

بعض الإشكاليات القانونية المرتبطة بالشركات ذات غرض

الاستحواذ (SPACs)

(دراسة مقارنة)

دكتورة

نهال عطية محمد خليل

مدرس بقسم القانون التجاري والبحري

كلية الحقوق-جامعة عين شمس

الملخص

تناول البحث موضوع النظام القانوني للشركات ذات غرض الاستحواذ الشركات ذات غرض الاستحواذ، وأوضح ماهيتها من حيث التعريف بهذا النوع من الشركات والفرقة بينه وبين ما يتشابهه معه من أنظمة أخرى، وكذلك الملامح المميزة لهيكل الشركة ذات غرض الاستحواذ.

وتطرق البحث أيضًا إلى الإشكاليات المتعلقة بمصالح المساهمين في الشركة ذات غرض الاستحواذ وأهمية تصويتهم على إتمام الاستحواذ وسيطرتهم على الشركة ذات غرض الاستحواذ، وأيضًا ضماناتهم وتشجيعهم على الاستثمار في الشركة ذات غرض الاستحواذ.

وكذلك ناقش البحث الإشكاليات المرتبطة بمصالح المؤسسين وإدارة الشركة ذات غرض الاستحواذ، وقدم حلولاً لتشجيع إدارة الشركة على تبني استراتيجية طويلة المدى لرفع السعر السوقي لسهم الشركة المستهدفة، وأشار إلى بعض الآليات التي تهدف إلى تجنب تعارض المصالح بين المؤسسين والمساهمين.

وأخيرًا أوضح البحث إمكانية الوصول إلى أفضل تنظيم للشركة ذات غرض الاستحواذ مع كيفية تفادي عيوب هذا النظام من خلال اتباع بعض الآليات مع تحقيق الاستفادة القصوى من هذا النظام دون تحمل تكاليف، بالإضافة إلى تسليط الضوء على أهمية الإفصاح والعناية الواجبة *due diligence*.

الكلمات المفتاحية: الشركات ذات غرض خاص هو الاستحواذ، المؤسسون (الرعاة)، المساهمون، الشركة المستهدفة، الممول الإضافي، الإفصاح، تعارض المصالح.

Abstract

The research dealt with the issue of the legal system for SPACs and explained the definition this type of companies in order to distinguish between it and other similar legal systems, as well as the distinctive features of the SPAC structure.

The research also discussed the interests of the shareholders in SPAC, the importance of their vote to complete the acquisition and their control over SPAC, as well as their guarantees to be encouraged to invest in SPAC.

The research also dealt with the interests of the founders and management of SPAC and provided solutions to encourage the company's management to adopt a long-term strategy to raise the market price of the target company's shares and indicated some mechanisms that aim to avoid conflicts of interest between founders and shareholders.

Finally, the research clarified the possibility of reaching the best organization for SPAC and how to avoid the drawbacks of this system by following some mechanisms as well as achieving maximum benefit from this system without

incurring costs, in addition to highlighting the importance of disclosure and due diligence.

Keywords: Special Purpose Acquisition Companies (SPACs), Shareholders, Target Company, PIPE, Disclosure, Conflict of Interests.

قائمة بمعاني المصطلحات المستخدمة باللغة الإنجليزية

المصطلح	المعنى
SPACs	الشركات ذات غرض الاستحواذ
Private equity	صندوق الاستثمار الخاص
Growth companies	الشركات المتنامية
PIPE	الممول الإضافي
IPO	الاكتتاب العام (الطرح العام التقليدي)
Warrant	كوبونات تسمح بشراء أسهم في المستقبل بسعر محدد
Promote Share	الأسهم التي يمتلكها الرعاة في الشركة
Trust Account (Escrow)	حساب بنكي لإيداع حصيلة الاكتتاب
Rubber stamp	روتيني وغير فعال
Exchange Rules	قواعد بورصة الأوراق المالية
Statutory Merger	الاندماج عن طريق الضم
Bulldog Provisions	شروط تقييدية
Listing Rules	قواعد القيد في البورصة
Lock-up agreements	اتفاقات حجز أسهم الرعاة
Units	وحدات مالية قابلة للتداول
Due diligence	العناية الواجبة
Value dilution	انخفاض قيمة السهم
back-stop agreements	اتفاقات دعم

<p>صرف مكافأة على ثلاث دفعات متوقعة على أداء الشركة</p>	<p>three performance-based installments</p>
<p>هيئة الأوراق المالية والبورصات الأمريكية</p>	<p>U.S. Securities and Exchange Commission (SEC)</p>
<p>Money-back Guarantee</p>	<p>ضمان استرجاع المساهم لأمواله</p>

المقدمة

الشركة ذات غرض الاستحواذ هي شركة لا تستهدف سوى الاستحواذ على الشركة المستهدفة وتكون تلك الأخيرة غير مقيدة بالبورصة وبالتالي يمكن القول إن الشركة ذات غرض الاستحواذ تسعى إلى القيد بالبورصة لطرح أسهم جديدة بغرض زيادة رأسمالها من أجل جمع الأموال اللازمة للاستحواذ على الشركة المستهدفة. ويطلق أيضًا على هذا النوع من الشركات "شركات الشيك على بياض" وذلك لأن المستثمرين في هذا النوع من الشركات لا يعلمون إلى من ستؤول هذه الشركة أي لا يعلمون الشركة التي سوف يتم الاستحواذ عليها، بالإضافة إلى أن المستثمرين لا يستطيعون الحصول على أي وعود فيما يتعلق بالنتائج الاقتصادية أو المالية للشركات المستهدفة.

وحيث إن هذا النوع من الشركات يأخذ شكل شركة المساهمة، فإنه يكون له أهمية كبيرة للبورصة المصرية حيث إن السماح بتأسيس هذا النوع من الشركات يوفر فرصة كبيرة للشركات في المراحل الأولى من تطورها للإدراج في البورصة المصرية مما يزيد من القيمة السوقية للبورصة وعدد الطروحات العامة في مصر. وفي الولايات المتحدة الأمريكية، يعتبر هذا النوع من الشركات مجرد خيار تمويلي إضافي لبعض الشركات حيث يشير البعض لهذا النوع من الشركات التي ترغب في دخول السوق عن طريق الشركة ذات غرض الاستحواذ بالشركات المتنامية growth companies¹.

¹ Franz Gustav Oertel, Capital for Champions: SPACs as a driver of innovation and Growth, Herstellung und Verlag, 2022, p. 10.

وتعتبر الشركة ذات غرض الاستحواذ من الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية، وبالتالي تخضع لقانون سوق رأس المال الصادر بالقانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ وذلك تطبيقاً للمادة ٢٧ من هذا القانون، وكذلك تخضع لقانون الشركات رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١ فيما لم يرد بشأنه نص خاص في قانون سوق رأس المال.

التعريف بالموضوع وأهميته

إشكالية البحث

تتمثل إشكالية البحث في الوقوف على مدى كفاية القوانين والقرارات المتعلقة بهذا النوع من الشركات في مصر لإمكانية استعراض مدى وجود قصور تشريعي مما يستلزم الأخذ بنصوص القوانين المقارنة وتطبيق التجارب الدولية وذلك للوصول إلى تنظيم كامل لهذه الشركات المؤسسة.

أهداف البحث:

يهدف هذا البحث إلى تحقيق الآتي:

- التعريف بالشركات ذات غرض الاستحواذ.
- التفرقة بين الشركات ذات غرض الاستحواذ وما يتشابه معها من أنظمة أخرى.
- التشجيع على تأسيس هذا النوع من الشركات من خلال الوقوف على ضمانات المستثمرين وضرورة المواءمة بين المخاطر والمنافع التي تعود عليهم.
- التغلب على تعارض المصالح بين المؤسسين والمستثمرين.

- الوصول إلى أفضل تنظيم للشركة ذات غرض الاستحواذ من خلال اتباع بعض الآليات.
- تسليط الضوء على القوانين المقارنة والتجارب الدولية لمعرفة القصور في القانون المصري وسد النقص التشريعي.

منهجية البحث

اتبع الباحث المنهج التحليلي المقارن من خلال استعراض موقف القانون المصري بشأن الشركات ذات غرض الاستحواذ وموقف القوانين المقارنة والقضايا والتجارب الدولية ومحاولة الاستفاضة منها.

خطة البحث

وعلى هدي ما سبق قمنا بتقسيم خطة البحث على النحو التالي:

المبحث الأول: ماهية الشركة ذات غرض الاستحواذ

المطلب الأول: التفرقة بين الشركات ذات غرض الاستحواذ وما يتشابه

معها من أنظمة

المطلب الثاني: الملامح المميزة لهيكل الشركة ذات غرض الاستحواذ

المبحث الثاني: الإشكاليات المتعلقة بمصالح المساهمين في الشركة ذات غرض

الاستحواذ

المطلب الأول: تصويت المساهمين على إتمام الاستحواذ وسيطرتهم على

الشركة ذات غرض الاستحواذ

المطلب الثاني: ضمانات المستثمرين وتشجيعهم على الاستثمار في

الشركة ذات غرض الاستحواذ

المبحث الثالث: الإشكاليات المرتبطة بإدارة الشركة ذات غرض الاستحواذ
ومصالح المؤسسين فيها

المطلب الأول: تشجيع إدارة الشركة ذات غرض الاستحواذ

المطلب الثاني: الحوكمة وتعارض المصالح بين المؤسسين والمستثمرين

المبحث الرابع: كيفية الوصول إلى أفضل تنظيم للشركة ذات غرض الاستحواذ
للتغلب على الإشكاليات المتعلقة بها

المطلب الأول: مدى اعتبار الشركة ذات غرض الاستحواذ طريقة مثالية

لتأسيس الشركة

المطلب الثاني: كيفية الاستفادة من مميزات نظام الشركات ذات غرض

الاستحواذ بدون تحمل تكاليف هذا النظام

المبحث الأول

ماهية الشركة ذات غرض الاستحواذ

تعد شركة الغرض الواحد بقصد الاستحواذ أو الاندماج والتي تعرف باسم
Special Purpose Acquisition Company واختصارها (SPAC) شركة
أسست لتحقيق غرض خاص ووحيد هو العثور على شركة قائمة بالفعل وتسمى
بالشركة المستهدفة والاندماج معها، ونحاول من خلال ذلك المبحث تسليط الضوء
على تعريف هذا النوع من الشركات والتفرقة بينه وما يختلط به من نظم تتشابه
معه. ولذلك قمنا بتقسيم هذا المبحث على النحو التالي:

المطلب الأول: التفرقة بين الشركات ذات غرض الاستحواذ وما يتشابه معها من أنظمة أخرى

المطلب الثاني: الملامح المميزة لهيكل الشركة ذات غرض الاستحواذ

المطلب الأول

التفرقة بين الشركات ذات غرض الاستحواذ وما يتشابه معها من

أنظمة أخرى

سوف نتحدث في هذا المطلب عن التفرقة بين الشركات ذات غرض الاستحواذ والاستثمار الخاص private equity في بعض النقاط ثم بعد ذلك نستعرض تفصيلاً التفرقة بين الشركات ذات غرض الاستحواذ والطرح العام التقليدي من نواح عديدة.

فمن خلال الاستثمار الخاص، يتعامل المستثمر مع نظير واحد فقط Counter part وهو شركة قابلة للنمو، ويتخرج المستثمرون بعد فترة معينة يتم تحديدها^٢ بعد وصول الشركة المستهدفة إلى القيمة المضافة النهائية التي يستهدفها الاستثمار الخاص؛ فعند وصول المستثمر إلى القيمة المضافة التي يستهدفها فإنه يتخرج لبحث عن مشروعات صغيرة أخرى تحتاج إلى تمويل، مما يعني أن رأس المال الخاص يستهدف المشروعات الصغيرة والمتوسطة من بداية تأسيسها لتحقيق

² Franz Gustav Oertel, Op. Cit., p 11.

