما يتم الاتفاق عليه بنشرة الطرح، وقد حدّد قرار الهيئة النسبة التي يجب أن يمتلكها الرعاة في رأس مال الشركة بعد الزيادة بآلًا تقل عن ٥% وبيدّ أدنى مبلغ عشرة ملايين جنيه مصري، ويتساوى هذا الحد الأدنى مع مبلغ الحد الأدنى لرأس مال الشركة ذات الغرض الوحيد الذي يجب أن يدفعه المؤسسون عند تأسيسها، وهو ما يعني أن المؤسسين يوفون هذه النسبة منذ البداية، وذلك على الرغم من أن هذه النسبة قد تصل وفقًا للتشريع الأمريكي إلى ٢٠% في رأس مال الشركة الناشئة المستهدفة لضمان جدية المؤسسين واستمرارهم في الشركة لمدة معينة وتحقيق مبدأ *Skin in the game*، كذلك ألزم القرار الرعاة بعدم التصرف في أسهمهم لمدة سنتين من تاريخ تأسيس الشركة أو حتى إتمام عملية الاستحواذ أيهم أقرب، وبيدّ أدنى سنة بعد إتمام الاستحواذ -DE-SPAC، ولا يدخل في احتساب هذه المدة الفترة اللازمة لإتمام إجراءات الاستحواذ. ووفقًا للنظام الإنجليزي يلتزم مؤسسو الشركة بالبقاء لمدة ١٨ شهرًا بعد الاندماج^(١٧٨)، وكان يتعيّن على الهيئة الالتزام بالبقاء لمدة سنتين تُحسب من تاريخ إتمام الاندماج بدلًا من مدة السنة المنصوص عليها، وهي مدة قصيرة جدًا ولا تتماشى مع ما تطلبه قانون الشركات رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١ من عدم قدرة مؤسسي الشركات المساهمة بالتصرف في أسهمهم لمدة سنتين مالميتين الشركة بعد الاندماج؛ حيث تبدأ دورة حياة جديدة. ووفقًا للقانون المصري يكون مؤسسو الشركة المساهمة مسئولين مسئوليةً شخصية تضامنية في فترة تأسيس الشركة، كذلك يتعيّن على الرعاة الالتزام بأحكام العقد والنظام الأساسي لشركة SPAC، والالتزام بأحكام قانون سوق رأس المال وقانون الشركات فيما يخص عمل الشركة حتى انتهاء الفترة القانونية الملزمة لبقيتهم في الشركة. ونرى أنّ هذا يتماشى مع واجب الأمانة والثقة *Fiduciary Duties* الواجبة على الرعاة تجاه المستثمرين، ولا بدّ من ترجمته كالتزام تعاقدي مذكور بنشرة الطرح، وذلك تماشيًا مع واجبات الثقة والأمانة التعاقدية المتبع بإنجلترا^(١٧٩) *Common Law*، وبموجبه يتعيّن على الرعاة الالتزام بتطبيق قواعد حسن النية والأمانة والامتناع عن

^(١٧٧) المادة الثانية عشر مكرراً (٤) ومكرراً (٥) من قرار مجلس إدارة الهيئة رقم ١٧١ لسنة ٢٠٢١.

^(١٧٨) Cole, James, and Lauren Pai. "Helikos v Horizon." *International Financial Law Review*, vol. 29, no. 4, May 2010, p.42.

^(١٧٩) أمال كامل عبد الله، النظام القانوني لعقود مبادلة الأصول المالية المنقولة *Swaps*، رسالة دكتوراه، كلية الحقوق، جامعة الإسكندرية، منشأة المعارف بالإسكندرية، ٢٠٠٤، ص ٦٠.

الإتيان بأي أفعال تضرُّ بمصالح المساهمين بالشركة، الذين لا يعتبرون من الغير بعد مشاركتهم في رأس مال الشركة بعد زيادة رأسمالها أو بعد الاندماج مع الشركة الناشئة المستهدفة، وقد نادى البعض^(١٨٠) بضرورة النص على إلزام الرعاة بالنص على اتفاقات حسن النية بنشرات الاكتتاب والتأكد من الإفصاح عن كافة المعلومات للمستثمرين، وهذا من شأنه أن يحدّ من مخاطر تعارض المصالح المحتمل من جانب الرعاة من أجل الحصول على الحوافز بعد الاستحواذ، وهم يعرفون أنّ أداء الشركة الناشئة المستهدفة لن يكون موفقاً بعد انقضاء زمن معين من تاريخ الطرح بالبورصة.

ووفق القانون المصري فإن حالات الاندماج لا تؤدي إلى فرض ضرائب على المساهمين، إنما تؤدي إلى تجنب الضرائب وتأجيل تطبيقها في المستقبل إذا توافرت شروط معينة، وهذا ما اتبعه نظام القانون الهندي^(١٨١) بشأن مبادلة أسهم المساهمين بشركة SPAC مع أسهم الشركة الناشئة المستهدفة؛ وعليه يمكن القول بأن ذلك من شأنه تحفيز المساهمين بشركة SPAC الذين هم في كثير من الأحوال من المؤسسات المالية المؤهلة للمشاركة في الشركات الناشئة، فهو بمثابة الحجر الذي أحرز هدفين؛ الأول هو جعل الشركة الناشئة مقيدة ببورصة الأوراق المالية ومن زيادة القدرة على تعظيم استثماراتهم في المستقبل، والهدف الثاني تجنبهم سداد أي ضرائب أو رسوم مفروضة على مبادلتهم للأسهم.

كذلك يلتزم المؤسسون عند تأسيس الشركة وفقاً للتشريع المصري بتطبيق أحكام قرار الهيئة رقم (٢) لسنة ٢٠٢١ بشأن ضوابط الرقابة في مجال مكافحة غسل الأموال وتمويل الإرهاب للجهات العاملة في مجال الأنشطة المالية غير المصرفية، ومن أهمها ما ورد بالمادة الثانية عشر التي وضّحت المؤشرات^(١٨٢) التي من خلالها يمكن الإبلاغ عن حالات لعلاء أو مساهمين أو ممولين إضافيين بالشركة مشتبه في قيامهم بجريمة

(180) Keleher, Samantha K, "SPACs and the Present Regulatory Conundrum", Supra, p369.

(181) Smith, David M., et al, "Reverse Mergers and Nanotechnology", Supra, p.94.

(١٨٢) كعمليات تغذية الحساب بمبالغ كبيرة ثم سحبها دون إتمام أية عمليات ودون وجود مبرر واضح من العميل أو العمليات التي تتم بمبالغ كبيرة بما لا يتناسب مع نشاط العميل واتجاه العميل نحو العمليات أو الصفقات التي تشير إلى افتقاره للحس الاستثماري، وعلى سبيل المثال: عدم الاهتمام بالحصول على أفضل سعر للورقة المالية المتعامل عليها بيعاً وشراءً... إلخ.

غسل الأموال، وإلى جانب هذا الالتزام أضاف البعض^(١٨٣) ضرورة إلزام الرعاة بالكشف عن مقدار النقد المتوقع أن تمتلكه SPAC قبل الاستحواذ، وكشف تفاصيل مصادر هذا التمويل والتركيب على كشف مقدار التمويل الذي يأتي من تمويل الاستثمار الخاص (PIPE financing) والاتفاقيات المبرمة معه، بالإضافة إلى الكشف عن أي مستثمر يكون لديه حوافز مختلفة عن باقي المستثمرين.

ومن الالتزامات الملقة على عاتق مؤسسي شركة SPAC هو ضرورة بحثهم عن الشركة أو الشركات الناشئة المستهدفة والاندماج معهم بعملية واحدة، على ألا يقل المبلغ المطلوب للاستحواذ والاندماج بالقيمة العادلة لأسهم الشركة الناشئة المستهدفة عن ٨٠% من المبالغ المحجوزة بالحساب المخصص لحصيلة الاكتتاب، وهو ما يُمثّل ضماناً للمستثمرين والتزاماً على الرعاة المؤسسين الذين لا يملكون سحب أي مبالغ تقل عن النسبة المحددة^(١٨٤)، وهو ما طبقه قرار الهيئة^(١٨٥) الذي وضّح أن النسبة المطلوبة هي ٨٠% من حجم حصيلة الأموال المتاحة (حصيلة الاكتتاب + PIPES منقوصاً منها قيمة مبالغ الاسترداد).

ولكن يُعاب على الهيئة عدم توضيحها هل ستودع في الحساب البنكي لحصيلة الاكتتاب كافة مبالغ الاكتتاب في زيادة رأس مال شركة SPAC لحين استحواذها على الشركة الناشئة المستهدفة، أم سيتم الاحتفاظ بصافي مبلغ الاكتتاب بعد خصم المصاريف اللازمة للتأسيس وترخيص الشركة وأتعاب مراقب الحسابات وأتعاب شركات خدمات الإدارة؛ حيث ورد بتعريف الحساب البنكي لحصيلة الاكتتاب عبارة: "... وذلك فيما عدا المصاريف اللازمة لتأسيس والحصول على ترخيص الشركة وأتعاب مراقب الحسابات وأتعاب شركة خدمات الإدارة"، والغريب أن ذلك النهج لم يتبعه المشرع الأمريكي الذي نص على قيام الرعاة بسدادها من أنفسهم وبدون المساس بحصيلة الاكتتاب للحفاظ على أموال المساهمين بالشركة.

ومن العوامل الجاذبة لتشجيع الرعاة لتأسيس شركة SPAC هو تسهيل الجهات المختصة لمتطلبات التأسيس والاستحواذ على الشركة الناشئة المستهدفة، إلا أن ذلك الأمر لم يأخذ به النظام القانوني الإنجليزي الذي وُصف بالبطء؛ لإيقافه تداول أسهم شركة SPAC عند تحديد الشركة الناشئة المستهدفة ولحين إتمام الاندماج، وهو ما أدى

(183) Keleher, Samantha K, "SPACs and the Present Regulatory Conundrum", Supra, p371.

(184) Rodrigues, Usha, and Mike Stegemoller, "Exit, Voice, and Reputation: The Evolution of SPACs", Supra, p 901.

(185) المادة الثانية عشر مكرراً (٩) من قرار مجلس إدارة الهيئة رقم ١٧١ لسنة ٢٠٢١.

إلى انخفاض رغبة الرعاة والمساهمين للاستثمار في شركة SPAC، بل واعتبروها مجرد فقاعة متوقع انفجارها عند تحسُّن أسعار الفائدة^(١٨٦).

وقد تطلَّبت الهيئة^(١٨٧) أن تصدر الجمعية العامة بعد إتمام إجراءات زيادة رأس مالها قرارًا بتشكيل مجلس إدارة الشركة، بهدف إعطاء فرصة للمكثتبيين أن يكونوا أعضاءً في المجلس بحيث يتماشى تشكيل المجلس مع قواعد الحوكمة الصادرة من الهيئة^(١٨٨)، وذلك يُعدُّ ضماناً إضافية لحماية للمستثمرين من الوقوع في أي غشٍّ أو تبديد لأموالهم، وحتى لا يكون المجلس المعين من قبل مؤسسي شركة SPAC قبل الزيادة متحكماً وحده في الشركة بعد تمام الاندماج.

ونجد أن الهيئة وُقِّعت في اشتراطها أن يكون أحد الرعاة عضواً منتدباً أو رئيساً تنفيذياً للشركة بعد زيادة رأس مال الشركة^(١٨٩)؛ حتى يستوثق من خبرة الرعاة ولضمان جدية الاستثمار ولتجنُّب حدوث غش واستغلال لأموال المستثمرين، كما تطلَّبت الهيئة بقرارها أن تتوفر شروط الشريك المتضامن في شركات الاستثمار المباشر^(١٩٠) في أحد رعاة شركة SPAC.

وكأنَّ نأمل أن تستلزم الهيئة إعادة تشكيل مجلس الإدارة مرَّةً أخرى بعد استحواذ شركة SPAC واندماجها مع الشركة الناشئة المستهدفة، وهذا عملياً ما يحدث مع الشركات الناشئة التي لجأت للاستحواذ العكسي عن طريق شركة SPAC في أمريكا^(١٩١)؛ لأن

⁽¹⁸⁶⁾ Paul, Akanksha Maria, "Jumping into the SPAC Race: Protecting the UK Retain Investor", Supra, p36.

⁽¹⁸⁷⁾ المادة الثانية عشر مكرراً (٨) من القرار رقم ١٧١ لسنة ٢٠٢١ المادة (٢٢) من النظام الأساسي الاسترشادي لشركة SPAC الصادر بقرار رئيس الهيئة العامة للرقابة المالية رقم ٢١٤٨ لسنة ٢٠٢١.

⁽¹⁸⁸⁾ قرار مجلس إدارة الهيئة رقم ١٠٠ لسنة ٢٠٢٠ بشأن قواعد حوكمة الشركات العاملة في مجال الأنشطة المالية غير المصرفية، الذي ألغى قرارات الحوكمة السابقة على هذا القرار؛ وهي: القرار رقم ١٠٧ لسنة ٢٠١٦، والقرار رقم ١٦٤ لسنة ٢٠١٨، والقرار رقم ٦١ لسنة ٢٠٢٠.