قد تكون هذه الفترة من خمس إلى سبع سنوات.

قيمة مضافة كبيرة، من ثم لا يبقى مع هذه المشروعات ولكن يتخارج لبحث عن مشروعات أخرى يدخل معها في دورة جديدة من التمويل^٣. وبالتالي تتشابه الشركة ذات غرض الاستحواذ مع الاستثمار الخاص في أن الشركة ذات غرض الاستحواذ تقدم للشركات المستهدفة فرصة دخول سوق رأس المال بدون الدخول في إجراءات الاكتتاب العام التقليدي IPO المعقدة فلا يوجد تعامل من قبل الشركة المستهدفة إلا مع إدارة الشركة ذات غرض الاستحواذ ويكمن الاختلاف بين الشركة ذات غرض الاستحواذ والاستثمار الخاص في أن الأولى لا تستحوذ على الشركة المستهدفة لكي تنمو وتحصل منها على نصيبها في القيمة المضافة ثم تتخارج منها، ولكن لكي تبقى وتندمج مع الشركة المستهدفة وتمارس نفس نشاطها وبالتالي يتم قيدها في البورصة.

التفرقة بين الشركة ذات غرض الاستحواذ والطرح العام التقليدي (الاكتتاب العام):

يتم الطرح العام التقليدي في السوق الأولي عن طريق طرح أسهم شركة للاكتتاب العام للجمهور، ويجب أن يتم الاكتتاب في كامل رأس المال^٤ وإذا تم الاكتتاب في أكثر من نصف الأسهم المطروحة للاكتتاب، يجوز أن تقوم شركة للترويج بشراء ما تبقى من الأسهم المطروحة للاكتتاب، وإلا فشل تأسيس الشركة.

³ Franz Gustav Oertel, Op. Cit., p 1٢.

^٤ ويكون الحد الأدنى لرأس مال شركات المساهمة ذات الاكتتاب العام مليون جنيه ومائتين وخمسين ألف جنيه لشركات المساهمة المغلقة.

أما بالنسبة لأسهم الشركة ذات غرض الاستحواذ، يتم الاكتتاب من خلال الطرح العام غير التقليدي وبعد أن تصبح أسهم الشركة مقبولة للقيود في البورصة. وتستهدف الشركة ذات غرض الاستحواذ سرعة أكبر وتكاليف أقل وقيود تنظيمية أقل المتمثلة في القوانين واللوائح.

يرى البعض أن هذه الشركة توفر قدرًا أكبر من اليقين في الأسعار، ويقين في إتمام الصفقة، والسرعة مقارنة بالاكتتاب العام التقليدي. فعلى سبيل المثال، يرى البعض أن "الشركة ذات غرض الاستحواذ تمتلك ميزة جيدة للشركة المستهدفة، وهي أنه عندما توقع الشركة على اتفاقية الاندماج، فإنها تكون على قدر كبير من اليقين بالسعر وذلك على لا يمكن تحقيقه في حالة الطرح العام التقليدي".^٥

وكذلك، يشير تقرير الإذاعة الوطنية حول الشركات ذات غرض الاستحواذ إلى "سرعة" الشركة ذات غرض الاستحواذ باعتبارها واحدة من مزايا الصفقة مقارنة بالاكتتابات العامة التقليدية.^٦

⁵ See A Surge of SPACS in a Turbulent Economic Climate, BAKER BOTTS, July 27, 2020 available at <https://www.bakerbotts.com/thought-leadership/publications/2020/july/a-surge-of-spacs-in-a-turbulent-economic-climate>

("A SPAC transaction provides a target company with a measure of certainty that a traditional IPO cannot.").

⁶ Camila Domonoske, The Spectacular Rise of SPACs: The Backwards IPO That's Taking over Wall Street, NPR, Dec. 29, 2020, available at

أولاً: اليقين من وجود سعر مؤكد للسهم

يرى البعض أن أهم ما يميز الشركات ذات غرض الاستحواذ عن الاكتتابات الأولية هو أن الأولى تحقق اليقين فيما يتعلق بسعر السهم بالنسبة للشركات المستهدفة.

ويرى الباحث أن هذه الميزة بالنسبة للشركة ذات غرض الاستحواذ ميزة مبالغ فيها لأنه حتى وإن كان صحيح أن اتفاقية اندماج هذا النوع من الشركات تحدد سعر الأسهم للاندماج قبل وقت طويل من إقفال الاندماج، وفي المقابل، لا يتم تحديد سعر الطرح للاكتتاب العام حتى اليوم السابق لبدء تداول أسهم المصدر.

إلا أن عمليات اندماج الشركة ذات غرض الاستحواذ تتضمن مفاوضات متسلسلة متعددة الأطراف بين هذه الشركة والشركة المستهدفة وكبار المساهمين من الجمهور وغالبًا الممول الإضافي PIPE، وفي الغالب يتم تعديل اتفاقيات اندماج الشركة ذات غرض الاستحواذ أثناء مفاوضات الشركة مع المستثمرين والممولين الإضافيين PIPE للتأكد من أنه سيكون هناك سيولة نقدية كافية في الشركة وقت الاندماج^٧. ولا يتم التحقق من السعر إلا بعد الاندماج النهائي والوصول إلى اتفاقيات PIPE ويكون ذلك قبل أسابيع قليلة من الاندماج.

<https://www.npr.org/2020/12/29/949257672/the-spectacular-rise-of-spacs-the-backwards-ipo-thats-taking-over-wall-street>.

⁷ See Andrew R. Brownstein, Andrew J. Nussbaum, and Igor Kirman, The Resurgence of SPACS: Observations and Considerations, Wachtell,

على سبيل المثال شركة Nesco Inc.، التي اندمجت في ٣٠ يوليو ٢٠١٩ مع Capitol Investment Corporation IV، بعد الإفصاح عن اتفاقية الاندماج الأصلية في ٨ أبريل ٢٠١٩، تم تعديل هذه الاتفاقية في ١١ يوليو ٢٠١٩^٨، قبل أقل من ثلاثة أسابيع من إغلاق الاندماج. ومن بين التغييرات الرئيسية الأخرى، استبدلت الاتفاقية ٧.٥ مليون سهم إضافي من الشركة ذات غرض الاستحواذ من المتوقع إصدارهم ب ٧٥ مليون دولار نقدًا كان على مالكي الشركة المستهدفة الحصول عليهم كجزء من مكافأتهم، وسرعان ما انخفضت أسعارها من ١٠ دولارات إلى ٣ دولارات بعد ذلك^٩. وأيضًا، أدخلت الاتفاقية المعدلة شرطًا يقضي بأن يقوم المالكون للشركة المستهدفة باستثمار نقدي جديد بقيمة ٢٥ مليون دولار (عن طريق شراء ٢.٥ مليون سهم إضافي جديد) في وقت الاندماج^{١٠}. وبذلك، في حين أن الصفقة ربما بدت مؤكدة اعتبارًا من ٨ أبريل، فإن الشروط أو البنود النهائية، التي تم وضعها قبل أسابيع قليلة من الإغلاق، كانت أقل فائدة إلى حد كبير لمالكي الشركة المستهدفة.

Lipton, Rosen & Katz, 2020. Available at <https://corpgov.law.harvard.edu/2020/08/22/the-resurgence-of-spacs-observations-and-considerations>.

⁸ Capitol Investment Corp. IV. Current Report, Form 8-K, July 11, 2019.

⁹ CTSO Historical Data, NASDAQ available at <https://www.nasdaq.com>

¹⁰ Capitol Investment Corp. IV, Current Report, supra note 84.

علاوة على ذلك، حتى بعد توقيع اتفاقيات الدمج النهائي واتفاقيات الممولين الإضافيين PIPE، فإن المبلغ الإجمالي لصافي السيولة النقدية الذي تحصل عليه الشركة المستهدفة يعتمد على عدد الأسهم التي تستردها الشركة ذات غرض الاستحواذ ويكون ذلك غير معروف إلا قبل وقت قصير من إغلاق الاندماج.

ومن ثم، لا تقدم الشركات ذات غرض الاستحواذ اليقين المطلوب بشأن مقدار النقد الصافي الذي سيقدّمونه للشركة المستهدفة، وتؤثر عمليات الاسترداد أيضًا على مقدار السعر الصافي لكل سهم تحصل عليه الشركة المستهدفة حيث إن مقدار السعر الصافي لكل سهم هو في الواقع السعر الذي ستبيع به الشركة المستهدفة أسهمها.

فعلى سبيل المثال، إذا اتفقت الشركة المستهدفة على تبادل سهم واحد مقابل سهم واحد وتوقعت أن ينتج عن ذلك ٨ دولارات بالنسبة للسعر الصافي لكل سهم من أسهم الشركة ذات غرض الاستحواذ، ثم تم استرداد ٧٥٪ من أسهم هذه الشركة، فإن الشركة المستهدفة ستحصل على ٥ دولارات فقط لكل سهم¹¹.

¹¹ Assume that at the time the target signs the merger agreement, the SPAC has 100 shares 88. outstanding, 20 of which are the sponsor's promote and 80 of which are public shares for which there is \$10.00 each in the SPAC. The SPAC will have \$8.00 per share in cash. If 60 of the 80 public shares are redeemed, the SPAC will have 40 shares outstanding, 20 of which are public shares with \$200 remaining in the SPAC. This comes to \$5 per SPAC share. See Michael Klausner,

وبذلك، يكون عدم اليقين في الأسعار موجود حتى اللحظة الأخيرة كما هو الحال في الاكتتاب العام التقليدي.

تعمل بعض اتفاقيات اندماج الشركة ذات غرض الاستحواذ على تخفيف عدم اليقين بشأن عمليات الاسترداد من خلال تحديد الحد الأدنى من السيولة النقدية الذي يجب أن يكون في حساب الشركة ذات غرض الاستحواذ كشرط للإغلاق.

بالإضافة إلى ذلك، ينص عدد من اتفاقيات الاندماج على أن الراعي سيلغي جزء من العدد الثابت لأسهمه إذا كان لدى الشركة أقل من المبلغ المحدد وقت الاندماج، وأيضًا في بعض الشركات ذات غرض الاستحواذ، يوافق المكتتب على تعديل رسوم الاكتتاب نتيجة عمليات الاسترداد، ولكن تعد هذه الممارسات نادرة.

فإذا لم يرق الراعي بإلغاء أسهمه ولم يوافق المكتتب على تعديل الرسوم بما يتناسب مع عمليات الاسترداد، فإن هذه التكاليف تخلق حالة من عدم اليقين بشأن صافي سعر كل سهم تحصل عليه الشركة المستهدفة.

وحتى إذا تم إجراء هذه التعديلات، فسيظل هناك عدم يقين بسبب العدد الثابت من الكوبونات التي تسمح بشراء أسهم في المستقبل بسعر محدد¹² مما

Michael Ohlrogge & Emiley Ruan, A sober look at SPACs, Yale Journal on Regulation, Vol. 39:228, 2022, p. 275.

¹² Michael Klausner, Michael Ohlrogge & Emiley Ruan, Op., Cit., p. 276.

يثبت أن الادعاءات حول وجود يقين في الأسعار في عمليات اندماج الشركة ذات غرض الاستحواذ مبالغ فيها.

ثانياً: اليقين من إتمام الاستحواذ

نظرًا لوجود سعر دائماً تقريباً يمكن عنده إكمال اكتتاب الشركة ذات غرض الاستحواذ، فإن اليقين في إبرام الصفقة يتعلق بمخاطر السعر، أي مخاطر أن السعر غير مقبول للمصدر أو الشركة المستهدفة حيث كما ذكرنا أعلاه، تقلل عمليات الاسترداد من السعر الصافي لكل سهم في الشركة ذات غرض الاستحواذ، وبالتالي تخلق حالة من عدم اليقين بالنسبة للشركة المستهدفة بشأن السعر الذي ستبيع به أسهمها في السوق.