⁽¹⁸⁹⁾ المادة (٢٣) من النظام الأساسي الاسترشادي لشركة SPAC الصادر بقرار رئيس الهيئة العامة للرقابة المالية رقم ٢١٤٨ لسنة ٢٠٢١.

⁽¹⁹⁰⁾ قرار مجلس إدارة الهيئة رقم ٩٥ لسنة ٢٠٢١ المعدل لقرار مجلس إدارة الهيئة رقم ١٤٩ لسنة ٢٠١٨.

⁽¹⁹¹⁾ Vermeulen, Erik P.M, "High-Tech Companies and the Decision to Go Public: Are Backdoor Listings Still an Alternative to Front-Door Initial Public Offerings", Supra, p.428.

الهدف هو استمرار مديري وموظفي ومساهمي الشركة الناشئة في إدارة الشركة بعد الاندماج، لأنه متطلبٌ جوهريٌّ لهذه الشركات إلى جانب التوسع والحصول على السيولة وطرح أسهمها ببورصة الأوراق المالية.

المطلب الثاني

حقوق وواجبات مساهمي شركة الـ SPAC

يتمثل مساهمو شركة SPAC في الأساس في صناديق رأس المال المخاطر Hedge Funds التي تسعى للاستثمار بشراء أسهم الشركة وضماناتها (عبارة عن أسهم الشركة بعد الاندماج) وتقوم ببيعها وتسييلها في السوق الثانوية، وغالبًا لا تهتم هذه الصناديق بنجاح استثمارات الشركة الناشئة المستهدفة ذاتها، وإنما تبحث عن تحقيق القيمة المضافة، وهؤلاء يُشار لهم بمصطلح "SPAC Mafia" وهذه الصناديق تسعى لتكرار مشاركتها في طروحات SPAC مع عدم نية البقاء في الاستثمار حتى الاندماج^(١٩٢)، كما يمكن أن يكون مساهمو الشركة أفرادًا يرغبون في استثمار مدخراتهم في أسهم منخفضة السعر ومتوقع ارتفاعها مستقبلاً^(١٩٣)، وهذا يشبه اليانصيب، أو يقومون بالشراء لأنه فرصة للاستثمار على المدى الطويل^(١٩٤)، كما يمكن أن يكون المساهمون في شركة SPAC هم المساهمون أساسًا في الشركة الناشئة المستهدفة؛ حيث يملكون غالبية الأسهم في الشركة وتصل نسبتهم في رأسمال الشركة إلى ٨٠%^(١٩٥)؛ وذلك لتمكينهم من الاستمرار في إدارة الشركة بعد الاندماج مع شركة SPAC^(١٩٦).

من المفترض أنّ إعادة استخدام شركات الشيك على بياض في صورة SPAC قوامه الإفصاح عن كافة المعلومات المتعلقة بالاستثمارات؛ لتبصير المساهمين المرتقبين بحيث يكونون بعينين عن أي ظلام أو الوقوع فريسة للغش، كما كان الأمر سابقًا في صورة شركة الشيك على بياض Blank Check Company، لذا أُدخلت التعديلات

⁽¹⁹²⁾ Klausner, Michael, et al, "A Sober Look at SPACs", Supra, p.242.

⁽¹⁹³⁾ Heyman, Derek K, "From Blank Check to SPAC: The Regulator's Response to the Market, and the Market's Response to the Regulation", Supra, pp. 548&549.

⁽¹⁹⁴⁾ Ruoying, Chen, and Saul Levmore., Legal Institutions and IPO (Initial Public Offering) Puzzles", Supra, p.400.

⁽¹⁹⁵⁾ Sjostrom, William K. Jr, "The Truth about Reverse Mergers", Supra, p. 743

⁽¹⁹⁶⁾ Vermeulen, Erik P.M, "High-Tech Companies and the Decision to Go Public: Are Backdoor Listings Still an Alternative to Front-Door Initial Public Offerings", Supra, p. 422.

على القسم (ب) من المادة السابعة من قانون الأوراق المالية الأمريكي الصادر في 1933 Securities Act وكانت منصبة على ضرورة الإفصاح عن كافة المعلومات المتعلقة باستخدام حصيلة الاكتتاب لحين إتمام الاستحواذ على الشركة الناشئة المستهدفة مع توضيح خطوات استرداد المساهمين حال الرغبة في عدم الاستمرار⁽¹⁹⁷⁾.

وعلى الرغم من التعديلات التي أدخلت على قانون الأوراق المالية الأمريكي الصادر في 1933 ونجاحها في السوق الأمريكي، إلا أن هناك رأياً⁽¹⁹⁸⁾ أفاد بأن كثيراً من المساهمين لجئوا للمحاكم لفض منازعات متعلقة باستثماراتهم في شركة SPAC؛ حيث يزعمون وجود احتيال وقصور في البيانات.

وهناك آراء⁽¹⁹⁹⁾ انتهت إلى أن هناك ظواهر تصاحب الطروحات العامة الأولية IPO؛ حيث يكون العائد المبدئي إيجابياً Positive Initial Return في أول يوم تداول بعد الطرح؛ وذلك لأن سعر الطرح دائماً ما يكون أقل من القيمة العادلة أو الحقيقية، وهو ما أطلق عليه Initial Underpricing، كما يمكن أن تكون العوائد على الأوراق المالية على المدى الطويل كذلك أقل Long term Underperformance، وعليه ووفق هذا الرأي لا نجد غرابة في أن يكون سعر سهم شركة SPAC بعد الاندماج منخفضاً، ويحتمل بعد مرور الزمن أن ترتفع قيمة أسهم الشركة، وذلك بحسب قدرة الشركة الناشئة المستهدفة على النمو واستغلال رؤوس الأموال بشكل كفاء.

ويلجأ المستثمرون للاكتتاب في زيادة رأس مال شركة SPAC لقدرتهم على بيع أسهمهم في حالة رغبتهم في الحصول على السيولة فوراً؛ لأن أسهم الشركة تكون متداولة في البورصة؛ وعليه فلا حاجة للاتفاق على طريقة لتقييم الأسهم لوجود سعر

⁽¹⁹⁷⁾ Heyman, Derek K, "From Blank Check to SPAC: The Regulator's Response to the Market, and the Market's Response to the Regulation", Supra, p. 536.

⁽¹⁹⁸⁾ Paul, Akanksha Maria, "Jumping into the SPAC Race: Protecting the UK Retain Investor, Supra, p36.

⁽¹⁹⁹⁾ محمد عبده محمد مصطفى، تقييم أداء الطروحات العامة الأولية في السوق المصري للأوراق المالية،

مرجع سابق، ص 232

Willrich Sales, George Andre, et al. "Allocation of Funds from Public Offerings of Shares (IPO's) in Brazil and Stock Returns." International Journal of Social Science Studies, vol. 9, no. 2, March 2021, p.49.

سوقي لها، كما هو الحال في الشركات الناشئة الأخرى^(٢٠٠)، وذلك يعني كذلك أن قدرة المساهم في الحصول على أمواله ليست مرتبطة بحقه في الاسترداد Redemption Right فقط، بل في كل الأحوال يستطيع المساهم تسييل أسهمه في شركة SPAC بالسوق الثانوية وبكافة طرق التداول التجارية^(٢٠١)، حتى ولو كان المساهم موافقاً على صفقة الاستحواذ على الشركة الناشئة المستهدفة، وهو ما يعني أن ارتباط المساهم بالشركة يكون وفق إرادته ومصالحته، ولكن ما هو الوضع إذا كان السعر السوقي للأسهم أقل من قيمة الاسترداد (المبالغ بالحساب البنكي المخصص للاكتتاب والعائد على الاستثمار) وكان هذا المساهم موافقاً على الاستحواذ؟ ففي هذه الحالة قد تظهر مشكلة؛ وهي حصوله على ثمن أقل مما لو كان مساهماً رافضاً، وهو ما سيؤدي إلى ظهر الكثير من المشاكل والدعاوى القضائية المرتبطة، خاصةً إذا امتدت فترة إجراءات الاستحواذ على الشركة الناشئة المستهدفة لمدة طويلة، وهي وفقاً لقرار الهيئة ليست محسوبة من ضمن مدة السنتين المخصصة كأقصى مدة لاستمرار شركة SPAC.

ومن الممكن افتراض حدوث تعارض بين حقوق مساهمي شركة SPAC مع حقوق مساهمي الشركة الناشئة- المساهمين القدامى بالشركة بعد اندماجها في شركة SPAC، ومن الممكن تنظيم هذه المسألة بنشرة طرح شركة SPAC عند الاكتتاب في زيادة رأسمالها، بحيث يتم تحديد حقوق المستثمرين في شركة SPAC والضمانات المصاحبة بعد الاندماج في الشركة الناشئة المستهدفة، وذلك أسوة بما يتبعه صندوق الملكية الخاصة^(٢٠٢) الذي يُحدّد الحقوق والالتزامات بالاتفاقات المبرمة مع الشركات التي يقوم بتمويلها، والتي غالباً ما تهدف إلى مساعدة المساهمين القدامى والمديرين بالشركة

(200) Smith, David M., et al, "Reverse Mergers and Nanotechnology", Supra, p. 88.

(٢٠١) ويتمتع المساهم بالحماية الإضافية إذا اكتتب في أسهم مقيدة ببورصة الأوراق المالية متمثلة في صندوق حماية المستثمر في مصر، وهو صندوق يقوم على تعويض المستثمر عن الضرر في الاستثمار في الأوراق المالية المقيدة، وتم إنشاء هذا الصندوق بموجب قرار رئيس مجلس الوزراء رقم ١٧٦٤ لسنة ٢٠٠٤ تطبيقاً لنص المادة (٢٣) من قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢. مشار لدى: فادي توكّل، الرقابة الخارجية لحماية المساهمين في شركات المساهمة، مرجع سابق، ص ٨٥.

(٢٠٢) أ.د. سامي عبد الباقي أبو صالح، صناديق استثمار الملكية الخاصة: التمويل من المهد إلى اللحد، مرجع سابق، ص ٢٢٦.

الناشئة المستهدفة؛ وعليه ويتطبيق الأمر ذاته على شركة SPAC ستستمر إدارة الشركة الناشئة ذاتها المستهدفة بعد الاندماج في شركة SPAC؛ حيث يحصل المساهم في شركة SPAC إلى جانب الأسهم العادية في الشركة على ضمانات، وهي عقود تُعطي له الحق في الحصول على عدد من الأسهم الإضافية في المستقبل في شركة SPAC بعد اندماجها مع الشركة الناشئة المستهدفة بسعر معين خلال فترة معينة^(٢٠٣)، أو يتم تحديدها بناء على معادلة منصوص عليها بنشرة الطرح^(٢٠٤).

وتكون هذه الضمانات بالنسبة لصناديق رأس المال المخاطر مطلوبة لتلافي المخاطر الناتجة عن الانحرافات في التدقيق المالي والقانوني الذي يُجرى بدايةً على الشركة الناشئة المستهدفة؛ حيث يقوم مساهمو الشركات الناشئة المستهدفة بتحرير ضمان للأصول والخصوم Grantie d' actif et de Passif (GAP) لصالح مساهمي الصندوق^(٢٠٥)، ويمكننا تصور ذلك الأمر بالنسبة لشركة SPAC؛ حيث نجد الضمانات مصاحبة للأسهم التي يكتب فيها المساهمون في رأس مال الشركة، والتي توضح لهم خارطة الطريق بعد الاندماج مع الشركة الناشئة المستهدفة بناء على اتفاقيات المساهمين المبرمة بين الشركتين، وهذه الضمانات ليس لها قيمة مالية؛ وعليه فالمساهم الراض لصفقة الاستحواذ لن يسترد إلا أمواله المدفوعة بالإضافة لعائد متفق عليه فقط؛ لأن الضمانات هي حقوق إضافية مرتبطة بأسهم الشركة الناشئة المستهدفة بعد اندماجها مع شركة SPAC^(٢٠٦).

كذلك تزيّد النظام القانوني لشركة SPAC المطبّق في المملكة المتحدة^(٢٠٧)؛ حيث استلزم المشرع الإنجليزي تعليق تداول أسهم شركة SPAC لحماية المستثمرين لحين الانتهاء من إبرام صفقة الاستحواذ على الشركات الناشئة المستهدفة، وحاليًا يتم تعليق

(203) Nanda, Swankit Kumar, and Deyasini Chakrabarti. "SPAC: The Way ahead to Future", Supra, p.89.

(204) Alvarez, Alberto, and Moises Gutierrez. "SPACs: A New Financial Instrument Available in Mexico", Supra, p. 43.

(٢٠٥) أ.د. سامي عبد الباقي أبو صالح، صناديق استثمار الملكية الخاصة: التمويل من المهد إلى اللحد، مرجع سابق، ٢، ص ٢٣٧ وما بعدها.

(206) Ganor, Mira. "The Case for Non-Binary, Contingent, Shareholder Action." University of Pennsylvania Journal of Business Law, vol. 23, no. 2, Winter 2021, p 408.