وفي العديد من عمليات الاستحواذ، سمحت الاتفاقية للشركة المستهدفة بإلغاء الصفقة إذا لم يكن هناك أموال كافية في الحساب البنكي الذي يودع به حصيلة الاكتتاب "trust account" بعد عمليات الاسترداد.

علاوة على ذلك، بعض صفقات الشركة ذات غرض الاستحواذ فشلت بالفعل، على سبيل المثال وقعت TGI Fridays على صفقة الشركة ذات غرض الاستحواذ وبعد ذلك اختار مستثمرو الشركة بشكل جماعي استرداد أسهمهم بدلاً من الاحتفاظ بها¹³ وأيضاً فشلت بعض عمليات دمج الشركة ذات

¹³ See SPAC Scraps \$380M TGI Friday's Deal, PITCHBOOK, Apr. 8, 2020, available at <https://pitchbook.com/newsletter/spac-scraps-380m-tgi-fridays-dea>. تم استرداد ٣,٨ مليون سهم.
See also Allegro Merger Corp., Current Report (Form 8-K) Jan. 6, 2020.

غرض الاستحواذ حتى من قبل الوصول إلى هذه النقطة حيث وقعت شركة Saban Capital Acquisition Corporation ، على سبيل المثال ، اتفاقية اندماج للاستحواذ على شركة Sim Video International ، ثم بعد ذلك تم إلغاء الاتفاقية وتصفية الشركة لاحقاً، بسبب ما وصفه الرئيس التنفيذي لشركة Sim International بـ "ظروف السوق المتقلبة" و "الفشل في استيفاء شروط الاغلاق" ^{١٤}

وكذلك تم تصفية اثنين من الشركات ذات غرض الاستحواذ في ٢٠١٩ و ٢٠٢٠ بعد توقيع اتفاقيات الاندماج التي تهدف إلى طرح أسهم الشركات المستهدفة للاكتتاب ^{١٥}. وأخيراً، وقعت Chuck E. Cheese Pizza اتفاقية

Available at <https://www.sec.gov/edgar/browse/?CIK=0001720025>.

¹⁴ Etan Vlessing, Panavision, Sim and Saban Capital Acquisition Abandon Merger Plans, HOLLYWOOD REP, Feb. 28, <https://www.hollywoodreporter.com/business/business-news/panavision-sim-saban-capital-acquisition-abandon-merger-plans-1191387/>

See also Saban Capital Acquisition Corp., Current Report (Form 8-K) Feb. 28, 2019.

Available at <https://www.sec.gov/edgar/browse/?CIK=0001671854/>

¹⁵ See Vantage Energy Acquisition Corporation's agreement to take QEP Energy Company public, Current Report, Form 8-K, Feb. 20, 2019, "the deterioration in commodity prices and that it was unlikely the conditions to closing would be satisfied".

اندماج مع SPAC Leo Holdings ، ولكن فشلت الصفقة وأبرمت Leo اتفاق مع شركة أخرى^{١٦}.

ويستنتج مما سبق أنه لا توفر عمليات اندماج الشركة ذات غرض الاستحواذ قدرًا كبيرًا من اليقين في إبرام الصفقات، ويرى الباحث أنه لتحقيق قدر كبير من اليقين، يمكن للراعي الالتزام بتعويض المبالغ التي يتم استردادها في عمليات الاسترداد أو القيام بجذب عدد كافي من المستثمرين للقيام بذلك.

ثالثًا السرعة في إتمام الاستحواذ

يرى البعض أن من مميزات الشركات ذات غرض الاستحواذ أنه يمكن للشركة طرح أسهمها للاكتتاب العام غير التقليدي بشكل أسرع مما يمكنها في الاكتتاب العام التقليدي^{١٧} بينما يرى البعض الآخر أنه لا يوجد اختلاف جوهري حيث علق أحد مكاتب المحاماة التي تمثل الشركات ذات غرض الاستحواذ بالآتي:

"إن الفرق بين الحد الأدنى من الوقت اللازم للإغلاق للشركات ذات غرض الاستحواذ أو الاكتتابات الأولية أو القوائم المباشرة) ليست جوهريّة... أما الاختلاف العملي يكمن في أن غالبًا ما تبدأ الشركات التي تستعد للاكتتاب العام

¹⁶ Jonathan Maze, Chuck E. Cheese's Parent Company's Merger Deal Collapses, RESTAURANT BUS, July 29, 2019.

¹⁷ John Luttig, SPAC Attack: Everything a Founder or Investor Should Know, LUTTIG'S LEARNINGS, 2020, available at <https://luttig.substack.com/p/spac-attack-everything-a-founder>.

أو الإدراج المباشر قبل الشركات التي تتبع الشركات ذات غرض الاستحواذ في تحضير البيانات المالية اللازمة، والضوابط الداخلية والمالية وأية تغييرات ضرورية في الموظفين".^{١٨}

ومن الصعب قياس ما إذا كانت الشركات ذات غرض الاستحواذ أسرع من الاكتتابات العامة الأولية التقليدية بدقة، نظرًا لأن كلا العمليتين تتضمن عملاً تمهيدياً قبل الإعلان عن الصفقات للجمهور. وأيضاً، إذا تم طرح أنواع مختلفة من الشركات للجمهور عبر الشركات ذات غرض الاستحواذ في مقابل طرح شركات أخرى من خلال الاكتتابات الأولية التقليدية، فقد يكون للاختلافات في السرعة علاقة أكبر بخصائص ومميزات الشركات بدلاً من مقارنة الشركة ذات غرض الاستحواذ بعملية الاكتتاب العام.^{١٩}

¹⁸ See Gerry Spedale and Eric Pacifici, "9 Factors To Evaluate When Considering A SPAC", Gibson Dunn, 2019,

Available at

<https://www.gibsondunn.com/wp-content/uploads/2019/03/Spedale-Pacifici-9-Factors-To-Evaluate-When-Considering-A-SPAC-Law360-03-11-2019.pdf>.

¹⁹ See E. Ramey Layne, Brenda Lenahan, S. Gregory Cope & Scott D. Rubinsky, Alternative Routes to Going Public: Initial Public Offering, De-SPAC or Direct Listing, VINSON & ELKINS, 2020, p. 4-5.

Available at <https://www.lexology.com/library/detail.aspx?g=6903457b-c979-4bb2-94d3-0bccbc34b3ca>.

وعموماً لا يمكننا القول أن الشركات ذات غرض الاستحواذ لا تقدم أبداً سعراً أو صفقة مؤكدة أو أنها لا تقدم سرعة أكبر من الاكتتابات العامة التقليدية، ففي بعض الحالات تحقق الشركة ذات غرض الاستحواذ المميزات السابقة وبالتالي تختار بعض الشركات هذا النظام بدلاً من الاكتتابات العامة الأولية، طالما أن رعاة الشركة ذات غرض الاستحواذ يتحملون معظم التكاليف، وبالنسبة لبعض الشركات التي ليس لديها خيار الاكتتاب العام، فإن هذه المميزات المحتملة للشركة ذات غرض الاستحواذ، إلى جانب ميزات اكتشاف الأسعار، قد تجعلهم يقبلون بعض تكاليف الشركة ذات غرض الاستحواذ. وكما سناقش فيما بعد، يمكن الحصول على المزايا التي تقدمها الشركة ذات غرض الاستحواذ مع إمكانية تقليل التكلفة^{٢٠}.

ويرى الباحث أن الشركة ذات غرض الاستحواذ تجمع بين مزايا نظام الاستثمار الخاص ونظام الاكتتاب العام التقليدي لإمكانية دخول السوق حيث تستطيع الشركة دخول السوق بسرعة بدون الدخول في إجراءات الطرح العام التقليدي المعقدة التي تستغرق وقت طويل بالإضافة إلى وجود صعوبة في إقناع عدد كبير من المستثمرين بنجاح الشركة وشراء أسهمها.

المطلب الثاني

الملاح المميزة لهيكل الشركة ذات غرض الاستحواذ

^{٢٠} انظر المطلب الثاني من المبحث الرابع.

تبدأ الشركة ذات غرض الاستحواذ حياتها عن طريق المؤسسون (الرعاة) حيث يستثمرون رأس مال المخاطر في هيئة مدفوعات لا يجوز استردادها. وفي حالة فشلهم في تأسيس الشركة خلال المدة المحددة، تتحل الشركة ويسترد المستثمرون جميع أموالهم.

وبذلك يخسر الرعاة رأس مال المخاطر بالإضافة إلى خسارتهم بعض الوقت، ويعتبر ذلك حافز للرعاة على إتمام الاستحواذ خوفاً من خسارة رأس مال المخاطر وضياع الوقت.

ويكون للرعاة الدور الأساسي في تأسيس الشركة حيث يساهمون بجزء صغير من رأس المال عن طريق الحصول على أسهم^{٢١} تمثل ٢٠ ٪ من حقوق التصويت في الشركة، ثم بعد ذلك يتم طرح الأسهم على الجمهور عن طريق الطرح العام، ولا يجوز تحويل أسهم الرعاة إلى أسهم عادية أو تداولها بعد قيدها بالبورصة إلا بعد إتمام عملية الاستحواذ de-SPAC.

وفي مصر تكون مساهمة المؤسسين ٥ ٪ من رأس مال الشركة بعد زيادة رأس مالها، ويجب ألا تقل نسبة مساهمتهم عن عشرة ملايين جنيه عند تأسيس الشركة. كما يجب عليهم الاحتفاظ بما يملكونه من أسهم في رأس مال الشركة لمدة سنتين من تاريخ تأسيسها أو حتى اكتمال عملية الاستحواذ أيهما أقرب، ويحد أدنى سنة بعد إتمام عملية الاستحواذ ولا يدخل في احتساب هذه المدة الفترة اللازمة لإتمام إجراءات الاندماج^{٢٢}.

^{٢١} تسمى أسهم الرعاة "promote"

^{٢٢} المادة الثانية عشرة مكرراً ٥ من قرار الهيئة العامة للرقابة المالية رقم ١٧١ لسنة ٢٠٢١ بشأن القواعد المنظمة لمزاولة نشاط الشركات ذات غرض الاستحواذ.

وبعد ذلك يشتري المستثمرون الأسهم قبل تحديد الشركة المستهدفة حيث إن الرعاة غير ملتزمين بتحديد أهدافهم بحجم معين أو صناعة أو معيار جغرافي معين ويكون ذلك موضح في نشرة الاكتتاب IPO materials . وفي الولايات المتحدة الأمريكية، يحصل المستثمرون على وحدات مالية قابلة للتداول تسمى units تشمل نوعين من الأوراق المالية وهما الأسهم العادية وتكون قيمة السهم على سبيل المثال عشرة دولار، وكوبونات تسمح بشراء أسهم في المستقبل بسعر محدد وتسمى warrant وتكون قيمته على سبيل المثال ١١،٥ دولار.

وبالنسبة لهذه الكوبونات warrants، بعض الشركات ذات غرض الاستحواذ تصدر كوبون واحد لكل سهم والبعض الآخر يصدر نصف أو ثلث كوبون لكل سهم وهناك شركات لا تصدر أية كوبونات.

والجدير بالذكر إن هذه الكوبونات غير منصوص عليها في القانون المصري حيث إن الشركة ذات غرض الاستحواذ تطرح أسهم عادية مثل الأسهم التي تطرحها شركة المساهمة التقليدية وبالتالي لا تشتمل هذه الأسهم على هذه الكوبونات، ولكننا نرى أن هناك بديل لتلك الكوبونات وهو الأسهم الممتازة التي يمكن للمستثمرين الحصول عليها لتمنحهم أولوية في ناتج تصفية الشركة قبل المؤسسين، وبذلك يضمن المستثمرين استرداد أموالهم عند فشل الاستحواذ.