(207) Paul, Akanksha Maria. "Jumping into the SPAC Race: Protecting the UK Retain Investor", Supra, p.48.

تداول ٤٠٪ من أسهم شركات SPACs المدرجة في المملكة المتحدة، وهذا له أثر سلبي؛ حيث أنه يحرم مستثمر التجزئة من حصوله على مزايا ارتفاع سيولة أسواق رأس المال من بيع أسهمه خلال فترة الوقف، بالإضافة إلى ترك المستثمر في حالة من عدم اليقين في ظل عدم وجود معلومات وافية ما بين فترة الإعلان عن الاستحواذ وإنهاء إجراءاته، وكل هذه العوامل جعلت الاستثمار في شركة SPAC في إنجلترا غير جذاب مقارنةً بالشركات الموجودة في الولايات المتحدة، وحسبًا ما أقرته الهيئة العامة للرقابة المالية التي طبقت أحكامًا وفق كثير من الشروط المعمول بها في أمريكا للمساعدة على طرح الشركات الناشئة مع حماية صغار المستثمرين المكتتبين في زيادة رأس مال شركة SPAC.

ومن الحقوق المرتبطة بمساهمي شركة SPAC، حتى ولو كانوا مالكيين لأسهم الشركة من السوق الأولية أو من السوق الثانوية بعد قيد الشركة، هو قدرتهم على الانسحاب Opt-Out rights من الشركة واسترداد أموالهم في حال تصويتهم بالرفض قبل الاستحواذ على الشركة الناشئة المستهدفة^(٢٠٨)، وذلك يتماشى مع ما نصَّ عليه المشرع المصري بقانون الشركات^(٢٠٩)؛ حيث أعطى للمساهمين في الشركة المساهمة الحق في الاعتراض على قرار الاندماج في الجمعية، أو إذا لم يحضروا الاجتماع بعذر مقبول تقديم طلب مكتوب للتخارج من الشركة واسترداد قيمة أسهمهم من الشركة خلال ثلاثين يومًا من تاريخ شهر قرار الاندماج، ويتم تقدير قيمة الأسهم أو الحصص بالاتفاق، أو بطريق القضاء، على أن يراعى في ذلك القيمة الجارية لكافة الأصول، على أن تؤدي الحصص المتخارج عنها إلى أصحابها قبل تمام إجراءات الاندماج، وسنجد أن تنظيم شركة SPAC قد خلا من توضيح أو تنظيم عملية التخارج للمساهمين الراضين للاستحواذ على الشركات الناشئة المستهدفة؛ وعليه يتعيَّن على القائمين بتنظيم هذه المسألة بنشرة الطرح، وهو ما نصت عليه الهيئة بقرارها^(٢١٠)، وفي حال خلو نشرة الطرح من تنظيم مسألة الاسترداد يتعيَّن اتباع ما جاء بقانون الشركات على النحو السابق ذكره.

(208) Keleher, Samantha K, "SPACs and the Present Regulatory Conundrum", *Supra*, p. 366.

(٢٠٩) المادة (١٣٥) من قانون الشركات رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١.

(٢١٠) المادة الثانية عشر مكرراً (٧) من قرار مجلس إدارة الهيئة رقم ١٧١ لسنة ٢٠٢١.

وتظهر المشكلة إذا كان المساهمون من المؤسسات المالية أو المستثمرين المؤهلين حيث يستخدمون الانسحاب كورقة ضغط على الرعاة للحصول على مميزات للموافقة على الاستحواذ على شركة ناشئة مستهدفة معينة، وذكر البعض⁽²¹¹⁾ أن هذا قد حدث بالفعل بعد أزمة عام ٢٠٠٧؛ حيث استخدمت صناديق Hegde Funds حق الامتناع هذا لممارسة ضغوط على رعاة شركة SPAC للحصول على تنازلات من مديريها الذين كانوا حريصين على إغلاق صفقات الاستحواذ خوفاً من تصفية الشركة لفوات المدة المقررة لها.

وأضاف رأي⁽²¹²⁾ أن المساهمين الأفراد قد يتخذون قرارهم بقبول أو برفض صفقة الاستحواذ بدون دراسة اعتماداً على المعلومات التي يحصلون عليها من الداخلين العاملين بالشركات التي تساهم في رأس مال الشركة (المستثمر المؤهل)؛ لأنهم الأقدر على تعيين المستشارين الذين يقفون على حقيقة الموقف المالي للشركات الناشئة المستهدفة من خبرتهم في السوق، وفي بعض الأحوال يتجه رأي الأقلية من المساهمين (Contingent Shareholder) نحو القرار الذي يتخذه المستثمر المؤهل باعتباره القائد، وتظهر أهمية رأي الأقلية إذا كان الاستحواذ يحتاج كل المبالغ الموجودة بالحساب البنكي لحصيلة الاكتتاب، وقد يستغل لمصلحة أحد المساهمين بالشركة إذا كانت صفقة الاستحواذ تخص شركة ناشئة تابعة له أو شقيقة؛ لذا يتعين في هذه الحالة أن يستبعد المساهم المرتبط من التصويت على قرار الاستحواذ، ويلزم النص على ذلك صراحة، ويمكن تطبيق ما ينص عليه قانون الشركات بشأن تنظيم التصويت على عقود المعاوضة، والحقيقة أن تلك المسألة من الأهمية بالتناول، سواء بالتنظيم أو بالإيضاح في نشرة الطرح لحماية مساهمي الشركة ولتحقيق المساواة بينهم من حيث حصولهم على المعلومات، حتى لا نواجهه - على سبيل المثال - بمساهم تمّ خداعه بمعلومات خاطئة حتى يسترد أسهمه، ويقوم مساهم آخر بشراء هذه الأسهم وهو يعلم أن أسهم الشركة الناشئة ستحقق بعد الاندماج والطرح ارتفاعاً، وهذا يفوّت فرصة مكسب على المساهم البائع، وتزيد الأزمة إذا كان هذا المساهم فرداً طبيعياً.

(211) Paul, Akanksha Maria, "Jumping into the SPAC Race: Protecting the UK Retain Investor", Supra, p55.

(212) Ganor, Mira. "The Case for Non-Binary, Contingent, Shareholder Action, Supra, pp.392&404.

وقد اتجه رأي^(٢١٣) إلى رفع الحد الأدنى لاتخاذ قرار قبول الاستحواذ على الشركة الناشئة المستهدفة من قبل المساهمين بالشركة إلى ٨٨%، إلا أنه تمّ هجر فكرة الاعتماد على اتخاذ قرار قبول الاستحواذ تلافياً لمماثلة بعض المساهمين لإقراره، ووفقاً لقرار الهيئة^(٢١٤) سنجده خلا من تحديد حدٍ أدنى لنسبة التصويت، سواء للموافقة أو عدم الموافقة على قرار الاستحواذ، واكتفى بطلب عرضه على الجمعية العامة غير العادية للشركة دون احتساب حقوق التصويت المرتبطة بأسهم الرعاة، وفي الوقت ذاته فقد قضى القرار بالالتزام بإتمام الاستحواذ بنسبة لا تقل عن ٨٠% من المبالغ المودعة بالحساب البنكي لحصيلة الاكتتاب، وهو ما يعني أنّ التصويت على قرار رفض الاستحواذ من الممكن أن يصدر بحدٍ أدنى بنسبة ٢٥% من رأس مال الشركة بعد الزيادة، وكنا نرغب أن يوضح القرار طريقة التصويت المطلوبة والحد الأدنى لرفض الاستحواذ والاسترداد حتى لا يترك الأمر للاتفاق الذي قد يضرّ في بعض الأحوال بمصالح صغار المستثمرين، خاصة إذا كان الطرح عامّاً.

بالإضافة إلى ذلك فإنّ تصويت المساهمين وقدرتهم على الاسترداد يُشكّل عقبة حقيقية في انتشار استخدام شركة SPAC للاستحواذ على الشركات الناشئة، على الرغم من أنّ السائد اعتبار هذه المسألة ضماناً تصبُّ في مصلحة المساهمين، واقترح رأيّ الاتفاق مع المستثمرين الراضين للاستحواذ على النقاء واسترداد قيمة استثماراتهم بعد الاستحواذ على الشركة الناشئة المستهدفة "right of put right" or "A rescission")^(٢١٥).

والمعمول به في النظام الأمريكي لشركة SPAC أن يقوم المؤسسون الرعاة بتحمّل كافة المصروفات الخاصة بتأسيس الشركة والحصول على ترخيصها بدون أن يتحمل المساهمون أيّاً من هذه المصروفات، وعلى خلاف ذلك يفهم من نصوص قرار الهيئة ونموذج النظام الأساسي^(٢١٦) أنه سيتم خصم هذه المصروفات من حساب المصروفات العامة، وقد يكون ذلك باقتطاع نسبة متفق عليها من حصيلة الاكتتاب، وكان يتعين

(213) Rodrigues, Usha, and Mike Stegemoller, "Exit, Voice, and Reputation: The Evolution of SPACs", Supra, p.856.

(٢١٤) المادة الثانية عشر مكرراً (٩) من قرار مجلس إدارة الهيئة رقم ١٧١ لسنة ٢٠٢١.

(٢١٥) يطلق عليه: حق الإلغاء، وغالباً ما يكون مرتبطاً بعقود البيع، وتعطي للمستهلك الحق في إلغاء العقد بعد مرور مدة محددة من إبرام العقد.

(٢١٦) المادة (٦) والمادة (٩) من العقد الابتدائي لشركة SPAC الصادر بقرار رئيس الهيئة العامة للرقابة المالية رقم ٢١٤٨ لسنة ٢٠٢١.

على الهيئة أن تواكب ما طَبَّقه النظام الأمريكي تقادياً لضياح أيٍّ من حقوق المساهمين بالشركة.

وقد ساق البعض^(٢١٧) أنه في حالة الاحتياج إلى مصروفات إضافية للاستحواذ على الشركة الناشئة المستهدفة وغير واردة بنشرة الطرح يجب الحصول على موافقة مساهمي شركة SPAC، ويتشابه ذلك مع طروحات سندات التوريق أو طروحات الصكوك الإسلامية، ولكن الاختلاف أن موافقة مساهمي شركة SPAC لا بد أن تصدر من خلال قرار صادر من الجمعية العامة غير العادية للشركة، بينما في حالات طروحات سندات التوريق والصكوك الإسلامية يكون قرار زيادة المصروفات صادراً من جماعة حملة السندات أو مالكي الصكوك بحسب الظروف؛ لأنهم غير مالكيين لأسهم في الشركة المصدرة لهذه الأوراق، إنما تنصب حقوقهم على محفظة حقوق مالية أو أصول.

المطلب الثالث

التمويل الإضافي PIPE في شركة الـ SPAC

يُعدُّ الاستثمار الخاص من الطرق المهمة لتمويل المشروعات الناشئة، وأطلق عليهم تسمية Business Angles لمساهمتهم في إنشاء مشروعات لأصحاب أفكار تكنولوجية جديدة، فهؤلاء المستثمرون هم الذين ساعدوا Graham Bell في تمويل اختراع التليفون؛ لذا يمكن اعتباره تمويلاً يسدُّ الفجوة بين التمويل عن طريق الاقتراض من البنوك والتمويل بالمشاركة في حقوق المساهمين^(٢١٨).

وقد أطلق عليهم قرار الهيئة العامة للرقابة المالية تسمية "الممول الإضافي" PIPE، على الرغم من أن التسمية الشائعة الاستخدام هو الاستثمار الخاص في حقوق الملكية أو الاستثمار الخاص في حقوق الملكية العامة Private Investment in Private Equity (PIPE)، ولنا تعقيب في هذا الشأن حيث ورد بالقرار ذكر اسمه بالأحرف الأولى للغة الإنجليزية، وكان يتعيَّن على الهيئة إما أن تذكر الاسم كاملاً باللغة الإنجليزية أو إطلاق التسمية الصحيحة باللغة العربية بدلاً من وصفهم بالمول الإضافي لأن أدوارهم متعددة بشركة SPAC.

وقد وضَّح البعض^(٢١٩) أن PIPE هم مستثمرون مؤهلون ويمتلكون ثروات، ويهدفون إلى تمويل الشركات المقيدة بالبورصة، وكان يتعيَّن على الهيئة أن توضح من هم

(217) Smith, David M., et al, "Reverse Mergers and Nanotechnology ", Supra, p.92.

(218) أ.د. سامي عبد الباقي أبو صالح، صناديق استثمار الملكية الخاصة: التمويل من المهد إلى اللحد، مرجع سابق، ص ١٦١.

(219) Keleher, Samantha K, "SPACs and the Present Regulatory Conundrum", Supra, p368.

الأشخاص المنوطون بأداء دور PIPE وفق القانون المصري؛ لأن تعريفهم الوارد بالقرار مبهم، ونفترض أنهم ذاتهم المستثمرون المؤهلون الذي عيّنتهم الهيئة بقرارها رقم ٥٣ لسنة ٢٠١٨.