وقد أجاز أيضًا المشرع المصري للشركة أن تصدر أسهما ممتازة في أي مرحلة من مراحل حياتها بعد موافقة الجمعية العامة غير العادية حيث كان يشترط

المشرع قبل ذلك النص في النظام الأساسي للشركة على إمكانية اصدار الأسهم الممتازة^{٢٣}.

وقد نص قرار الهيئة العامة للرقابة المالية رقم ١٧١ لسنة ٢٠٢١ على نسبة مشاركة المساهمين في رأس مال الشركة حيث اشترط ألا تقل نسبة الأشخاص الاعتبارية عن ٥٠ ٪ من رأس مال الشركة، على ألا تقل نسبة المؤسسات المالية و/ أو المستثمرين المؤهلين عن ٢٥ ٪ من رأس مالها^{٢٤}.

وبعد أن يشتري المستثمرون الأسهم، تبدأ الشركة ذات غرض الاستحواذ في اختيار الشركة التي ستستحوذ عليها وتستهدف الشركة ذات غرض الاستحواذ الشركات الناشئة التي تمر بمرحلة رأس مال المخاطر حيث يكون لهذه الشركة عدة خيارات منها الشركة ذات غرض الاستحواذ.

وتقدم الشركة ذات غرض الاستحواذ للشركات المستهدفة مميزات خاصة تفوق الخيارات التمويلية الأخرى، فعلى سبيل المثال مقارنة بالطرح العام التقليدي، تقدم هذه الشركة سرعة وشفافية أكبر ورسوم أقل.

فمن ناحية السرعة، تأخذ عملية الاستحواذ من ثلاثة إلى خمسة أشهر على عكس الطرح العام التقليدي الذي يأخذ من تسعة إلى اثنا عشر شهرا. ولم

^{٢٣} تم تعديل الفقرة الثانية والثالثة من المادة ٣٥ من القانون رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١ بشأن شركات المساهمة وشركات التوصية بالأسهم والشركات ذات المسؤولية المحدودة وشركات الشخص الواحد بموجب القانون رقم ٤ لسنة ٢٠١٨.

^{٢٤} المادة الثانية عشرة مكرراً ٥ من قرار الهيئة العامة للرقابة المالية رقم ١٧١ لسنة ٢٠٢١ بشأن القواعد المنظمة لمزاولة نشاط الشركات ذات غرض الاستحواذ.

تتطلب الشركة ذات غرض الاستحواذ بذل العناية التي يتطلبها الطرح التقليدي ويعتبر ذلك سلاح ذو حدين لأنه يمكن أن يؤدي إلى تقديرات خاطئة^{٢٥}.

يجب أن تبحث الشركة ذات غرض الاستحواذ عن الشركة المستهدفة خلال مدة أقصاها سنتين ونرى أنه يمكن للمشرع المصري أن يحذو حذو المشرع الأمريكي في جواز مد هذه المدة ثلاثة أو ستة أشهر بشرط أن يكون قد تم تحديد الشركة المستهدفة وأن الشركة ذات غرض الاستحواذ تحتاج فقط لبعض الوقت لإتمام الاستحواذ. وعلاوة على ذلك، تسمح ناسداك وبورصة نيويورك بمد المدة إلى ٣٦ شهر^{٢٦}.

عندما تجد الشركة ذات غرض الاستحواذ الشركة المستهدفة، يجوز للشركة الأولى الدخول على سجلات الشركة الأخيرة بموجب اتفاق الإفصاح^{٢٧}، ومن ثم يكون للشركة ذات غرض الاستحواذ وقت أكبر للحصول على معلومات أكثر مقارنة بالشركة المستثمرة investor assessing company في حالة الاكتتاب العام التقليدي حيث يكون للشركة المستثمرة في هذه الحالة الأخير بضعة أيام فقط لتقييم إمكانات الشركة.

إذا لم تستطع الشركة ذات غرض الاستحواذ إغلاق الاتفاق في مدة أربعة وعشرين شهراً، تتحل الشركة. ويترتب على ذلك تسجيل الحساب ويحصل المساهمون على حصتهم في هذا الحساب، ويخسر المؤسسون رأس مال المخاطر.

²⁵ Franz Gustav Oertel, Op. Cit., p. 23.

²⁶ Ibid.

^{٢٧} انظر المطلب الثاني من المبحث الرابع.

وإذا توصل المؤسسون إلى الشركة المستهدفة، يتم الاستحواذ ويختار المستثمرون إما الاستمرار في الشركة أو الانسحاب مع أخذ أموالهم بفوائدها، علاوة على إمكانية احتفاظهم بالكوبونات "warrants" مما يعتبر تشجيع للمستثمرين على الدخول في هذا النوع من الشركات.

وكنا نأمل أن يتبنى المشرع المصري ذلك الوضع السائد في القانون الأمريكي من حيث إمكانية حصول المستثمرين على فوائد على أموالهم المودعة في الحساب البنكي trust account وتبني نظام الكوبونات warrants.

في الولايات المتحدة الأمريكية، قبل إتمام الاستحواذ لا تحصل إدارة الشركة ذات غرض الاستحواذ على مرتب لمجهوداتها، ولكن يشترون warrants بقيمة أسمية ٣٪ من حجم رأس مال المخاطر^{٢٨}، ويجوز أيضًا أن تكتسب إدارة الشركة ٢٠٪ من أسهم الشركة "Promote shares" في مقابل أجر سنوي وذلك بشرط أن يحدث الاستحواذ في خلال المدة المحددة.

أما في مصر، لا يجوز أن يحصل أعضاء مجلس الإدارة على أي مميزات أو حوافز إلا بعد إتمام عملية الاستحواذ على الشركة المستهدفة وذلك وفقًا لما هو مفصّل عنه في نشرة الاكتتاب أو مذكرة المعلومات^{٢٩}.

وفي حالة إتمام الاستحواذ^{٣٠}، تستمر الشركة ذات غرض الاستحواذ كشركة تأخذ شكل قانوني معين. وتتعدد طرق إتمام الاستحواذ وفقًا للقانون المصري كالآتي:^{٣١}

٢٨ على الرغم من ذلك إذا لم يحدث الاستحواذ تنتهي warrants وتصبح بلا قيمة.

^{٢٩} المادة الثانية عشرة مكرر ٤ من قرار مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية رقم ١٧١ لسنة

٢٠٢١ بشأن القواعد المنظمة لمزاولة نشاط الشركات ذات غرض الاستحواذ.

١- الاستحواذ بنسبة ١٠٠ ٪ على رأس المال أو حقوق التصويت ويتبعها الاندماج في الشركة.

٢- الاستحواذ على نسبة مهيمنة 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 وبذلك يتم الاستحواذ بأحد طرق ثلاثة:

١- إما عن طريق شراء الشركة ذات غرض الاستحواذ كل أسهم الشركة المستهدفة وبذلك لن يصبح مساهمي الشركة الأخيرة مساهمين بصفة مباشرة في الشركة ذات غرض الاستحواذ، وفي حالة عدم كفاية الأموال لشراء جميع أسهم الشركة المستهدفة، تقوم الشركة ذات غرض الاستحواذ بعمل طرح خاص لجمع أموال أخرى لإمكانية شراء جميع الأسهم.

٢- كذلك يمكن أن تستحوذ الشركة ذات غرض الاستحواذ على جميع أصول الشركة المستهدفة، وبعد ذلك تصدر الشركة الأولى أسهم جديدة لصالح المساهمين في الشركة المستهدفة، ولكن مع وجود قيد وهو عدم تجاوز أي من المساهمين في الشركة المستهدفة-سواء كان يتصرف بمفرده أو مع أشخاص مرتبطة- لنسبة الثلث من رأس المال أو حقوق التصويت في الشركة ذات غرض الاستحواذ.

³⁰ See business combination definition in NYSE Listing Standards, Sec. 102.06.

³¹ المادة الثانية عشرة مكرر ٤ من قرار مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية رقم ١٧١ لسنة ٢٠٢١ بشأن القواعد المنظمة لمزاولة نشاط الشركات ذات غرض الاستحواذ.

وبالنسبة لما تبقى من أسهم في الشركة المستهدفة، يجب تقديم عرض شراء اجباري لشراء هذه الأسهم المتبقية.

٣- وتتمثل آخر طريقة في إتمام الاستحواذ في أن يتم الاندماج بين الشركة ذات غرض الاستحواذ والشركة المستهدفة عن طريق الابتلاع أو عن طريق المزج. وإذا لم يتم الاندماج خلال سنتين سواء لعدم إمكانية الوصول إلى الهدف أو عدم وجود دعم من المساهمين لاكتمال الاندماج، تتحل الشركة ويسترجع المستثمرون أموالهم.

وبالتالي، يتم حل الشركة ذات غرض الاستحواذ وشطب أسهمها في حالتين:

- ١- عدم تنفيذ الاستحواذ على الشركة المستهدفة خلال سنتين من تاريخ إتمام إجراءات زيادة رأس مال الشركة.
- ٢- عدم موافقة الجمعية العامة غير العادية على إتمام الاستحواذ بالنسبة المقررة قانوناً.

وفي الحالة الثانية لا يتم تصفية الشركة إلا في حالة عدم تحقق شرطين: الشرط الأول: عدم انقضاء مدة سنتين من تاريخ إتمام إجراءات زيادة رأس مال الشركة.

الشرط الثاني: عدم استيفاء الشركة للحد الأدنى من رأس المال اللازم لمباشرة نشاطها بعد زيادة رأس مالها والبالغ مائة مليون جنيه مصري^{٣٢}.

^{٣٢} المادة الثانية عشرة مكرراً ١٠ من قرار مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية رقم ١٧١ لسنة ٢٠٢١ بشأن القواعد المنظمة لمزاولة نشاط الشركات ذات غرض الاستحواذ.

ويثور التساؤل هنا عن نسبة التصويت المطلوبة في اجتماع الجمعية العامة غير العادية لصدور قرار الاستحواذ؟

حيث تنص المادة ٢٢٩ من اللائحة التنفيذية للقانون رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١ على أنه تصدر قرارات الجمعية العامة غير العادية بأغلبية ثلثي الأسهم الممثلة في الاجتماع، وتصدر بأغلبية ثلاثة أرباع الأسهم الممثلة في الاجتماع إذا كان القرار يتعلق بزيادة رأس المال المرخص به أو تخفيض رأس المال أو حل الشركة قبل الميعاد، أو تغيير غرضها، أو ادماجها، أو تقسيمها.

وحيث إن الاستحواذ لم يذكر من بين القرارات التي تستلزم لصدورها ثلاثة أرباع الأسهم الممثلة في الاجتماع، فتكون نسبة التصويت المطلوبة في الاجتماع لصدور قرار الاستحواذ هي ثلثي الأسهم الحاضرة.

ونحن نرى أن نسبة التصويت المطلوبة صعب الوصول إليها لذلك يرى البعض^{٣٣} أنه يكفي موافقة مجلس الإدارة على هذا الأمر كما هو الحال في القانون الأمريكي، ولكننا نرى أن الراعي يكون له سيطرة كاملة على مجلس الإدارة بالإضافة إلى وجود تعارض بين مصالح الراعي ومجلس الإدارة من ناحية ومصالح المساهمين من ناحية أخرى^{٣٤}.