حيث عرّفهم القرار^(٢٢٠) بأنهم: الشخص من غير مساهمي الشركة ذات الغرض الوحيد للاستحواذ، ويقوم بتوفير التمويل لها لإتمام هدفها، سواء عن طريق توفير تمويل إضافي في حالة ما إذا كان رأس مال شركة SPAC بعد الزيادة لا يكفي للاستحواذ على الشركة الناشئة المستهدفة، أو شراء أسهم المساهمين الراغبين في التخرج. وقد أضاف رأي^(٢٢١) أن دورهم يُعدُّ بمثابة ضمانة للاستحواذ والاندماج مع الشركة الناشئة المستهدفة تلافياً لخطر الشطب والتصفية، ومن الممكن أن يقوم PIPE بشراء الأسهم بعد اندماج شركة SPAC مع الشركة الناشئة المستهدفة، وقد يكون هذا مستحسناً ويحافظ على قيمة سهم الشركة الناشئة المستهدفة بعد اندماجها مع شركة SPAC؛ حيث يقوم PIPE بضخ الأموال بموجب الاتفاقات الخاصة مع الشركة الناشئة المستهدفة بعد اندماجها وشراء أسهمها من مساهميها بدلاً من ترك أسهمها للبيع الحرّ في سوق التداول الثانوي؛ وذلك أسوة بالمتبّع كأحد طرق تخارج صندوق الملكية الخاصة من الشركات التي يستثمر بها^(٢٢٢)، وغالباً ما يكون دورهم متزامناً مع الدمج ولهدف استقطاب استثمارات PIPE يقوم الرعاة بتزويدهم بمعلومات سرية لتساعدهم في اتخاذ قرارات الاستثمار، وهذا يمكنهم من القيام بعمليات دراسة دقيقة موسعة، وعلاوة على ذلك يمكن لمستثمر PIPE التفاوض مسبقاً على حجم الاستثمار المحتمل وإذا كان المستثمر PIPE معروفاً جيداً كمستثمر ناجح، فيمكن للباقين المستثمرين الآخرين الاعتماد على الحكم الذي يصدره بشأن صفقة استحواذ شركة SPAC على الشركة الناشئة المستهدفة^(٢٢٣).

وقد زادت أهمية الاستثمار الخاص في الشركات المقيدة بدخول شركة SPAC؛ ومن ثم أصبح هذا التمويل مصدراً مهماً لزيادة رأس مال شركة SPAC بعد اندماجها

^(٢٢٠) المادة الثانية عشر مكرراً من قرار مجلس إدارة الهيئة رقم ١٧١ لسنة ٢٠٢١.

^(٢٢١) Passador, Maria Lucia, "In Vogue Again: The Re-Rise of SPACs in the IPO Market", Supra, p.150.

^(٢٢٢) أ.د. سامي عبد الباقي أبو صالح، صناديق استثمار الملكية الخاصة: التمويل من المهد إلى اللحد، مرجع سابق، ص ٢٦٢.

^(٢٢٣) Klausner, Michael, et al, "A Sober Look at SPACs", Supra, p.273.

مع الشركة الناشئة المستهدفة، وأشار رأي^(٢٢٤) إلى أنّ غالبًا ما يسعى الاستثمار الخاص في حقوق الملكية للاستثمار في الأوراق المالية المقيدة إلى تملك جزء من رأس مال الشركة، وغالبًا ما تكون الشركة الراغبة في التمويل (الشركة الناشئة) مفتقرة لخبرة الاستثمار عبر أسواق المال، كما تعاني من أداء منخفض، وتكون أسهمها ذات سيولة ضعيفة نسبيًا.

وهناك رأي^(٢٢٥) أضاف أنّ التمويل عن طريق PIPE يمثل وسيلة تمويل مهمة كذلك للشركات الكبيرة للوصول إلى شريحة أعلى في إحدى البورصات الرئيسية، كذلك وفقًا للقانون الأمريكي فإنّ التمويل في الأوراق المالية القابلة للتحويل لأسهم يستلزم من PIPE البقاء في الشركة بعد تحول استثماراتهم لأسهم لمدة لا تقل عن سنة، ولكن المشرع الأمريكي تخلى عن هذا الحكم بعد ذلك حيث سمح لـ PIPE ببيع الأسهم المملوكة في السوق الثانوي في أي وقت بدون وجود حظر زمني^(٢٢٦).

ومن النادر وجود مستثمرين يساهمون مباشرة في الشركات الناشئة، بل إنّ أكثرهم يُفضل الاستثمار من خلال كيانات مثل صناديق الاستثمار؛ وذلك لارتباط الاستثمار في الصناديق بمميزات كثيرة^(٢٢٧)، ولكن هذا لا يمنع من وجود الاستثمار الخاص المتمثل في البنوك وشركات التمويل أو شركات صناعية، كذلك من الممكن انتمائهم للقطاع العام؛ مثل صناديق الضمان الاجتماعي وصناديق المعاشات التي تقوم بالمشاركة في زيادة رأسمال شركات SPAC، أو حتى في شراء أسهم المساهمين الراضين لصفقة الاستحواذ على الشركة الناشئة المستهدفة.

وهناك رأي أضاف^(٢٢٨) أنّ وجود تمويل PIPE قد يستخدمه مؤسسو شركة SPAC لترغيب المستثمرين؛ حيث يمكن استخدامه لسداد مستحقات المساهمين غير الراغبين في إتمام الاستحواذ على الشركة الناشئة المستهدفة، وتقديم الضمانات لاستردادهم قيمة

^(٢٢٤) أ.د. سامي عبد الباقي أبو صالح، صناديق استثمار الملكية الخاصة: التمويل من المهد إلى اللحد، مرجع سابق، ص ٨١.

⁽²²⁵⁾ Vermeulen, Erik P.M, "High-Tech Companies and the Decision to Go Public: Are Backdoor Listings Still an Alternative to Front-Door Initial Public Offerings", Supra, p. 431.

⁽²²⁶⁾ Sjostrom, William K. Jr, "The Truth about Reverse Mergers", Supra, p.752
^(٢٢٧) أ.د. سامي عبد الباقي أبو صالح، صناديق استثمار الملكية الخاصة: التمويل من المهد إلى اللحد، مرجع سابق، ص ١٦٠.

⁽²²⁸⁾ Rodrigues, Usha, and Mike Stegemoller, "Exit, Voice, and Reputation: The Evolution of SPACs", Supra, p.895.

الأسهم التي اكتتبوا فيها بدون تكبيدهم لكثير من الخسائر أو التكاليف، وهو ما قضى به قرار الهيئة كبدل لسداد مستحقات المساهمين غير الراغبين في إتمام صفقة الاستحواذ. وقد رأى البعض⁽²²⁹⁾ أنّ حجم تمويل "PIPE" المتاح غالبًا ما يكون أقل بكثير من الأموال التي يتم جمعها في الاكتتاب العام الأولي IPO، علاوة على ذلك يكون تمويل "PIPE" في أغلب الأحوال مكلفًا بالمقارنة بين خيارات التمويل الأخرى، إلى جانب تضمينه شروطًا مرهقة، ولكن هذا التمويل يُمَثَّل الخيار التمويلي الوحيد الواقعي للعديد من الشركات الصغيرة، ويُعدُّ هذا التمويل مكلفًا لأنَّ الشركة تقوم بإعطاء أسهم في المقابل للمستثمرين من ال-PIPEs بخضم على سعر الأسهم العادية في الشركة، بالإضافة إلى حقوق أخرى كنسبة من الأرباح أو فائدة، وقد وجدت دراسة حديثة أنّ "الخصم الصافي الشامل" لصفقات PIPE يتراوح من ١٤.٣٪ إلى ٣٤.٧٪.

وقد رأينا أنّ الهيئة العامة للرقابة المالية أقرت التمويل من المستثمرين PIPEs في شركة SPAC، ويتعيّن على الهيئة تنظيم تمويلهم حتى لا تُترك الأمور للاتفاقات التعاقدية بدون أي ضوابط، وهو ما يؤدي للإضرار بشركة SPAC وقدرتها على البقاء كنظام قانوني يساعد على الاستحواذ على الشركات الناشئة وقيدتها في ببورصة الأوراق المالية، ويؤثر كذلك على المساهمين المستثمرين في شركة SPAC.

ومن الممكن أن يقوم صندوق التوسع leveraged-buyout LBO بالقيام بدور PIPEs؛ وعليه سيقوم بشراء حصة أيّ مساهم موجود بالفعل في شركة SPAC بعد زيادة رأسمالها، والرفض لعملية الاستحواذ على الشركة الناشئة المستهدفة؛ حيث سمح له المشرع⁽²³⁰⁾ بالتخارج من الشركة خلال ثلاثين يومًا من تاريخ التصويت في الجمعية العامة غير العادية.

كذلك رأى البعض⁽²³¹⁾ أنّ الرعاة يمكن أن يزاولوا دور PIPEs، والحقيقة أنه لا يُوجد ما يمنع قانونًا من ذلك؛ لخلوّ قرار الهيئة من المنع، وبهذا سيحصل الرعاة بموجب هذا التمويل على أسهم إضافية في رأس مال شركة SPAC وما يرتبط بها من ضمانات بعد الاندماج.

(229) Sjostrom, William K. Jr, "The Truth about Reverse Mergers", Supra, pp. 749 & 752 & 753.

(230) المادة الثانية عشر مكرّرًا (٩) من قرار مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية رقم ١٧١ لسنة ٢٠٢١.

(231) Paul, Akanksha Maria, "Jumping into the SPAC Race: Protecting the UK Retain Investor", Supra, p38.

وأضاف رأي^(٢٣٢) أنه في هذه الحالة سيكون للرعاة الحق في التصويت في حدود الأسهم المشتراة من المساهم الراض للصفقة؛ لأن الرعاة حلوا محلّه قانونًا، وهذا الحل يمثل عملة لها وجهان؛ أولهما: الحفاظ على إتمام شركة SPAC لغرضها في الاستحواذ على شركة ناشئة مستهدفة معينة، مع تحقيق مبدأ ارتباط الرعاة بالشركة "Skin in the game"، والوجه الآخر: هو احتمالية نشوء حالات تعارض المصالح، ونرى أنه يمكن تلافي ذلك الخطر بالنص صراحة بنشرة الطرح على هذه الفرضية، مع توضيح طرق توفّي حالات تعارض المصالح في حال حدوثها؛ ليكون واضحًا أمام باقي المساهمين كشرط اتفائيّ معلوم مسبقًا.

المبحث الرابع

امتثال شركة SPAC لأحكام القانون والقرارات الصادرة من الهيئة العامة للرقابة المالية المطلب الأول

امتثال شركة SPAC لأحكام ونصوص قانون الشركات رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١

قضى المشرع المصري بقانون الشركات^(٢٣٣) بأنه إذا كان ينتج عن الاندماج إنشاء شركة مساهمة جديدة؛ وجب اتباع إجراءات التأسيس، أمّا إذا تمّ الاندماج في شركة قائمة- وهي حالتنا- حيث يتم دمج الشركات الناشئة في شركة الـ SPAC فلذلك لا بد من ضرورة تقديم عقد الاندماج^(٢٣٤) مصحوبًا بنظام الشركة التي يتم الاندماج فيها (شركة SPAC) بعد تعديله إلى اللجنة المختصة^(٢٣٥) طبقًا للإجراءات المنصوص عليها بقانون الشركات^(٢٣٦)، مع مراعاة الأحكام الخاصة بالاندماج، ووجوب اتباع إجراءات القيد بالسجل التجاري والشهر المنصوص عليها قانونًا^(٢٣٧).

وقد يتطلّب القانون استكمال بعض الإجراءات الشكلية المرتبطة ببعض أنواع الأصول، أو قد يستبعد تطبيق هذه الإجراءات، كما ذهب البعض إلى أنّ الشركات

(232) Rodrigues, Usha, and Mike Stegemoller, "Exit, Voice, and Reputation: The Evolution of SPACs", Supra, p.895.

(233) المادة (٢٩٤) من قانون الشركات رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١.

(234) لا بد أن يتضمن عقد الاندماج البيانات الواردة بالمادة (٢٩٨) من اللائحة التنفيذية لقانون الشركات رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١.

(235) المادة (١٨) من قانون الشركات رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١.

(236) المادة (٤٤) وما بعدها من قانون الشركات رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١.

(237) المادة (٧٥) من قانون الشركات رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١.

الناشئة المستهدفة يمكنها أن تبقى مستفيدة من الإعفاءات الخاصة بها، وكذا تنتقل بعض الكفالات المرتبطة بنوع معين من الحقوق المملوكة للشركة الناشئة المستهدفة. ولم نر أن المشرع المصري تعرّض لمسألة الاستحواذ العكسي لا من قريب أو من بعيد، كما فعل المشرع الكويتي الذي أجاز الاستحواذ للشركات غير المدرجة على الشركات المدرجة، وقد عرفه المشرع الكويتي بأنه: أي ترتيب تقوم بموجبه شركة مدرجة بإصدار أسهم جديدة وعرضها على مساهمي شركة غير مدرجة عوضاً عن أسهمهم؛ بحيث تُمثّل الأسهم الجديدة أكثر من ٥٠% من الأسهم المصدرة في الشركة المدرجة بعد تنفيذ الاستحواذ^(٢٣٨)، ورغم تناول المشرع الكويتي للاستحواذ العكسي إلا أنه لم يرد بالقانون الكويتي في نطاق بحثنا ما يُنظم أحكام وقواعد شركة SPAC.

كذلك وفقاً لقانون الشركات المصري يجب على مجلس إدارة الشركات المندمجة والدامجة أو القائمين بإداراتهم بحسب الأحوال إيداع عقد الاندماج بوصفه تعديلاً على عقد الشركة المندمجة بمكتب السجل التجاري، الذي تم فيه الإيداع لأول مرة، وذلك بما يفيد انقضاء الشركة المندمجة و محو قيدها؛ وذلك تنفيذاً لقرار الاندماج من الجمعيات العامة غير العادية للشركة الدامجة والشركة المندمجة شريطة الحصول على موافقة ثلاثة أرباع رأس مال الشركتين، وتزول سلطة من كان ينوب عن الشركة الناشئة المستهدفة وتنتهي كل صفة له في تمثيلها، فلا يحق له المطالبة بحقوقها، وتكون الذمة المالية للشركة الدامجة هي وحدها الضامنة لجميع الديون^(٢٣٩).

وإذا ما نظرنا إلى ما جاء بقرار الهيئة سنجد أن عبارة "إذا لم تصل نسبة التصويت بالموافقة على الاستحواذ المقترح إلى النسبة القانونية المتطلبة في هذا الشأن..."، يتضح لنا أن الهيئة تركت نسبة التصويت وفق ما ينص عليه قانون الشركات الذي يستلزم الحصول على موافقة ثلاثة أرباع رأس المال، وهو أمر يبتعد عمّا أقره المشرع الأمريكي بشأن استحواذ شركة SPAC؛ حيث لم يستلزم الحصول على موافقة من مساهمي شركة SPAC بأغلبية معينة، بل أعطى لهم الحق في توضيح رأيهم

^(٢٣٨) الكتاب الأول من اللائحة التنفيذية، التعريفات من القانون الكويتي رقم ٧ لسنة ٢٠١٠. ومشار لدى: عايض راشد المري، حماية أقلية المساهمين في حال الاستحواذ على الشركة، دراسة مقارنة في القانون الكويتي، مجلة كلية القانون الكويتية العالمية، كلية القانون الكويتية العالمية، مج ٨، ع ٣١، ٢٠٢٠، ص ١١٦.

^(٢٣٩) طعن رقم ٢٧١٧ لسنة ٦٧ ق الصادر بجلسة ٨/٤/٢٠٠١، أ.د. خليل فيكتور تادرس، الشركات التجارية، ص ١١٤-١١٥.

والانسحاب حال عدم موافقتهم على الاستحواذ؛ وبناء عليه نرى أن المفترض ألا يطلب قرار الهيئة الحصول على الأغلبية القانونية؛ حيث إنه من المقرر أن الاستحواذ لا بدّ ألا يقل عن ٨٠% من رأسمال الشركة بعد الزيادة، وعليه فمن المفترض أن يكون قرار الجمعية العامة غير العادية صادرًا من نسبة ٨٠% وليس ٧٥% من رأسمال الشركة، وهي النسبة المقررة قانونًا لإتمام الاستحواذ.

في كلّ الأحوال يجب اتخاذ إجراءات التصفية في حال (١) انقضاء مدّة السنتين من تاريخ إجراءات زيادة رأس مال الشركة- التي استلزم المشرع^(٢٤٠) أن يتم طرحها في خلال شهر^(٢٤١) من تاريخ تأسيس الشركة- (٢) عدم استيفاء الحد الأدنى لرأس المال بعد الزيادة، وهو ١٠٠ مليون جنيه مصري، وساقّت دراسة^(٢٤٢) الأسباب والدوافع المؤدية لتصفية شركات SPACs في أمريكا حتى ١٥ يونيو ٢٠١٨؛ وهي كالاتي: (١) عدم تحقيق الحد الأقصى للمدة المحددة لإتمام الاستحواذ وهي ٢٤ شهرًا، (٢) اكتشاف مشكلات متعلقة بالشركة الناشئة المستهدفة، (٣) عدم العثور على شركة ناشئة مستهدفة، (٤) التوصل إلى إنهاء متفق عليه بين الأطراف، (٥) تحقيق تغيير في النموذج القانوني للشركة أو الظروف الاقتصادية الكبرى، (٦) عدم الوفاء بالشروط التعاقدية أو عدم إتمام الطرح العام.

كما يتضح أنّ الهيئة قد تعاملت مع الحساب البنكي لحصيلة الاكتتاب لشركة SPAC بشكل مغاير عن باقي الأدوات المالية كصناديق الاستثمار والصكوك الإسلامية وسندات التوريق؛ حيث وصفته بأنه حساب خاص يتم فتحه لدى أحد البنوك المرخص لها من البنك المركزي المصري، وهو ما يعنى أن أيّ بنك يستطيع القيام بهذا الدور بدون أن يكون مسجلاً بسجل أمناء الحفظ لدى الهيئة العامة للرقابة المالية، وعلى عكس النظام الأمريكي الذي تطلب أن يُفتح الحساب لدى أمين حفظ مستقل Independent Custodian^(٢٤٣)؛ وعليه ينبغي على الهيئة تعديل قرارها، واشتراط أن

^(٢٤٠) المادة (٨) من النموذج الاسترشادي للنظام الأساسي للشركة، الصادر بموجب القرار رقم ٢١٤٨ لسنة ٢٠٢١، التي تطبق ما جاء بالمادة الخامسة من قرار الهيئة العامة للرقابة المالية رقم ١٢١ لسنة ٢٠١٧.

^(٢٤١) قد تطول مدة الشهر المقررة وفقًا للقرار، فقد يستغرق أمر إدراج أسهم الشركة بالبورصة المصرية مدة تتراوح من ثلاثة إلى ستة أشهر.

⁽²⁴²⁾ Passador, Maria Lucia, "In Vogue Again: The Re-Rise of SPACs in the IPO Market", Supra, p.136.

⁽²⁴³⁾ Securities and Exchange Commission: Notices: Self-Regulatory Organizations; New York Stock Exchange LLC; Order Approving

يكون البنك المرخص له من البنك المركزي المصري المسئول عن الحساب البنكي لحصيلة الاكتتاب مرخصاً له بمزاولة نشاط أمناء الحفظ. وبموجب قرار الهيئة^(٢٤٤) يجب نشر تقرير الإفصاح عن الاندماج بعد الحصول على الموافقات اللازمة من السلطة المختصة بشركة SPAC والشركة الناشئة المستهدفة، كما سمحت بالموافقة على خروج بعض المساهمين واسترداد قيمة أسهمهم خلال ثلاثين يوماً، وهذا يتماشى مع ما ورد بقانون الشركات؛ حيث قضى القانون^(٢٤٥) بأنه يجوز للمساهمين الذين اعترضوا على قرار الاندماج أن يطلبوا إثبات اعتراضهم بمحضر جلسة الجمعية العامة غير العادية للشركة، كما يجوز لمن لم يحضر منهم الاجتماع بسبب عذر مقبول يمنعه من الحضور بشخصه أو بتوكيل غيره أن يبادر إلى إخطار مجلس إدارة الشركة بموجب كتاب موصى عليه مصحوب بعلم الوصول بطبيعة عذره وما يثبت صحته، ويشير إلى رغبته في التخارج من الشركة، ويلتزم مجلس إدارة الشركة بالرد على طلبه سواء بالرفض المسبب أو بالإيجاب في خلال خمسة عشر يوماً من تاريخ وصول طلبه المكتوب بعد التحقق من طبيعة عذره والرجوع إلى القواعد التي وضعتها الشركة وضمنتها الدعوة للجمعية التي تدعى لنظر عقد الاندماج، وفي جميع الأحوال يكون لمساهمي الشركة الراغبين في الحصول على قيمة أسهمهم أن يقدموا طلباً كتابياً بذلك سواء بالبريد المسجل أو بالتسليم باليد خلال ثلاثين يوماً من تاريخ قيد القرار الوزاري بالاندماج بالسجل التجاري.

وحسباً ما أقرته الهيئة بشأن مساهمي شركة SPAC الراضين لقرار الاستحواذ؛ حيث يحق لهم استرداد قيمة مساهمتهم في خلال ثلاثين يوماً من تاريخ اعتراضهم بدون انتظار قيد القرار الوزاري للاندماج، كما ورد بقانون الشركات، وهو ما يتماشى مع ما هو مطبق بالنظم القانونية المقارنة ومبدأ Voice and Exit؛ أي إبداء الرأي والخروج في حالة رفض الصفقة بدون انتظار أية إجراءات أخرى.

أمّا عن مسؤولية شركة SPAC بعد الاندماج عن التزامات وديون الشركة المندمجة (الناشئة)، فإنه يترتب على الاندماج بالضرورة زوال الشخصية القانونية للشركات المندمجة وانتقال كافة موجوداتها إلى الشركة الدامجة (شركة SPAC)، وهو ما يُعرّف

Proposed Rule Change to Adopt New Initial and Continued Listing Standards to List Securities of Special Purpose Acquisition Companies: [FR DOC # E8-10537].", vol. 73, no. Tuesday, May 13, 2008, 2008, p.27599.

^(٢٤٤) المادة الثانية عشرة مكرراً (١١) من قرار مجلس إدارة الهيئة رقم ١٧١ لسنة ٢٠٢١.

^(٢٤٥) المادة (٢٩٥) اللائحة التنفيذية لقانون الشركات رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١.

بالاندماج بالابتلاع أو بالضم^(٢٤٦)، وذلك دون تصفية، وفي هذه الحالة يُعدّ الاندماج انقضاءً من نوع خاص للشركة^(٢٤٧)، وأخذ المشرع المصري بهذا الاتجاه بنصه على أن "تعتبر في حالة تصفية كل شركة بعد حلها أو انتهاء مدتها أو انقضائها لأي سبب غير الاندماج"^(٢٤٨).

وهذا يستلزم وفقاً للقانون المصري^(٢٤٩) تقييم أصول الشركة الناشئة المستهدفة بما تحتويه من أصول عينية^(٢٥٠)، وتعامل كحصة عينية؛ ومن ثمّ فإن الحقوق الأصلية والتبعية والشخصية وديون الشركة الناشئة في هذه الحالة لا تكون محلّ إجراءات تصفية لاتجاه المشرع^(٢٥١)، على أن "تعتبر الشركة المندمج فيها أو الشركة الناشئة عن الاندماج خلفاً للشركات المندمجة، وتحل محلّها حلوّاً قانونيّاً فيما لها وما عليها، وذلك في حدود ما اتفق عليه في عقد الاندماج مع عدم الإخلال بحقوق الدائنين"، كما يجوز تداول أسهم الشركة الناتجة عن الاندماج أو الأسهم التي تعطى مقابل رأس مال الشركة المندمجة بمجرد إصدارها^(٢٥٢).

كذلك وفقاً للقانون^(٢٥٣) تعتبر الشركة الدامجة المدين بالنسبة لكافة ديون الشركة المندمجة بمجرد إتمام إجراءات الاندماج، ومن هذا المنطلق فقد قضت محكمة النقض^(٢٥٤) "أنه بمقتضى هذا النوع من الاندماجات يؤدي إلى فناء شخصية الشركة

^(٢٤٦) أ.د. محمد فريد العويني، الشركات التجارية، دار المطبوعات الجامعية، الإسكندرية، ٢٠٠٢، ص ٥٥٦.

^(٢٤٧) أ.د. خليل فيكتور تادرس، تقسيم الشركة من الوجهة القانونية، القاهرة: دار النهضة العربية، ٢٠٠٧، ص ٣٩، ٤٠.

^(٢٤٨) المادة (١٣٧) من قانون الشركات رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١، والمعدلة بموجب القانون رقم (٤) لسنة ٢٠١٨.

^(٢٤٩) المادة (٢٩٠) من اللائحة التنفيذية لقانون الشركات رقم ١٩٨١.

^(٢٥٠) ويتم تنظيم أحكام الحصة العينية طبقاً لنص المادة (٢٦) و(٢٧) من اللائحة التنفيذية لقانون الشركات رقم (١٥٩) لسنة ١٩٨١.

^(٢٥١) المادة (١٣٢) من قانون الشركات رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١.

^(٢٥٢) المادة (١٣٣) من قانون الشركات رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١.

^(٢٥٣) المادة (٢٩٨) من اللائحة التنفيذية لقانون الشركات رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١.

^(٢٥٤) طعن رقم ٢٧١٧ لسنة ٦٧ ق الصادر بجلسة ٢٠٠١/٤/٨.

المندمجة في شخصية الشركة الدامجة التي تظل محتفظة بشخصيتها القانونية؛ ومن ثم تنتقل جميع حقوق والتزامات الشركة المندمجة إلى الشركة الدامجة".