كما ذكرنا، يجب قيد الشركة ذات غرض الاستحواذ ببورصة الأوراق المالية مما يستلزم أن تتخذ الشركة ذات غرض الاستحواذ شكل شركة المساهمة والذي يعد أنسب شكل من أشكال الشركات الذي يمكن أن تتخذه الشركة ذات

^{٣٣} انظر د سامي عبد الباقي، الشركات ذات غرض الاستحواذ أو الاندماج، ورقة عمل، الأكاديمية الدولية للوساطة والتحكيم، ص ٤١.

^{٣٤} انظر المطلب الثاني من المبحث الثاني

غرض الاستحواذ. وبعد تحديد شكل الشركة، يقوم المؤسسون بجمع الأموال اللازمة للاستحواذ على الشركة المستهدفة وذلك من خلال طرح أسهم الشركة للاكتتاب العام أو الطرح الخاص.

ويتم وضع هذه الأموال المحصلة في حساب بنكي يسمى *trust account*، ويتفق المشرع المصري مع المشرع الأمريكي في أنه يجب بعد إتمام الاكتتاب في الأسهم المطروحة إيداع الأموال المحصلة في حساب بنكي وذلك حتى اكتمال الاستحواذ.

وفي ذلك ينص قرار الهيئة العامة للرقابة المالية رقم ١٧٢ لسنة ٢٠٢١ على أنه يجب أن ينص النظام الأساسي للشركة ذات غرض الاستحواذ على الاحتفاظ بكامل رأس مال الشركة بما في ذلك حصيلة الاكتتاب في الحساب البنكي لحصيلة الاكتتاب، وذلك فيما عدا المصاريف اللازمة لتأسيس وترخيص الشركة وأتعاب مراقب الحسابات وأتعاب شركة خدمة الإدارة^{٣٥}.

^{٣٥} المادة الثانية عشرة مكرراً ١ من قرار مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية رقم ١٧١ لسنة ٢٠٢١ بشأن القواعد المنظمة لمزاولة نشاط الشركات ذات غرض الاستحواذ.

المبحث الثاني

الإشكاليات المتعلقة بمصالح المساهمين في الشركات ذات غرض

الاستحواذ

سوف نتطرق في هذا المبحث إلى بعض الإشكاليات المتعلقة بمصالح المساهمين في الشركة من خلال التعرض لدورهم في إتمام الاستحواذ على الشركة المستهدفة سواء من ناحية استخدام حقهم في التصويت أو حقهم في استرداد أسهمهم حيث يختلف الوضع في مصر عن الوضع في الولايات المتحدة الأمريكية، كذلك نتناول ضمانات المستثمرين وتشجيعهم على الاستثمار في الشركة ذات غرض الاستحواذ.

المطلب الأول

تصويت المساهمين على الاندماج وسيطرتهم

سوف نتناول في هذا المطلب تصويت المساهمين على إتمام الاستحواذ وما إذا كان هناك سيطرة منهم على الشركة.

أولاً: تصويت المستثمرين على إتمام الاستحواذ

كما ذكرنا يشترط المشرع المصري موافقة نسبة معينة من المساهمين على إتمام الاستحواذ وهي ثلثي الأسهم الممثلة في اجتماع الجمعية العامة غير العادية، وإذا لم تتحقق هذه النسبة يتم شطب أسهم الشركة وتبدأ الشركة في اتخاذ إجراءات تصفيته وذلك ما لم يتحقق أحد الشرطين الآتين:

١- عدم انقضاء مدة سنتين من تاريخ إتمام إجراءات زيادة رأس مال الشركة.

٢- استيفاء الشركة الحد الأدنى من رأس المال اللازم لمباشرة نشاطها بعد زيادة رأس مالها والبالغ مائة مليون جنيه مصري^{٣٦}.

وفي الولايات المتحدة الأمريكية، كانت هيئة الأوراق المالية والبورصات (SEC) تشترط في -فترة معينة- تصويت المساهمين لإتمام الاستحواذ حيث كانت ترى أن ذلك يشكل حماية لهؤلاء المساهمين^{٣٧} علاوة على اعتباره آلية هامة للحكومة^{٣٨}، ولكن بعد ذلك كانت هناك حيل من المساهمين وأصبح من الصعب الحصول على موافقتهم^{٣٩}، ومن ثم تم استبعاد تصويتهم وأصبح تصويت

^{٣٦} المادة الثانية عشرة مكرراً ١٠ من قرار مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية رقم ١٧١ لسنة ٢٠٢١ بشأن القواعد المنظمة لمزاولة نشاط الشركات ذات غرض الاستحواذ.

³⁷ Securities Exchange Act Release No. 57785, May 6, 2008, SEC Release No. 34-58228, July 25, 2008, at 2-3.

³⁸ For example, a Cadwalader comment letter noted that "the right to approve a business combination is central to ownership of SPAC securities, due to the SPAC's structure." SEC Release No. 34-58228, July 25, 2008, at 4 (describing Cadwalader comment letter).

³⁹ The NYSE noted that "certain hedge funds and other activist investors have sometimes employed a strategy of acquiring an interest in a SPAC and then using their ability to vote against a proposed business combination to obtain additional consideration not available to other shareholders in a practice known as "greenmail." Exchange Act Release 34-80199, Mar. 10, 2017, at 9.

المساهمين على الاستحواذ لا يعني وجود أي تأثير للمساهمين على الشركة^{٤٠} حيث وصف البعض ذلك التصويت بأنه روتيني وغير فعال "rubber stamp"^{٤١} لأنه لا يوجد أي التزام على الشركة بأخذ تصويت المساهمين على إتمام الاستحواذ^{٤٢} وكانت المشكلة تتمثل في أن الشركة تكون غير مؤهلة للإدراج في البورصة بعد استبعاد تصويت المساهمين.

وبعد ذلك رضخت البورصة وقامت بورصة Nasdaq بتغيير شروطها وسمحت للشركة ذات غرض الاستحواذ التي استبعدت التصويت أن تدرج

⁴⁰ See Usha R. Rodrigues & Michael Stegemoller, Redeeming SPACs, University of Georgia, Research Paper no. 2021-09, pp. 30-40.

Michael Klausner and Michael Ohlrogge, SPAC Governance: In Need of Judicial Review, Law and Economics Research Paper No. 22-07, 2021, p. 8 (noting "the absence of a meaningful shareholder vote" in SPACs).

⁴¹ See Usha R. Rodrigues & Michael Stegemoller, redeeming SPACs, Op., cit., p. 30.

⁴² E.g., Pivotal II S-1 at 17 ("The decision as to whether we will seek stockholder approval of a proposed business combination or conduct a tender offer will be made by us, solely in our discretion, and will be based on a variety of factors such as the timing of the transaction and whether the terms of the transaction would require us to seek stockholder approval under applicable law or stock exchange listing requirement.").

بالبورصة وبذلك فازت بورصة Nasdaq بعدد كبير من الشركات ذات غرض الاستحواذ ما بين ٢٠١٠ و ٢٠١٦ حيث تم تسهيل قواعد الاندماج^{٤٣}.
ولكن يلاحظ أنه على الرغم من عدم اشتراطه تصويت المساهمين على إتمام الاستحواذ إلا أنه في الولايات المتحدة الأمريكية، تقوم أغلب الشركات ذات غرض الاستحواذ بإجراء التصويت وذلك لأن معظم الاستحواذات تتم هيكلتها على أساس الاندماج عن طريق الضم "Statutory Merger"^{٤٤} حيث يمتلك الراعي ٢٠% من الأسهم ولا يتم الاستحواذ إلا بموافقة ٣٧.٥% من الأصوات.

⁴³ Alexander Osipovich. Nasdaq Looks to Ease Rules for Blank-Check IPOs, Wall Street Journal, Sept. 1, 2017.

-Ryan Dezember & Alexander Osipovich, Blank Check Debuts on Big Board After NYSE Eases Rules, Wall Street Journal, May 5, 2017 ("The NYSE unveiled a plan to loosen its listing standards for blank check companies to bring them more in line with Nasdaq's rules.").

⁴⁴ Clifford Chance, Guide to SPACs, September 2021, pp 7-8 (In the United States, stock exchange rules do not always require a vote by the SPAC shareholders, but the structure of the de-SPAC transaction (e.g., if the SPAC does not survive a merger or is re-domiciling in a different jurisdiction) may require a vote and, if more than 20% of the voting stock of the SPAC is being issued in the de-SPAC transaction (to the seller of the target business, to PIPE investors or to a combination), the stock exchange rules will require a shareholder 8 vote. This results in most de-SPAC transactions involving a public vote of the SPACs shareholders....).

علاوة على ذلك، تغير الشركة ذات غرض الاستحواذ من حوافز المساهمين بطريقتين مما يقلل من أهمية تصويتهم^{٤٥} :
 أولاً: بالنسبة للمساهمين الذين يرغبون في استرجاع حصتهم نقدًا لا يصوتون ضد الاستحواذ حيث يكون لهم الحق في استرجاع أسهمهم بغض النظر عن التصويت^{٤٦}؛ ومن ثم يكون هناك فصل بين حق الاسترداد وأي تصرف يقوم به المساهم مما يعني أن المساهم قد يصوت في مصلحة الاستحواذ وفي نفس الوقت يقوم باسترداد أسهمه.

وكانت تطلب قواعد بورصة الأوراق المالية "Exchange rules" أن تمنح الشركة ذات غرض الاستحواذ حق الاسترداد لفئة معينة وهم المساهمين الذين يقومون بالتصويت ضد الاستحواذ^{٤٧} ولكن وجد الراعي أنه يواجه مشكلة

⁴⁵ Usha R. Rodrigues & Michael Stegemoller, redeeming SPACs, Op., cit., pp 30-40.

⁴⁶ See, e.g., Pivotal II S-1 at 17 ("Each public stockholder may elect to convert their public shares irrespective of whether they vote for or against the proposed transaction or vote at all.").

⁴⁷ NYSE Listed Company Manual § 102.06(b) (requiring redemption right for "each public shareholder voting against the business combination") (emphasis added); Nasdaq IM 5101-2(d) (requiring redemption right for "public Shareholders voting against a business combination") (emphasis added). This has long been the governing rule. SEC Release No. 34-58228. July 25, 2008, at "8 (emphasis added).

الحصول على موافقة المساهمين إذا كان حق الاسترداد متوقف على تصويتهم بالرفض؛ ومن ثم يشكل المساهمون المعترضون تهديد على إتمام الاستحواذ^{٤٨}. وبالتالي أصبحت الشركة تمنح حق الاسترداد لأي مساهم^{٤٩}، وعلى الرغم من أن هذا الفصل له مميزات حيث إن جميع الأسهم يكون لها حق الاسترداد وليس فقط الأسهم التي يصوت حاملها ضد الاستحواذ إلا أن ذلك الفصل يغير من حوافز المساهمين للتصويت.

حيث يؤدي هذا الفصل إلى حرص المساهم على التصويت على إتمام الاستحواذ حتى وإن كان يرى أنه غير مقنع وذلك لأنه إذا كان يعارض إتمام الاستحواذ ولكنه يعلم أنه يستطيع استرداد حصته فإنه يفضل أن يسترد أسهمه بعد إتمام الاستحواذ وليس عند تصفية الشركة حيث إن الاسترداد يكون متاح في حالة الموافقة على الاستحواذ^{٥٠} مما يعني أن المساهمين يعتبرون أسهم الشركة استثمار

⁴⁸ See E.g., Connie Loizos, Almost Everything You Need to Know About SPACs, TechCrunch.com, Aug. 22, 2020 (noting that an earlier SPAC model required investors to "either vote 'yes' to the deal if they wanted to keep their money in, or 'no' if they wanted to redeem their shares and get out" but this resulted in what an investment banker called "a bit of bullying in the marketplace").

⁴⁹ Clifford Chance, Op., Cit., ("Shareholders can redeem their IPO shares in connection with the de-SPAC transaction even if they vote in favor of the de-SPAC transaction.")