ونستخلص ممّا سبق أن شركة SPAC بعد اندماجها مع الشركة الناشئة هي شركة متميّعة بالشخصية المعنوية؛ ومن ثم فإنها ستتعامل مع الغير وتُسأل عن كل الالتزامات، سواء التي تخصها وتخص الشركة الناشئة المستهدفة؛ وعليه فإن اندماج شركة SPAC مع الشركة الناشئة مؤداه الخلافة العامة لشركة SPAC فيما للشركة الناشئة المستهدفة من حقوق وما عليها من التزامات، وأثر ذلك هو وجوب اختصام شركة SPAC دون غيرها في خصوص هذه الحقوق والالتزامات^(٢٥٥).

ويحمي القانون المصري كذلك الدائنين عند اندماج الشركات^(٢٥٦)؛ حيث تكون الشركة الدامجة خلفاً عاماً للشركة المندمجة وتحلّ محلها قانوناً في حدود ما تم الاتفاق عليه بعقد الاندماج، فتكون شركة SPAC مدينة بدون حاجة إلى تجديد الدين، وإذا كان الدين مضموناً برهن لصالح دائني الشركة فينتقل الدين محملاً بضماناته ذاتها.

كذلك لا تكون هناك آثار للاندماج على المديونيات المستحقة للشركة؛ إذ إن شركة SPAC لها الحق في تحصيل هذه الحقوق، ووفقاً للقواعد العامة ينبغي إعلان المدين بتغيير الدائن تطبيقاً لقواعد حوالة الحق طبقاً للقانون المدني المصري^(٢٥٧)، أمّا إذا كانت الشركة مدينة تجاه الغير فينبغي في هذه الحالة تطلب موافقة الدائن لنفاذ حوالة الدين، كما أنّ من آثار الاندماج- على سبيل المثال- أن تكون عقود الإيجار السابق إبرامها مع الشركة الناشئة المستهدفة سارية في مواجهة شركة SPAC، ويسري ذلك الأمر بشأن عقود العمل^(٢٥٨)؛ حيث يظلّ العاملون بالشركة الناشئة المستهدفة مستمرين في العمل في الشركة بعد اندماجها مع شركة SPAC.

وطبقاً للقانون المصري تلتزم الشركة عند اندماجها بإخطار حاملي السندات بكتاب مسجل بعلم الوصول، ويكون لهم الحق قانوناً في استرداد قيمة سنداتهم وفوائدها، ولحملة السندات الحق في طلب الاسترداد خلال ثلاثة أشهر من تاريخ إخطارهم^(٢٥٩)، كما أجاز

(٢٥٥) أ. د. سميحة القليوبي، الشركات التجارية، ٢٠١٨، ص ١٩٠.

(٢٥٦) المادة (١٣٢) من قانون الشركات رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١.

(٢٥٧) المادة (٣٠٥) من القانون المدني المصري.

(٢٥٨) المادة (٩) من قانون العمل المصري رقم ١٢ لسنة ٢٠٠٣.

(٢٥٩) المادة (٢٩٧) من قانون الشركات رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١.

القانون المصري للدائنين من غير حملة السندات أن يطلبوا من الشركة المختصة تقرير ضمانات لهم تجاه الشركة الدامجة^(٢٦٠).

والسؤال الذي يطرح نفسه: هل الاندماج عن طريق شركة SPAC من الناحية الضريبية أفضل من طرح أسهم الشركات الناشئة ببورصة الأوراق المالية عن طريق الاكتتاب العام الأولي IPO؟

وللرد على هذا التساؤل فإنَّ قيد أسهم الشركات الناشئة عن طريق الاندماج العكسي مع شركة SPAC يطبق بشأنه ما قضت به المادة (١٣٤) من قانون الشركات^(٢٦١) بشأن إعفاء الشركات المندمجة ومساهميها كما تُعفى الشركة المندمج فيها أو الشركة الناتجة من جميع الضرائب والرسوم التي تستحق بسبب الاندماج.

ولا يترتب على الاندماج الإعفاء من الخضوع للضرائب كما كان مقرراً سابقاً، فبموجب التعديل بموجب قانون رقم ١١ لسنة ٢٠١٣ نصت المادة (٥٣) من قانون الضرائب رقم (٩١) لسنة ٢٠٠٥ على تأجيل الخضوع للضريبة؛ حيث نصت المادة على أن "تخضع لضريبة الأرباح الرأسمالية الناتجة عن إعادة التقييم، بما فيها أرباح الاستحواذ في حالة تغيير الشكل القانوني للشخص الاعتباري، ويكون للشخص الاعتباري تأجيل الخضوع للضريبة بشرط إثبات الأصول والالتزامات بقيمتها الدفترية وقت تغيير الشكل القانوني وذلك لأغراض حساب الضريبة، وأن يتم حساب الإهلاك على الأصول وترحيل المخصصات والاحتياطات وفقاً للقواعد المقررة قبل إجراء هذا التغيير".

ويُعدُّ تغييراً للشكل القانوني على الأخص ما يأتي: (١) اندماج شركتين مقيمتين أو أكثر، (٢) ...، (٣) ...، (٤) شراء أو الاستحواذ على ٣٣% أو أكثر من الأسهم أو حقوق التصويت، سواء من حيث العدد أو القيمة في شركة مقيمة، (٥) شراء أو الاستحواذ على ٣٣% أو أكثر من أصول والتزامات شركة مقيمة من قبل شركة مقيمة أخرى و(٦)....

كما يشترط لتأجيل الخضوع للضريبة ألا يتصرف في الأسهم أو الحصص الناتجة عن تغيير الشكل القانوني خلال الثلاث السنوات التالية لتاريخ تغيير الشكل القانوني، أو ألا يكون أحد أطراف عملية تغيير الشكل القانوني شخصاً غير مقيم.

وقد ذهب البعض إلى أنَّ تقويم الحصة العينية للشركات الناشئة المستهدفة في حالة الاندماج يتم تقديره على مجموع الذمة المالية للشركة^(٢٦٢).

^(٢٦٠) المادة (٢٩٨) من قانون الشركات رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١.

^(٢٦١) المادة (١٣٤) من قانون الشركات رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١.

^(٢٦٢) د. خالد حمد عايد العازمي، الآثار القانونية لاندماج الشركات على حقوق الشركاء والدائنين، رسالة

دكتوراه، حقوق القاهرة، ٢٠٠٤، ص ٣٦٤.

المطلب الثاني**امتثال شركة SPAC للقرارات الصادرة من الهيئة**

كما رأينا من المعلومات السابق سردها بالمباحث السابقة أنّ هناك اختلافاً في قواعد نقل ملكية أسهم شركة SPAC عن باقي نقل ملكية أسهم الشركات المقيد لها أسهم في البورصة بالنظم القانونية المقارنة، كما تختلف قواعد نقل ملكية الأسهم التي يجب اتباعها بحسب حجم الشركة وطبيعة عملياتها وفق النظام القانوني المصري، فإنّ نقل الملكية للشركات المقيدة بالبورصة المصرية يستلزم وجود مجموعة من العقود المرتبطة ونشرة طرح مصدق عليها من الهيئة العامة للرقابة المالية بصفتها الجهة الرقابية المختصة، بالإضافة إلى ضرورة الإعلان عن الصفقة.

والسؤال هنا: ما مدى انطباق قواعد نقل الملكية الواردة بالقرار رقم ٥٣ لسنة

٢٠١٨ وفق تعديلاته على نقل ملكية أسهم شركة SPAC؟

نرى انطباق قواعد نقل الملكية الواردة بالقرار على نقل ملكية أسهم شركة SPAC؛ حيث وردت قواعد شركة SPAC لأول مرة بقرار مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية رقم ١٧١ لسنة ٢٠٢١، وهو القرار المعدل لقرار رقم ٥٣ لسنة ٢٠١٨ المتعلق بضوابط الترخيص واستمراره وقواعد تملك أسهم الشركات العاملة في الأنشطة المالية غير المصرفية، وشركة SPAC تعد شركة من هذه الشركات؛ لأنها مرخص لها بمزاولة نشاط رأس المال المخاطر، وكذلك فهي شركة مدرجة ببورصة الأوراق المالية.

وعليه فوفقاً للقرار رقم ٥٣ لسنة ٢٠١٨ يتعيّن الإفصاح عن المستفيد النهائي للمساهمين، كما يتعين على المساهم في شركة SPAC الذي يمتلك ٥% من رأس مال الشركة أو حقوق التصويت أن يخطر الهيئة بذلك خلال أسبوعين من تملكه، ولا يجوز زيادة ملكية مساهم - مالك لنسبة ١٠% - لنسبة ٥% إضافية ومضاعفتها إلا بعد الحصول على موافقة الهيئة^(٢٦٣)، ورغم عدم النص صراحة بالأحكام المنظمة لشركة SPAC على تطبيق تلك القواعد إلا أن ارتباط أحكام شركة SPAC بنصوص القرار رقم ٥٣ لسنة ٢٠١٨ تعني انسحاب مواده على الشركة، ومن المؤكّد أن تطبيق مواد القرار رقم ٥٣ لسنة ٢٠١٨ يحدّ من احتمالية وجود تعارض في المصالح عند التصويت على قرار الاستحواذ على الشركة الناشئة المستهدفة خاصة، وحمايةً لمصالح الأقلية من المساهمين بالشركة.

^(٢٦٣) المادة السادسة من قرار مجلس إدارة الهيئة رقم ٥٣ لسنة ٢٠١٨ وفق آخر تعديلاته المنشورة في

وعموماً كان يتعين على الهيئة أن تقوم بسنّ قرار منفصل لتنظيم أحكام شركة SPAC، كما فعلت من قبل عند تنظيمها لأحكام شركات الاستثمار المباشر، ومن السليبات هو إلصاق تنظيم الشركة ضمن نصوص قرار أدخل عليه التعديل عدة مرات منذ تاريخ صدره في ٢٠١٨، وما زال هذا القرار محلّ تعديلات مستقبلية. ونتيجة لاعتبار الهيئة أنّ شركة SPAC من الشركات التي تمارس نشاط رأس المال المخاطر، وبموجبه استلزمت ضرورة حصول شركات SPAC على ترخيص مزاولة نشاط رأس المال المخاطر؛ وعليه فإن هذا الطلب يثير اللغط ولم يتبعه المشرع الأمريكي أو البريطاني الذي اعتبرها شركة مالية فارغة Shell company، على الرغم من أنّ هدف شركة SPAC هو غرض وحيد؛ وهو الاستحواذ بغرض الاندماج مع شركة ناشئة مستهدفة أخرى تستمر فور قيامها بالاستحواذ على الشركة الناشئة المستهدفة وتزاول نشاط الشركة الناشئة المستهدفة؛ ومن ثم فمن الأساس كان على الهيئة ألا تطلب أن ترخّص الشركة على أنها تمارس نشاط رأس المال المخاطر؛ وذلك حتى تُقبل عليها المؤسسات المالية والمستثمرون المؤهلون الذين يجدون صعوبة في فهمها.

ومصدر غموض شركة SPAC بالنسبة للعاملين في سوق المال في مصر هو أنّ مفهومها الوارد بالنظم القانونية المقارنة في نهاية المطاف هو الاندماج مع الشركة الناشئة المستهدفة، وهو ما لم يظهر بوضوح بقرار الهيئة الذي أفرد عدة صور لاستحواذ شركة SPAC على الشركة المستهدفة، ولم يراع الطبيعة الخاصة لشركة SPAC؛ حيث طبق حرفياً قواعد الاستحواذ الواردة بقانون الشركات المصري رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١. وأقرّ البعض^(٢٦٤) أنّ هناك تفرقة بين الاندماج والاستحواذ رغم تشابههما في أنهما وسيلتان لتكوين مجموع من الشركات أو الكيانات الاقتصادية الكبيرة، ويكون الاستحواذ كاملاً عندما تشتري الشركة المستحوذة جميع أصول الشركة الناشئة المستهدفة، والاختلاف بينهما أنّ الهدف من الاستحواذ هو تمكين الشركة المستحوذة من السيطرة على الشركة الناشئة المستهدفة بنسبة تصل إلى ١٠٠% - وهذا ما ذكرته الهيئة بقرارها - وهذه ليست حالتنا؛ لأنه سيتدبّر عليه بقاء الشخصية المعنوية للشركتين، أمّا الاندماج المتعلق بشركة SPAC هو انتهاء الشخصية المعنوية للشركة الناشئة المستهدفة وإلغاء قيدها في السجل التجاري، وهو المطبّق في النظم القانونية المقارنة؛ وعليه فإن

^(٢٦٤) أساور حامد عبد الرحمن، اتفاق الاستحواذ على الشركات، مجلة كلية القانون للعلوم القانونية

والسياسية، جامعة كركوك، مج ٢، ع ٦٤، ٢٠١٣، ص ٣٤٥.

الاستحواذ المذكور في غرض شركة SPAC هو مرحلة تمهيدية لاندماج الشركة مع الشركة الناشئة المستهدفة.

أما بالنسبة لقرار مجلس إدارة الهيئة رقم ٢١٤٨ لسنة ٢٠٢١ المنشور بموجب النموذج الاسترشادي للنظام الأساسي لشركة SPAC؛

فقد تطّلت الهيئة في أكثر من موضع أن تؤسس شركة SPAC، وأن يتم زيادة رأسمالها في خلال شهر من تاريخ تأسيسها، كذلك يستلزم قيام المؤسسين أو الرعاة بسداد كامل قيمة مساهمتهم في الشركة عند التأسيس^(٢٦٥)، ولكن سنجد أن اللائحة الاسترشادية لم تتماش مع ما نصّ عليه القرار؛ حيث ورد بنموذج النظام الاسترشادي للشركة^(٢٦٦): "يجب الوفاء بباقي قيمة الأسهم التي لم يتم دفع قيمتها بالكامل خلال مدة لا تتجاوز خمس سنوات..."، وكان يتعيّن على الهيئة العامة للرقابة المالية أن تصدر نماذج استرشادية متماشية مع طبيعة شركة SPAC ومدتها التي لا تتعدى السنتين.

كذلك سمح النظام الأساسي الاسترشادي لشركة^(٢٦٧) SPAC بإمكانية وجود أسهم لحاملها وأعطاهم الحق في حضور الجمعية العامة للشركة دون الاشتراك في التصويت، ثم عاد في المادة ذاتها ورفض حضورهم^(٢٦٨)، وما يؤكّد حضور الأسهم لحاملها هو إقرار الحق لهم في طلب انعقاد الجمعيات العامة في حالة تراخي مجلس الإدارة أو رئيسه عن دعوة الجمعية العمومية^(٢٦٩)، ومن الثابت أن إقرار وجود الأسهم لحاملها يتعارض مع تعديل قانون سوق رأس المال الذي منع الشركات من إصدار أسهم لحاملها، وكان يتعيّن على الهيئة تدارك ذلك الأمر وأخذ بعين الاعتبار بالنسبة لرأس

^(٢٦٥) المادة الثانية عشر مكرراً (١) من قرار الهيئة رقم (١٧١) لسنة ٢٠٢١.

^(٢٦٦) المادة (٩) من النظام الأساسي الاسترشادي لشركة SPAC الصادر بقرار رئيس الهيئة العامة للرقابة المالية رقم ٢١٤٨ لسنة ٢٠٢١.

^(٢٦٧) المادة (١٦) من النظام الأساسي الاسترشادي لشركة SPAC الصادر بقرار رئيس الهيئة العامة للرقابة المالية رقم ٢١٤٨ لسنة ٢٠٢١.

^(٢٦٨) المادة (٣٥) من النظام الأساسي الاسترشادي لشركة SPAC الصادر بقرار رئيس الهيئة العامة للرقابة المالية رقم ٢١٤٨ لسنة ٢٠٢١.

^(٢٦٩) المادة (٣٧) من النظام الأساسي الاسترشادي لشركة SPAC الصادر بقرار رئيس الهيئة العامة للرقابة المالية رقم ٢١٤٨ لسنة ٢٠٢١.

مال شركة SPAC للحفاظ على حقوق المساهمين المكتتبين في زيادة رأسمالها وتجنبيهم الوقوع في الغش بأي حال من الأحوال.

أما بالنسبة لقواعد الحوكمة المطبقة على الأنشطة المالية غير المصرفية الواردة بقرار مجلس إدارة الهيئة رقم ١٠٠ لسنة ٢٠٢٠ (٢٧٠)؛

فمنظراً لأنَّ الشركة تعدُّ من الشركات الواجب عليها الالتزام بقواعد الحوكمة، والهدف هو ضمان وجود المراجعة الداخلية من خلال زيادة فعالية مجلس إدارة الشركة وضمن حقوق المساهمين وأصحاب المصالح في الشركات، وبيان قدرة الشركة على إدارة المخاطر والإفصاح عن طبيعتها وكيفية التعامل معها ومدى تأثيرها على الأداء المالي، ولا شكَّ أن حوكمة المؤسسات المالية يجلب أهمية أساسية لبناء الكفاءات والمعارف للابتكار ولإدراك فرص استثمارية جديدة لخلق القيمة^(٢٧١)، ويظهر هذا الدور ويتجلى بعد اندماج شركة SPAC مع الشركة الناشئة المستهدفة.

خاتمة البحث

النتائج:

أولاً: رغم انتشار الاستحواذ العكسي عن طريق شركة SPAC وتزايدها في الولايات المتحدة الأمريكية والمملكة المتحدة بعض الشيء وأستراليا، إلا إنه في الآونة الأخيرة قد تراجع استخدامها كبديل للاكتتاب العام الأولي؛ ويرجع ذلك بشكل كبير إلى السمعة السيئة المرتبطة بالشركة قديماً، وإدخال قواعد ولوائح للإفصاح والتقارير الدورية أكثر صرامة لحماية المستثمرين وزيادة الرقابة التنظيمية من الجهات الرقابية، بالإضافة إلى الصعوبات التي تواجه استمرار قيد الشركات الصغيرة الناشئة بالبورصة بعد طرحها، سواء بالاكنتتاب العام الأولي إن كانت تقوى عليه، أو عن طريق الاندماج مع شركة SPAC.

ثانياً: إنَّ الحاجة ملحة لقيام كلِّ من المؤسسات المالية والبنوك وصناديق الملكية الخاصة وصناديق المعاشات بتبني شركة SPAC في مصر، فدورهم مهم في ذلك؛

^(٢٧٠) وورد بهذا القرار إلغاء قرارات الحوكمة؛ ومنها القرار رقم ١٠٧ لسنة ٢٠١٦ بشأن قواعد حوكمة الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية، والقرار رقم ١٦٤ لسنة ٢٠١٨ بشأن القواعد التنفيذية لحوكمة الشركات المرخص لها بمزاولة نشاطي التأجير التمويلي والتخصيم، والقرار رقم ٦١ لسنة ٢٠٢٠ بشأن القواعد التنفيذية لحوكمة شركات التمويل الاستهلاكي.

^(٢٧١) زينب خلفه ساهل، حوكمة الشركات الممولة برأس المال المخاطر: دراسة نظرية للعلاقة بين المخاطر برأس المال/ ميسر، مرجع سابق، ص ٢٣٩.

كونهم من الرعاة الذين يقومون بتأسيس الشركة، حيث تطلب قرار الهيئة أن يكون ٥٠% من رأسمال الشركة مكوناً من الأشخاص الاعتبارية، وبما لا تقل نسبة مساهمة المؤسسات المالية عن ٢٥%، كما أنهم من المساهمين المكتتبين في أسهم الزيادة، سواء من خلال الاكتتاب العام أو الطرح الخاص؛ فهم الأشخاص القادرون على تجميع رؤوس الأموال من صغار المستثمرين ولديهم الخبرة في مجالات عدّة من أنشطة الشركات الناشئة المستهدفة، كما أنّ لهم صوتاً مؤثراً عند اتخاذ قرار الاستحواذ على الشركة الناشئة المستهدفة، ولا يمكن أن ننسى أنهم يمثلون أيضاً التمويل الإضافي PIPES القادر على تمويل الاستحواذ عند خروج المساهمين الراضين للاستحواذ؛ وعليه فانتشار وازدهار العمل بشركة SPAC لن يكون إلا من خلال هذه الكيانات المالية المصرفية وغير المصرفية من أجل مساعدة الشركات الناشئة لتوسعة نشاطهم من خلال قيد أسهمهم ببورصة الأوراق المالية.

ثالثاً: لا بد من توفير بعض المعايير التي ستزيد من فرص الشركات الناشئة في الطرح بالبورصة عن طريق الاندماج مع شركة SPAC؛ مثل: تحقق المركز المالي للرعاة، والإفصاح عن هيكل عملية الاستحواذ وهيكل رأس المال والإدارة للشركة الناشئة المستهدفة والضمانات المرتبطة المقدمة للمستثمرين وأية مخاطر محتملة بعد الاندماج؛ بحيث يتم الاندماج ويكون متماشياً مع القوانين واللوائح وقواعد الإفصاح المنظمة بكلّ دولة.

رابعاً: لا يمكن القول بأنّ التكاليف المرتبطة بـ SPACs هي أعلى أو أقل من الاكتتاب العام الأولي؛ لأن العبرة هي من الزاوية التي ننظر إليها لهذه المصروفات، فإذا كانت الشركة الناشئة المستهدفة تتحملها - كما هو الحال في الطرح العام الأولي (IPO) - فيمكن القول بأن شركة SPAC ستكون بديلاً ممتازاً للمساهمين والرعاة، ولكن لأنه معروف أن مساهمي SPAC يتحملون هذه التكاليف، فيمكن أن يكون SPAC وسيلة أرخص للذهاب إلى البورصة من وجهة نظر الشركة الناشئة المستهدفة.

التوصيات:

أولاً: لا بدّ أن تقوم هيئة الرقابة المالية والبورصة المصرية بفرض إجراءات ولوائح ميسرة بشأن قيد شركة SPAC قبل الاستحواذ، وعلى وجه الخصوص تخفيف متطلبات الإفصاح، وأن يكون ذلك بشكل متوازن من أجل زيادة قيمتها وقدرتها على جذب الشركات الناشئة غير المقيدة لتصبح شركات مقيدة.

ثانياً: إعطاء فترة سماح للشركة الناشئة المقيدة بموجب الاستحواذ العكسي SPACs، ولتكن خمس سنوات كما هو معمول به في النظم القانونية المقارنة، قبل إلزامها بقواعد الإفصاح المطلوبة على الشركات المقيدة بالبورصة كاملة؛ وذلك لتدعيم استمرار قيد هذه الشركات التي لا تقوى على تحمل نفقات التسجيل والإفصاح وغيرها من المصروفات المطلوبة من الشركات المقيدة بالبورصة.

ثالثاً: يتعيّن على الهيئة استبعاد التزام شركة SPAC بالتعاقد مع شركة خدمات الإدارة؛ لعدم وجود دور حقيقي لهذه الشركات مرتبط بهيكل عمل الشركة، ويجد ذلك مبرره في عدم تطلب المشرّع لوجودها في شركات الاستثمار المباشر التي تزاول نشاط رأس المال المخاطر، وكذلك عدم تطلب المشرّع وجودها عموماً في الشركات المقيد لها أسهم في البورصة.

رابعاً: يتعيّن تعديل قرار الهيئة^(٢٧٢) الذي تطلب الحصول على النسبة القانونية للتصويت بالموافقة على استحواذ شركة SPAC على الشركة الناشئة المستهدفة لتتماشى مع ما هو مطبّق بالنظم القانونية المقارنة التي عظمت من قدرة المستثمر على الخروج من الشركة والحصول على أمواله حال إبداء رغبته في عدم المضىّ قُدماً في صفقة الاستحواذ، وهو مبدأ voice and exit، فلم يعد المطلوب التصويت بالموافقة على الاستحواذ بنسبة تصويت معينة كما كان معمولاً به في بداية العمل بشركة SPAC في الولايات المتحدة الأمريكية التي كانت تتطلب موافقة ٨٠% من المساهمين، إنما المطلوب هو ألاّ يعترض على الاستحواذ على الشركة الناشئة المستهدفة أكثر من ٢٠% من رأس مال الشركة بعد الزيادة.

خامساً: يتعيّن على الرعاة عند إعدادهم لنشرات الطرح لزيادة رأسمال شركة SPAC أن يتمّ تضمينها لأحكام تكون أكثر فائدة للمساهمين بطرق عدة: (أ) العمل على جذب المستثمرين دون الاعتماد على تحفيزهم بتقديم شهادات أو حقوق إضافية، (ب) أن يحصل الرعاة على أتعاب ومكاسب أقل؛ بحيث تتم الموازنة بين حوافز الرعاة ومصالح المساهمين، (ج) أن يتمّ احتساب أتعاب مدير الإصدار أو مروجي وضامني الاكتتاب على أساس خصم قيمة الأسهم التي لم يتم استردادها من المبالغ الموجودة في الحساب البنكي المخصص لحصيلة الاكتتاب، (د) زيادة نسبة التمويل الإضافي PIPE؛ لأنه سبيل للتأكد من المركز المالي للشركة الناشئة المستهدفة، وأنها لا تعاني من مشاكل مالية أو إدارية مؤدية إلى انخفاض أسعارها بعد الاندماج مع شركة SPAC.

^(٢٧٢) قرار مجلس إدارة الهيئة رقم ١٧١ لسنة ٢٠٢١.