⁵⁰ E.g., Pivotal Investment II Amendment No. 2 to Form S-4 Registration Statement, filed Dec. 1, 2020, at 8 ("Holders of public

يحصلون منه على دخل ثابت "time fixed income SPAC investment"^{٥١} وبالتالي يقلل ذلك الفصل من خطر خسارة التصويت على الاستحواذ بالنسبة للراعي وأيضًا يعزز من سيطرته على الشركة^{٥٢}.
ثانيًا: كما ذكرنا تعطي الشركة ذات غرض الاستحواذ للمساهمين حافز آخر ليقوموا بالتصويت على إتمام الاستحواذ حتى وإن كانوا معارضين له وهو

shares do not need to affirmatively vote for or against the business combination proposal or vote at all, or be a holder of such public shares as of the record date to exercise conversion rights. If the Business Combination is not completed, no shares will be converted to cash.").

-Minmo Gahng, Jay R. Ritter & Donghang Zhang, SPACS, research paper, 2023 at 11 ("[P]ublic shareholders now have an incentive to approve a bad merger and redeem their shares....");

⁵¹ See Jon Sindreu, It's Official: SPACS Are the New Money-Market Funds, Wall Street Journal, 2022 (noting investors who invest in SPACS as "more as sources of risk-free arbitrage than as ways to invest in exciting startups);

Sam Goldfarb, No Longer Highfliers, SPACS Offer Havens for Investors, Wall Street Journal, 2021, (describing investors who treat SPAC shares "as an alternative to bonds").

⁵² See Usha R. Rodrigues & Michael Stegemoller, redeeming SPACs, Op., cit., pp. 34-35 (arguing that SPAC votes are "nearly irrelevant" and "a mere fig leaf" because the vehicle has "decoupled voting and economic interest in the de-SPAC").

الكوبونات warrants التي تمنح لحامل السهم خيار شراء أسهم أخرى بعد إتمام الاستحواذ بسعر ثابت ومحدد^{٥٣} وعلى الرغم من استرجاع المساهم لأسهمه فإنه يظل محتفظ بالكوبونات والتي يمكن تداولها على حدى^{٥٤} ولا تكون هذه الكوبونات فعالة أو ذات قيمة إلا إذا تمت الموافقة على الاستحواذ مما يحفز المساهمين على التصويت والموافقة على إتمام الاستحواذ حتى تكون للكوبونات قيمة^{٥٥}.

القيود الواردة على حق الاسترداد:

⁵³ Ramey Layne & Brenda Lenahan, Special Purpose Acquisition Companies: An Introduction, Harvard Law School Forum on Corporate Governance , 2018 ("The warrants become exercisable on the later of (i) 30 days after the De- SPAC transaction and (ii) the twelve-month anniversary of the SPAC IPO.").

⁵⁴ Gahng, Ritter & Zhang, Op. cit., p. 2.

⁵⁵ Clifford Chance Guide to SPACs, Op., cit., p. 8 ("An investor who does not approve of the terms of the de-SPAC transaction may seek redemption of its shares. However, such non-approving investors typically still vote for the deal to maintain the value of their warrants.")

كما ذكرنا كان يعطي حق الاسترداد للمساهمين فرصة للتأثير حيث وصفه البعض بأنه الحماية الجوهرية للمساهم^{٥٦} "A key Investor protection" حيث لا يمكن استكمال الاستحواذ إذا اختار أكثر من ٤٠% من المساهمين استرداد أسهمهم^{٥٧} مما يعني أنه يجب موافقة أغلبية المساهمين على عدم استرداد أسهمهم وبعد ذلك استبعدت الشركة اشتراط تصويت المساهمين على إتمام الاستحواذ مما أهدر أي تأثير للمساهمين على الشركة^{٥٨}.

وعلى الرغم من عدم توقف إتمام الاستحواذ على قرارات استرداد الأسهم إلا أنه أحياناً توافق الشركة على وضع قيود معينة على الاسترداد كجزء من مفاوضات إتمام الاستحواذ على سبيل المثال إذا طلبت الشركة المستهدفة مبلغ معين لتمويل المعاملات التي لم تنتهي بعد، فإنه يجوز لهذه الشركة الإصرار على تقييد الاسترداد للتحقق من أن التمويل سوف يكون موجود ومتاح عند الإغلاق.

⁵⁶ Usha Rodrigues, Mike Stegemoller, Exit, voice and reputation: the evolution of SPACS, Delaware Journal of Corporate Law, vol., 37, 2012, p. 888.

⁵⁷ Exchange Act Release 34-80199, Mar. 10, 2017, at 3. The 40% could be lowered but not raised by the SPAC. Id.

⁵⁸ Rodrigues & Stegenmoller, Exit, voice and reputation, Op., cit., p. 889 (noting that what they described as "Third Generation" SPACS emerged in 2009, which "employ a much higher conversion threshold" than earlier SPAC structures that "effectively eliminat[es] investor voice"). See Rodrigues & Stegemoller, redeeming SPACs, Op., cit., pp. 32-33.

ولكن لا يستطيع المساهمون استخدام ذلك كوسيلة للإستغلال الذي يؤثر على إتمام الاستحواذ وذلك لأن الشركة تقيد عدد الأسهم التي يمكن لأي مساهم استردادها والتي تكون ما بين ١٠% و ٢٠% من الأسهم، ويطلق البعض على ذلك الشروط التقييدية "bulldog Provisions"^{٥٩}.

ومن ثم يمكن القول إن الاسترداد مسموح به ولكن بقيود^{٦٠} وذلك للتقليل من قدرة جماعة المساهمين على محاولة إعاقة الشركة لإتمام عملية الاستحواذ خصوصًا عندما تصر الشركة المستهدفة على وجود التمويل اللازم للمعاملات التي مازالت مستمرة وذلك عند الإغلاق.

ثانيًا: سيطرة المساهمين

في الولايات المتحدة الأمريكية، يكون للمساهمين سيطرة على عملية الاستحواذ، وذلك بطريقتين:

أولًا: إذا كان الاندماج يخضع لتصويت المساهمين طواعية أو بموجب نص قانوني^{٦١} أو شروط القيد بالبورصة Listing conditions^{٦٢}. وفي الحالتين الأخيرتين يشترط لإتمام الاستحواذ موافقة معظم المساهمين.

^{٥٩} وتعود هذه التسمية إلى مجموعة المستثمرين الأمريكية Bulldog.

See Rodrigues and Stegemoller, Exit, voice and reputation..., Op., Cit., p. 912.

^{٦٠} Nasdaq IM 5101-2(d) (permitting restriction no lower than 10% of public shares); NYSE Listed Company Manual § 102.06(b) (same).

^{٦١} See Model Business Corporation Act (MBCA) Sec. 11.04 (b), 11.05. Delaware General Corporation law (DGCL) 251(c) et seq.

علاوة على ذلك، يكون للمساهمين المتخارجين أو المنشقين الحق في تحويل أسهمهم واستردادها وذلك يمثل طريقة أخرى لسيطرة المساهمين. وقد نصت الفقرة الرابعة من المادة الثانية عشرة مكرراً ٩^{٦٣} على أنه يكون للمساهمين المعترضين على قرار الاستحواذ باجتماع الجمعية العامة الخارج من الشركة خلال ثلاثين يوماً من تاريخ التصويت على هذا القرار من خلال إحدى الوسائل الآتية:

١- بيع أسهمهم في البورصة.

٢- شراء الشركة لأسهم كأسهم خزينة.

٣- شراء ممولين إضافيين (PIPES) لأسهمهم.

ثانياً: في الولايات المتحدة، إذا لم يخضع الاندماج لتصويت المساهمين، يكون لجميع المساهمين الحق في استرجاع أسهمهم عن طريق عرض شراء الأسهم "voluntary tender offer"^{٦٤}.

وفي هذه الحالة، إذا رغب عدد كبير من المساهمين في عرض شراء أسهمهم، قد لا يكون للشركة ذات غرض الاستحواذ الوسائل المالية الكافية لتنفيذ الاستحواذ مما يجبر الشركة على زيادة رأس المال أو ترك الشركة المستهدفة والبحث عن شركة أخرى إذا كان هناك وقت كافي، ومن ثم يعطي عرض الشراء

⁶² See NYSE Listing Standards, 102.06.

^{٦٣} المادة الثانية عشرة مكرراً ٩ من قرار مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية رقم ١٧١ لسنة ٢٠٢١ بشأن القواعد المنظمة لمزاولة نشاط الشركات ذات غرض الاستحواذ.

⁶⁴ The listing conditions of NASDAQ (IM-5101-2(e) and NYSE-MKT Sec. 119(e)).

tender offering للمساهمين فرصة الخروج من الشركة والذي يطلق عليه البعض التصويت بالرحيل⁶⁵.

وفي الحالتين يكون للمساهمين الخائفين من نجاح الشركة ذات غرض الاستحواذ فرصة استرجاع أسهمهم والخروج من الشركة بعد الحصول على أموالهم من الحساب البنكي trust fund.

وتكمن التفرقة بين هاتين الطريقتين في الحد الأدنى من المساهمين الضروري لإتمام الاستحواذ:

فإذا كان الاستحواذ يخضع لتصويت المساهمين فإنه يشترط موافقة أغلبية المساهمين الحاضرين الاجتماع أو موافقة أغلبية الأسهم التي يكون لها حق التصويت⁶⁶.

أما في حالة عرض شراء الأسهم يعتمد الحد الأدنى الضروري لإتمام الاستحواذ على السيولة النقدية التي تحتاجها الشركة المؤسسة ذات غرض الاستحواذ.

ويلاحظ أن التجارب السابقة أثبتت أنه يمكن أن يسئ المساهم حقه في التصويت مع حقه في الاسترداد عن طريق استغلال حق التصويت الإيجابي في

⁶⁵ See Gul Okutan Nilsson, Incentive Structure of Special Purpose Acquisition Companies, European Business Organisation Law Review, Vol., 19, 2018, p. 258.

⁶⁶ See NYSE Listing Standards, 102.06.

Delaware General Corporation law (DGCL) Sec 251 (c).

مقابل بيع أسهمهم بأسعار مرتفعة وتزيد عن السعر الذي يمكن أن يحصل عليه من الحساب البنكي trust account إذا استخدم حق الاسترداد.

وقام الرعاة بمنع ذلك الاستغلال "greenmailing" من خلال استبدال حق الخروج الذي يتمتع به جميع المساهمين من خلال شراء الأسهم بحق التصويت للمساهم^{٦٧} وأخذت بذلك أيضًا قواعد القيد بالبورصة Listing rules^{٦٨} حيث تم تعديلها في ٢٠١٠ و ٢٠١١ للسماح باتخاذ نظام عرض شراء الأسهم بدلاً من تصويت المساهم على إتمام الاستحواذ.

علاوة على ذلك، تسمح قواعد القيد بالبورصة بوضع قيود للحد الأقصى للأسهم التي يمكن أن يستخدم من خلالها المساهم حق الاسترداد^{٦٩}، ويسمى ذلك كما ذكرنا بالشروط التقييدية "bulldog provisions" مما يجعل المؤسسين يختارون شراء أسهم هؤلاء المساهمين.

ومن ثم يمكن القول إن مستوى الدعم المطوب من المساهمين في حالة عرض شراء الأسهم تختلف عن حالة تصويت المساهمين؛ حيث قديمًا كان الرعاة في الشركة ذات غرض الاستحواذ يسمحوا ل ٢٠ ٪ من المساهمين أن يستردوا

⁶⁷ See Rodrigues & Stegemoller, Exit, voice and reputation... Op., cit., pp 911-912.

⁶⁸ See the releases by the SEC for the NASDAQ amendment: Release No. 34-63607; File No. SR-NASDAQ-2010-137.

For NYSE-MKT amendment: Release No. 34-63752; File No. SR-NYSEMEX-2011-04.

⁶⁹ See, e.g., NYSE-MKT Company Guideline, 119(d).

أسهمهم، ولكن كان ذلك يؤثر على إمكانية إتمام الاستحواذ حيث كان يشترط موافقة ٨٠ ٪ على الأقل من المساهمين على الاستحواذ مما يعني أنه إذا رغب الكثير من المساهمين في ممارسة حق الاسترداد، فإن الاستحواذ لا يكتمل، وبالتالي لمنع اعتراض المساهمين، كان يلزم زيادة الحد الأدنى للأسهم التي يمكن استردادها مع مرور الوقت^{٧٠}.

لذلك حديثاً حاول الرعاة السماح لاكتمال الاستحواذ بالتمويل المتبقي في الحساب البنكي trust account بعد السماح باسترداد أقصى حد من الأسهم^{٧١}. ويجوز أيضاً للشركة الحصول على قروض لتمويل الاستحواذ عن طريق اصدار سندات والتي تسمح بدورها للمساهمين باسترداد أسهمهم^{٧٢}.

⁷⁰ See Milan Lakicevic and Milos Vulcanovic, A story on SPACS, Managerial Finance, vol., 39, Issue, 4, 2013, p 392

See also Milan Lakicevic, Yochanan Shachmurove and Milos Vulcanovic, Institutional changes of specified purpose acquisition companies (SPACS), The North American Journal of Economics and Finance, 2014, vol., issue C, p 156.

⁷¹ See for example, Fintech Acquisition Corp. Form S1 Registration Statement as filed with SEC on December 12, 2014.

⁷² See LM hale, SPAC: a financing tool with something for everyone, Journal of Corporate Accounting & Finance Vol., 18, 2007, p 73.

See also V Jog V, C Sun, Blank check IPOs: a home run for management, 2007, p 15.

وعلى الرغم من أن تطور هيكل الشركة ذات غرض الاستحواذ أدى إلى اضعاف سيطرة المساهمين على الشركة، إلا أن الدراسات أثبتت أنه إذا كان المساهمون قادرين على ممارسة السيطرة، فإنهم لا يرفضوا إتمام الاستحواذ دائماً مما يضر بالشركة وذلك لأن الرعاة يستطيعون شراء الأسهم أو إبرام اتفاق على التصويت مما يؤثر على إمكانية وجود سيطرة من المساهمين^{٧٣}.

ومن ثم، لا تضمن سيطرة المساهمين بالضرورة أن يكون الاستحواذ ذا قيمة حيث أثبتت بعض الدراسات أن رد فعل السوق على الإعلان عن اقتراح الاستحواذ يكون له مؤشر جيد على نتيجة الاتفاق؛ فإذا كان رد فعل السوق إيجابياً بالنسبة للشركة المستهدفة، يكون الاستحواذ ذا قيمة والعكس صحيح^{٧٤}.

⁷³ See T Jenkinson and M Sousa, Why SPAC investors should listen to the market? Journal of Applied Finance, Vol., 21, 2011, p 57.

See also A Thompson, Organizational form and investment decisions: the case of special purpose acquisition companies. Dissertation, Purdue University, 2010, pp 6-7.

⁷⁴ See Jenkinson and Sousa, Op., cit., p 42 et seq.

المطلب الثاني

ضمانات المستثمرين وتشجيعهم على الاستثمار في الشركات ذات

غرض الاستحواذ

نستعرض في هذا المطلب ضمانات المساهمين وكيفية تشجيعهم على الاستثمار في الشركات ذات غرض الاستحواذ لتشجيع نمو وازدهار هذا النوع من الشركات.

أولاً: ضمانات المستثمرين

يواجه المستثمرون خطر عدم إيجاد الشركة المستهدفة أو عدم اكتمال عملية الاستحواذ لأي سبب، علاوة على أنه يجب استخدام الأموال المجمعة من الاكتتاب في الاستحواذ فقط ولا يجوز استخدام هذه الأموال في أي غرض آخر. ولذلك تنص الفقرة الثالثة من المادة الثانية عشر مكرراً ١ على أنه "ويجب أن ينص النظام الأساسي للشركة على أن يتم الاحتفاظ بكامل رأس مال الشركة بما في ذلك حصيلة الاكتتاب في الحساب البنكي لحصيلة الاكتتاب، وذلك فيما عدا المصاريف اللازمة لتأسيس وترخيص الشركة وأتعاب مراقب الحسابات وأتعاب شركة خدمات الإدارة."^{٧٥}

في الولايات المتحدة الأمريكية، لتقليل هذه المخاطر ولحسب ثقة المستثمرين، تتبع الشركة ذات غرض الاستحواذ نظام إيداع ٩٠٪ من الأموال

^{٧٥} المادة الثانية عشرة مكرراً ١ من قرار مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية رقم ١٧١ لسنة ٢٠٢١ بشأن القواعد المنظمة لمزاولة نشاط الشركات ذات غرض الاستحواذ.

المجموعة من خلال الاكتتاب في حساب يسمي trust account^{٧٦} ، وأحيانًا تصل هذه النسبة إلى ١٠٠٪ نتيجة دفع الرعاة أموال للكوبونات warrants التي تصدرها الشركة^{٧٧}.

علاوة على ذلك، يتفق المكتتبون على تأخير جزء من الرسوم بعد انتهاء عملية الاستحواذ مما يزيد من حصيلة الاكتتاب التي يتم ايداعها في الحساب البنكي trust account^{٧٨}. ونرى أن هذا التأخير في دفع جزء من الرسوم بعد انتهاء عملية الاستحواذ يستخدم كوسيلة لإقناع المستثمرين أن المكتتبين لهم نفس الهدف وهو إتمام الاتفاق على الاستحواذ^{٧٩}.

ويكون الغرض الوحيد من حصيلة الاكتتاب المودعة في الحساب البنكي trust account إتمام عملية الاستحواذ، وإلا يسترجع المساهمون أسهمهم. والتساؤل الذي يثور هنا كيفية تشغيل الشركة وحصولها على التمويل اللازم لإدارتها قبل إتمام عملية الاستحواذ؟

⁷⁶ DN Feldman, Reverse mergers, Bloomberg press, New York 2006 pp 180-181.

-the NYSE Listing Standards Sec. 102.06, NYSE (ex-AMEX) Listing Standards Sec. 119 (a), NASDAQ Listing Rules IM-5101-2.

⁷⁷ Milan Lakicevic, Yochanan Shachmurove and Milos Vulcanovic, Institutional changes... Op., cit., pp 154-155.

دراسة عن ١٨٤ SPAC في الفترة ما بين ٢٠٠٣ و ٢٠١٢.

⁷⁸ Rodrigues & Stegemoller, Exit, voice and reputation..., Op., cit., p 915.

⁷⁹ Feldman, Op., cit., pp 190-191.

في الولايات المتحدة الأمريكية، تقوم الشركة ذات غرض الاستحواذ باستيفاء التمويل اللازم خلال الفترة التي تسبق الاستحواذ عن طريق جزء من حصيلة الاكتتاب أو من الكوبونات warrants التي يدفعها المستثمرون ويتم إيداعها في الحساب البنكي trust account أو من الفوائد المستحقة من الأموال المودعة في هذا الحساب^{٨٠}.

أما في مصر، يختلف الوضع حيث يتم الحصول على التمويل اللازم لتأسيس وترخيص الشركة وأتعاب مراقب الحسابات وأتعاب شركة خدمة الإدارة من حصيلة الاكتتاب فقط، وفي ذلك ينص قرار الهيئة العامة للرقابة المالية على أنه يجب أن ينص النظام الأساسي للشركة ذات غرض الاستحواذ على الاحتفاظ بكامل رأس مال الشركة بما في ذلك حصيلة الاكتتاب في الحساب البنكي لحصيلة الاكتتاب، وذلك فيما عدا المصاريف اللازمة لتأسيس وترخيص الشركة وأتعاب مراقب الحسابات وأتعاب شركة خدمة الإدارة^{٨١}.

⁸⁰ L Dimitrova, Perverse incentives of special purpose acquisition companies, the 'poor man's private equity funds', Journal of accounting and economics, vol., 63, Issue, 1 2017, p 7.

See also Milan Lakicevic and Milos Vulanovic, A story on SPACS, Op., cit., p. 392.

^{٨١} المادة الثانية عشرة مكرراً ١ من قرار مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية رقم ١٧١ لسنة ٢٠٢١ بشأن القواعد المنظمة لمزاولة نشاط الشركات ذات غرض الاستحواذ.

أما بالنسبة للتكاليف اللازمة لاختيار الشركة أو الشركات المستهدفة واتخاذ إجراءات الاستحواذ عليها فيتحملها المؤسسون^{٨٢}، ويعتبر ذلك مسلك جيد للمشروع المصري وتشجيعاً منه للمستثمرين على الدخول في هذا النوع من الشركات.

علاوة على ذلك، لضمان استخدام حصيلة الاكتتاب بما يتفق مع مصالح المستثمرين، تشترط قواعد القيد بالبورصة Listing Conditions أن يكون للشركة المستهدفة قيمة سوقية تعادل على الأقل ٨٠٪ من الأموال المودعة في الحساب البنكي trust account حيث تشترط هذه القواعد أن يكتمل الاستحواذ على شركة تمتلك قيمة سوقية تعادل ٨٠٪ من الأموال المودعة في الحساب وذلك بعد استبعاد أية رسوم للمكتتبين والضرائب المدفوعة على فوائد الحساب ويكون إتمام الاستحواذ في خلال ٣٦ شهر من بيان تسجيل الاكتتاب أو خلال المدة التي تحددها الشركة في هذا البيان بشرط أن تكون أقل من ٣٦ شهر^{٨٣}.

^{٨٢} المادة الثانية عشرة مكرراً ٥ من قرار مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية رقم ١٧١ لسنة

٢٠٢١ بشأن القواعد المنظمة لمزاولة نشاط الشركات ذات غرض الاستحواذ.

^{٨٣} NYSE-MKT (ex-AMEX) Listing Standards Sec. 119(b), NYSE (Sec. 102.06).

وكذلك تنص الفقرة الثالثة من المادة الثانية عشرة مكرراً ٩ على أنه يجب أن تمثل قيمة الشركة أو الشركات المستحوذ عليها نسبة ٨٠ ٪ على الأقل من حجم حصيلة الأموال المتاحة (حصيلة الاكتتاب + PIPES + الاسترداد) ^{٨٤}.

وبعد انتهاء المدة المحددة للبحث عن الشركة المستهدفة، إذا لم تجد الشركة ذات غرض الاستحواذ شركة مستهدفة أو إذا لم تجد الشركة المستهدفة المقترحة الدعم الكافي من المساهمين، تتحل الشركة ويسترجع المساهمون أموالهم المودعة في الحساب البنكي وفقاً لنسبة مساهمتهم.

وبذلك يمكن القول إن فشل الشركة ذات غرض الاستحواذ في إتمام الاستحواذ لا يمثل خطر أو تهديد كبير للمستثمرين لأنهم يضمنوا استرجاع أكثر من ٩٠ ٪ من استثماراتهم بالإضافة إلى فائدة على أموالهم وذلك بعد استقطاع الفائدة التي تم استخدامها في تشغيل الشركة خلال الفترة التي تسبق إتمام الاستحواذ.

وبمجرد إعلان الاستحواذ، يجوز للمساهمين مراجعة الخطة المقترحة للاستحواذ ولهم سلطة تقديرية في تسهيل أسهمهم والحصول على نسبة من المبلغ المودع في الحساب البنكي بمقدار حصتهم وذلك يسمى بحق الاسترداد "redemption or conversion right".