قائمة المراجع

المراجع العربية:

- ١- أ.د. سميحة الفليوبي، الشركات التجارية، القاهرة: دار النهضة العربية، ٢٠١٨.
- ٢- أ.د. خليل فيكتور تادرس، تقسيم الشركة من الوجهة القانونية، القاهرة: دار النهضة العربية، ٢٠٠٧.
- ٣- أ.د. خليل فيكتور تادرس، الشركات التجارية، دار النهضة العربية.
- ٤- أ.د. سامي عبد الباقي أبو صالح، صناديق استثمار الملكية الخاصة: التمويل من المهد إلى اللحد، القاهرة: دار النهضة العربية، ٢٠١٢.
- ٥- حازم محفوظ محمد نويجي، دور المراجعة الداخلية الحديثة في استدامة الشركات المقيدة بالبورصة، الجمعية العلمية للدراسات والبحوث التطبيقية، مجلة العلوم التجارية والبيئية، م ١، ١٤، ٢٠٢٢.
- ٦- زينب خلفه ساهل، حوكمة الشركات الممولة برأس المال المخاطر: دراسة نظرية للعلاقة بين المخاطر برأس المال/ ميسر، مجلة الباحث الاقتصادي، جامعة سيكدة، مج ٦، ع ٩، ٢٠١٨.
- ٧- هاني توفيق، شركات رأس المال المخاطر، سلسلة المنتدى الاقتصادي- اللقاء الثاني: الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية، جامعة الأزهر، مركز صالح عبد الله كامل للاقتصاد الإسلامي، ١٩٩٧.
- ٨- محمد عبده محمد مصطفى، تقييم أداء الطروحات العامة الأولية في السوق المصري للأوراق المالية، المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة، كلية التجارة، جامعة عين شمس، ٢٠٠٧.
- ٩- عايض راشد المري، حماية أقلية المساهمين في حال الاستحواذ على الشركة، دراسة مقارنة في القانون الكويتي، مجلة كلية القانون الكويتية العالمية، كلية القانون الكويتية العالمية، مج ٨، ع ٣١، ٢٠٢٠.
- ١٠- أساور حامد عبد الرحمن، اتفاق الاستحواذ على الشركات، مجلة كلية القانون للعلوم القانونية والسياسية، جامعة كركوك، مج ٢، ع ٦٤، ٢٠١٣.
- ١١- سماح العطا بابكر محمد، مسؤولية المؤسس في شركة المساهمة، مجلة الشريعة والقانون، جامعة إفريقيا العالمية- كلية الشريعة والقانون وكلية الدراسات الإسلامية، ع ٣٥، ٢٠٢٠.
- ١٢- أ. محمد حنفي محمود محمد، "صنع قرار الاستثمار في صناديق الاستثمار الدولية النشاط العاملة في سوق رأس المال المصري" (رسالة ماجستير غير منشورة، كلية الاقتصاد والعلوم السياسية - قسم الإدارة العامة، جامعة القاهرة، ٢٠٠١).

- ١٣- د. خالد حمد عايد العازمي، الآثار القانونية لاندماج الشركات على حقوق الشركاء والدائنين، رسالة دكتوراه، حقوق القاهرة، ٢٠٠٤.
- ١٤- أمال كامل عبد الله، النظام القانوني لعقود مبادلة الأصول المالية المنقولة Swaps، رسالة دكتوراه، كلية الحقوق، جامعة الإسكندرية، منشأة المعارف بالإسكندرية، ٢٠٠٤.
- ١٥- محمد فريد العويني، الشركات التجارية، دار المطبوعات الجامعية، الإسكندرية، ٢٠٠٢.
- ١٦- بلال عبد المطلب بدوي، الالتزام بالإفصاح عن المعلومات في سوق الأوراق المالية، دراسة مقارنة في القانونين المصري والإماراتي، دار النهضة العربية، ٢٠٠٦.
- ١٧- فادي توكل، الرقابة الخارجية لحماية المساهمين في شركات المساهمة، دار النهضة العربية، ٢٠١٣.
- ١٨- حسين فهمي، التنظيم القانوني لاسترداد وشراء الشركة لأسهمها، دار النهضة العربية، ١٩٩٦.
- ١٩- ساهر أحمد عبد النافع عبد الله، التنظيم القانوني للطرح الخاص للأوراق المالية، رسالة دكتوراه، كلية الحقوق، جامعة القاهرة، ٢٠١٤.
- ٢٠- عبد الله عمر محمود الذنبيات، الجوانب القانونية للتعامل في أسهم الخزينة (دراسة مقارنة)، رسالة دكتوراه، كلية الحقوق، جامعة القاهرة، ٢٠١٧.
- ٢١- حنان سيد أحمد عبد المنعم، النظام القانوني لعملية الطرح الخاص للأوراق المالية، رسالة دكتوراه، كلية الحقوق، جامعة القاهرة، ٢٠١٦.

المراجع الأجنبية:

- 1- Heyman, Derek K. "From Blank Check to SPAC: The Regulator's Response to the Market, and the Market's Response to the Regulation." *Entrepreneurial Business Law Journal*, vol. 2, no. 1, 2007, p. 531-552. HeinOnline.
- 2- Eric J. Savitz, *The New Blind Pools*, BARRON'S, Dec. 12, 2005, at 21.
- 3- Sjostrom, William K. Jr. "The Truth about Reverse Mergers." *Entrepreneurial Business Law Journal*, vol. 2, no. 2, 2008, pp. 743-760. HeinOnline.
- 4- Rodrigues, Usha. "SPACs and the JOBS Act." *Harvard Business Law Review Online*, 3, 2012-2013, pp. 17-21. HeinOnline.
- 5- Feldman, David N. "Comments on Seasoning of Reverse Merger Companies before Uplisting to National Securities Exchanges." *Harvard Business Law Review Online*, 2, 2011-2012, p. 140-149. HeinOnline.

- 6- Pandey, Medha, and Adarsh Choubey. "Regulatory Challenges Arising due to the Emergence of Special Purpose Acquisition Companies (SPAC) in the Indian Corporate Environment." *International Journal of Law Management & Humanities*, 4, 2021, p. 1094-[cv]. HeinOnline.
- 7- Nanda, Swankit Kumar, and Deyasini Chakrabarti. "SPAC: The Way ahead to Future." *International Journal of Law Management & Humanities*, 5, 2022, pp. 87-[xiii]. HeinOnline.
- 8- Rader, Bruce, and Shane du Burce. "SPACs: A Sound Investment or Blind Leap of Faith." *Journal of Taxation of Financial Products*, vol. 6, no. 2, 2006, p. 17-54. HeinOnline.
- 9- Paul, Akanksha Maria. "Jumping into the SPAC Race: Protecting the UK Retain Investor." *Cambridge Law Review*, vol. 7, no. 1, Spring 2022, pp. 33-56. HeinOnline.
- 10- Keleher, Samantha K. "SPACs and the Present Regulatory Conundrum." *Virginia Law and Business Review*, vol. 16, no. 2, Spring 2022, pp. 357-374. HeinOnline.
- 11- Smith, David M., et al. "Reverse Mergers and Nanotechnology." *Nanotechnology Law & Business*, vol. 4, no. 1, March 2007, pp. 87-94. HeinOnline.
- 12- Passador, Maria Lucia. "In Vogue Again: The Re-Rise of SPACs in the IPO Market." *Brooklyn Journal of Corporate, Financial & Commercial Law*, vol. 16, no. 2, Spring 2022, p. 105-166. HeinOnline.
- 13- Browndorf, Chase. "Sacrifice Fly: Advancing MLB Ownership Policies into the Post-COVID Era at the Expense of the Antitrust Exemption." *Arizona State University Sports and Entertainment Law Journal*, vol. 10, no. 2, Spring 2021, pp. 1-29. HeinOnline.
- 14- Alvarez, Alberto, and Moises Gutierrez. "SPACs: A New Financial Instrument Available in Mexico." *International Tax Review*, vol. 29, no. 5, June 2018, pp. 43-45. HeinOnline.
- 15- Vermeulen, Erik P.M. "High-Tech Companies and the Decision to Go Public: Are Backdoor Listings Still an Alternative to Front-Door Initial Public Offerings." *Penn State Journal of Law and International Affairs*, vol. 4, no. 1, 2015, pp. 421-444. HeinOnline.
- 16- Rodrigues, Usha, and Mike Stegemoller. "Exit, Voice, and Reputation: The Evolution of SPACs." *Delaware Journal of Corporate Law*, vol. 37, no. 3, 2013, p. 849-928. HeinOnline.
- 17- Gu'l Okutan Nilsson, "Incentive Structure of Special Purpose Acquisition Companies", Faculty of Law, Istanbul Bilgi University,

- Istanbul, Turkey, Eur Bus Org Law Rev (2018) 19:253–274<
<https://doi.org/10.1007/s40804-018-0105-7>> (23, April 2023).
- 18- Ruoying, Chen, and Saul Levmore. "Legal Institutions and IPO (Initial Public Offering) Puzzles." Peking University Law Journal, vol. 3, no. 2, 2015, pp. 385-400. HeinOnline.
 - 19- Peck, Ian K. "Where Are the Jobs in the Jobs Act: An Examination of the Uneasy Connection between Securities Disclosure and Job Creation." American University Business Law Review, vol. 4, no. 3, 2015, p. 397-440. HeinOnline.
 - 20- Guseva, Yuliya. "When the Means Undermine the End: The Leviathan of Securities Law and Enforcement in Digital-Asset Markets." Stanford Journal of Blockchain Law & Policy, vol. 5, no. 1, 2022, pp. 1-61. HeinOnline.
 - 21- Rose, Paul, and Steven Davidoff Solomon. "Where Have All the IPOs Gone: The Hard Life of the Small IPO." Harvard Business Law Review, vol. 6, no. 1, Winter 2016, pp. 83-128. HeinOnline.
 - 22- Qiu, Qi. "Regulatory Reform in China's IPO Market." Law and Financial Markets Review, vol. 6, no. 5, September 2012, p. 357-359. HeinOnline.
 - 23- "A Guide to Initial Public Offering - UAE 2020-2021." Court Uncourt, vol. 7, no. 10, 2020, pp. 22-33. HeinOnline.
 - 24- Hodge, Neil. "Inside an IPO." In-House Perspective, vol. 9, no. 3, July 2013, p. 17-21. HeinOnline.
 - 25- Willrich Sales, George Andre, et al. "Allocation of Funds from Public Offerings of Shares (IPO's) in Brazil and Stock Returns." International Journal of Social Science Studies, vol. 9, no. 2, March 2021, pp. 46-58. HeinOnline.
 - 26- Corrigan, Patrick M. "The Seller's Curse and the Underwriter's Pricing Pivot: A Behavioral Theory of IPO Pricing." Virginia Law and Business Review, vol. 13, no. 2, Summer 2019, pp. 335-413. HeinOnline.
 - 27- Tian, Iris. "Disintermediation of the IPO Industry: The Viability of Auctioned IPO as an Alternative under the Changing Underwriting Paradigm." Virginia Law and Business Review, vol. 15, no. 2, Spring 2021, pp. 271-[viii]. HeinOnline.
 - 28- Doring, James. "Not Much to like about the Facebook IPO: How Regulation RD Can Help Fix the Waning Confidence of the Reasonable Investor." Duquesne Business Law Journal, vol. 15, no. 1, 2013, p. 45-72. HeinOnline.

- 29- Cohn, Stuart R., and Miao Yinzi. "The Dragon and the Eagle: Reforming China's Securities IPO Laws in the U.S. Model, Pros and Cons." Washington University Global Studies Law Review, vol. 17, no. 2, 2018, pp. 327-364. HeinOnline.
- 30- "Securities And Exchange Commission: Notices: Self-Regulatory Organizations; New York Stock Exchange LLC; Order Approving Proposed Rule Change To Adopt New Initial and Continued Listing Standards To List Securities of Special Purpose Acquisition Companies: [FR DOC # E8-10537]." , vol. 73, no. Tuesday, May 13, 2008, 2008, pp. 27597-27601. HeinOnline.
- 31- Clements, Ryan. "Misaligned Incentives in Markets: Envisioning Finance That Benefits All of Society." DePaul Business & Commercial Law Journal, vol. 19, no. 1, 2020-2021, pp. 1-64. HeinOnline.
- 32- Ganor, Mira. "The Case for Non-Binary, Contingent, Shareholder Action." University of Pennsylvania Journal of Business Law, vol. 23, no. 2, Winter 2021, pp. 390-428. HeinOnline.
- 33- Cole, James, and Lauren Pai. "Helikos v Horizon." International Financial Law Review, vol. 29, no. 4, May 2010, pp. 42-43. HeinOnline.
- 34- Yang, Xusheng. "A Perceived Panacea: Will Reforms to Transform China's IPO Approval System into a Registration System Create a Market and Rule-of-Law Based System." International Financial Law Review, vol. 33, no. 5, June 2014, p. 20-21. HeinOnline.
- 35- Klausner, Michael, et al. "A Sober Look at SPACs." Yale Journal on Regulation, vol. 39, no. 1, Winter 2022, p. 228-303. HeinOnline.
- 36- Kimberly C. Gleason, Ravi Jain & Leonard Rosenthal, Alternatives for Going Public: Evidence from everse Takeovers, Self-Underwritten IPOs, and Traditional IPOs 18 (2006), available at http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=890714

المواقع على شبكة الإنترنت:

- 1- <https://doi.org/10.1007/s40804-018-0105-7>
- 2- <https://www.ekb.eg>
- 3- <https://fra.gov.eg/>
- 4- <https://www.handbook.fca.org.uk>
- 5- <http://www.spacanalytics.com>.
- 6- <https://secsearch.sec.gov/search?utf8=%E2%9C%93&affiliate=secsearch&query=The+guidance+of+SPAC+Company+issued+in+2021&commit=SEARCH+%E2%80%BA>