وبالتالي يضمن المستثمرون الخروج من الشركة قبل إتمام الاستحواذ وذلك دون تحمل خسارة كبيرة، ولكن مع الأخذ في الاعتبار خسارة الوقت الضائع في عدم استثمار الأموال المودعة في الحساب البنكي ^{٨٥}.

^{٨٤} المادة الثانية عشرة مكرراً ٩ من قرار مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية رقم ١٧١ لسنة ٢٠٢١ بشأن القواعد المنظمة لمزاولة نشاط الشركات ذات غرض الاستحواذ.

وعند النظر إلى الوضع في مصر نجد أن المشرع المصري قد نص فقط على التزام الشركة برد أموال المستثمرين دون تحديد آلية ذلك ودون النص على حقهم في الحصول على فائدة^{٨٦} كما فعل المشرع الأمريكي، وكنا نأمل أن يتبنى المشرع المصري موقف المشرع الأمريكي في ذلك تشجيعاً للمستثمرين.

ثانياً: تشجيع المستثمرين على الاستثمار في الشركة ذات غرض الاستحواذ

لقد ذكرنا أن الشركة ذات غرض الاستحواذ تصدر وحدات مالية units تتكون من أسهم وكوبونات warrants تسمح لحاملها بالحصول على أسهم إضافية، أي أن الكوبونات تعطي لحاملها الحق في شراء سهم أو جزء من سهم بسعر محدد. وقد أصبح إصدار هذه الكوبونات شائعاً مما جعل المستثمرين يتوقعونه من معظم الشركات ذات غرض الاستحواذ^{٨٧}.

⁸⁵ Feldman, Op., cit., p 190.

^{٨٦} المادة الثانية عشرة مكرراً ٤ من قرار مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية رقم ١٧١ لسنة ٢٠٢١ بشأن القواعد المنظمة لمزاولة نشاط الشركات ذات غرض الاستحواذ.

⁸⁷ See, e.g., the Barington/Hilco acquisition corp. Form S1 registration statement filed with the SEC on November 13, 2014, 'securities offered'.

ويمكن بيع الكوبونات بسعر محدد، ولكن لا يمكن استخدامه إلا بعد إتمام الاستحواذ^{٨٨} إلا أنه يجوز تداوله منفصلاً عن السهم بعد مدة قصيرة من الاكتتاب^{٨٩}.

علاوة على ذلك، يستطيع المساهمون - الذين يختارون استرداد أسهمهم والخروج من الشركة - الاحتفاظ بالكوبونات وتحقيق أرباح عليها إذا ارتفع سعر السهم^{٩٠}. والجدير بالذكر أن الكوبونات قد تصبح بلا قيمة إذا تمت تصفية الشركة^{٩١}.

⁸⁸ Feldman, Op., cit., p 187.

See e.g., Quinpario Acquisition Corp. 2 registration Statement Amendment No. 3 to form S-1 as filed with the SEC on January 8, 2015:

"يمكن استخدام warrant بعد ٣٠ يوم من إتمام الاستحواذ أو ١٢ شهر من غلق الاكتتاب."

⁸⁹ See, e.g., 57th Street General Acquisition Corp. Amendment No. 5 to Form S1 Registration Statement as filed with the SEC on May 14, 2010.

⁹⁰ See, for example, Information Services Group Inc. Form S1 Registration Statement as filed with the SEC on January 29, 2007.

See also the Barington/Hilco acquisition corp. Amendment No. 5 to Form S1 registration statement filed with the SEC on February 4, 2015.

⁹¹ See, for example, 57th Street General Acquisition Corp. Amendment No. 5 to Form S1 Registration Statement as filed with the SEC on May 14, 2010.

ويوفر ذلك الانفصال في تداول الأسهم وتداول الكوبونات آلية تسمح للمستثمرين بتحمل مظاهر مختلفة من المخاطر بحيث يختلف الخطر الذي يتحمله المساهم في حالة امتلاك السهم عن ذلك الذي يتحمله في حالة امتلاك الكوبونات. ففي حالة تداول أسهم الشركة، يتم التداول وفقاً للنقد المودع في الحساب البنكي وتكون أسعار الأسهم غير متقلبة أي تتمتع بالثبات إلى حد ما وذلك لأنه قبل إتمام الاستحواذ، تعتبر الشركة ذات غرض الاستحواذ مجرد حساب لإيداع الأموال.

ومن ثم، يجوز للمساهمين اختيار بيع أو استرداد أسهمهم بسعر متقارب أو مساوي لسعر الشراء والاحتفاظ بالكوبونات التي يمكن أن يرتفع سعرها، مما يجعلهم يبتعدون عن أية مخاطر^{٩٢}.

ويرى البعض أنه نتيجة وجود الحساب البنكي وحقوق الاسترداد والكوبونات يعتبر الاستثمار في الشركة ذات غرض الاستحواذ حتى إتمام الاستحواذ استثمار بدون مخاطر مع وجود اختيار الاستمرار بعد إتمام الاستحواذ

٩٣

⁹² Feldman, Op., cit., p. 188.

⁹³ 'A SPAC IPO investor essentially owns a riskless zero-coupon bond with an option on a future acquisition.'

See SM Lewellen, SPACS as an asset class, 2009, p. 3

Jenkinson and Sousa, Op., cit., p. 42.

Lakicevic, Shachmurove, Vulcanovic Op., cit., p. 164.

والأكثر من ذلك، تسعى بعض الشركات ذات غرض الاستحواذ إلى إصدار أسهم ممتازة تمنح حقوق محددة واستثنائية وذلك لسببين هما جذب عدد أكبر من المستثمرين، وحتى يكون هناك اختلاف بينها وبين الشركات ذات غرض الاستحواذ الأخرى مما يجعل المستثمرون يختارون هذه الشركة دون غيرها من الشركات المؤسسة لغرض الاستحواذ الأخرى^{٩٤}.

ويتمثل الحق الذي يمنحه السهم الممتاز للمساهم في الحصول على عشر قيمة السهم في الشركة ذات غرض الاستحواذ وذلك بعد إتمام الاستحواذ^{٩٥}، ويجوز للمساهم تداوله منفصلاً وكذلك الاحتفاظ به حتى إذا قام باسترداد أسهمه^{٩٦}، ولكن إذا لم يكتمل الاستحواذ، تصبح هذه الحقوق بلا قيمة^{٩٧}.

⁹⁴ See, for example, Arowana Inc, Form S1 Registration Statement as filed with the SEC on March 13, 2015, Barington/Hilco Acquisition Corp. Amendment No. 5 to Form S1 Registration Statement as filed with the SEC on February 4, 2015.

⁹⁵ See, for example Arowana Inc. Amendment No. 5 to Form S1 Registration Statement as filed with the SEC on March 13, 2015: 'Each right entitles the holder to receive one-tenth (1/10) of a share upon consummation of our initial business combination.'

⁹⁶ See for example, Barington/Hilco Acquisition Corp. Amendment No. 5 to Form S1 Registration Statement as filed with the SEC on February 4, 2015: 'Public stockholders who convert their shares will still receive one-tenth of a share for each right held (provided that we will not issue any fractional shares to the extent that the number of rights held by a

ويمكن الاختلاف بين الأسهم الممتازة "preference or bonus shares" والكوبونات "warrants" في أنه في الأولى لا يشترط دفع مبالغ إضافية للحصول عليها عند إتمام الاستحواذ وذلك على عكس الثانية التي تشترط دفع مبالغ إضافية للحصول عليها⁹⁸.

أما بالنسبة للقانون المصري، لم ينص على آلية رد أموال المستثمرين؛ فإذا لم تنجح الشركة ذات غرض الاستحواذ في الاستحواذ على شركة أخرى خلال سنتين من تاريخ زيادة رأس المال، تلتزم الشركة برد أموال المكتتبين. وكذلك إذا لم توافق الجمعية العامة غير العادية بنسبة الثلثين على عملية الاستحواذ، يتم رد أموال المكتتبين.

أما إذا تحققت نسبة التصويت المطلوبة في اجتماع الجمعية العامة غير العادية وهي ثلثي الأسهم الممثلة في الاجتماع، يجوز للمساهمين المعترضين على

holder is not divisible by ten) and continue to have the right to exercise any warrants they may hold if the business combination is consummated.'

⁹⁷ See, for example: Hydra Industries Acquisition Corp. Amendment No. 5 to Form S1 Registration Statement as filed with the Securities and Exchange Commission on October 24, 2014: 'If we are unable to complete an initial business combination within the required time period and we redeem the public shares for the funds held in the trust account, holders of rights will not receive any such funds in exchange for their rights and the rights will expire worthless.'

98

قرار الاستحواذ الخارج خلال ثلاثين يوماً من تاريخ التصويت على هذا القرار ويكون الخارج بأي من هذه الطرق:

- ١- بيع الأسهم في البورصة.
- ٢- شراء الشركة لأسهمهم كأسهم خزينة.
- ٣- شراء ممولين إضافيين PIPES لأسهمهم.^{٩٩}

ويستنتج من ذلك نتيجتين:

أولاً: إن المشرع المصري لم يوضح آلية استرداد المستثمر لأسهمه كما هو الحال في القانون الأمريكي الذي أوضح هذه الآلية كما ذكرنا، واكتفى المشرع المصري بمنح المستثمر المعارض على قرار الاستحواذ سلطة بيع أسهمه، وفيما عدا الحالات المذكورة يلتزم المستثمر بالبقاء في الشركة وذلك على عكس موقف المشرع الأمريكي الذي يمنح المستثمر حق الانسحاب في أي وقت قبل الاستحواذ أو بعده.

ثانياً: لم يفرض المشرع المصري على الشركة أي التزام بإعادة شراء أسهم المساهمين المعارضين على قرار الاستحواذ بنفس سعر الاكتتاب حيث كما ذكرنا يجوز لهؤلاء المساهمين بيع أسهمهم في البورصة أو قيام الشركة بشراء هذه الأسهم كأسهم خزينة أو القيام ببيعها لممول إضافي.

ومن ثم، كنا نأمل أن يحذو المشرع المصري حذو المشرع الأمريكي لتشجيع المستثمرين على استثمار أموالهم في الشركة ذات غرض الاستحواذ حيث

^{٩٩} المادة الثانية عشرة مكرراً ٩ من قرار الهيئة العامة للرقابة المالية رقم ١٧١ لسنة ٢٠٢١ بشأن القواعد المنظمة لمزاولة نشاط الشركات ذات غرض الاستحواذ.

يضمن المستثمر عدم تحمله أية خسارة لأنه سيستطيع بيع أسهمه بنفس سعر الاكتتاب.

ويثور التساؤل هنا عن إذا كان المستثمر لا يتحمل أية خسارة عند استرداد أسهمه حيث يسترد أسهمه من الشركة بنفس سعر الاكتتاب وذلك على عكس المؤسس أو الراعي الذي يتحمل خسارة كما ذكرنا، فهل يمكن تكييف هذا الشرط بأنه شرط أسد أي شرطاً باطلاً مما يبطل عقد الشركة بأكمله لأنه يخالف أحد الأركان الموضوعية الخاصة لعقد الشركة وهو نية اقتسام الأرباح والخسائر؟ وقد حسمت محكمة النقض الفرنسية هذه المسألة في قضية تتلخص وقائعها في أن أحد المستثمرين ساهم في رأس مال شركة بشراء ٣٠٠ سهم بسعر ١٠٠ فرنك لكل سهم بالإضافة لعلاوة إصدار. ونظراً لأن مشاركته كانت أهميتها قليلة الأهمية، قام بأبرام وعدا بإعادة شراء الاسهم مع المساهمين القدامى حيث يلتزم هؤلاء المساهمين بشراء الأسهم التي اشترها المستثمر الجديد وذلك وفقاً لسعر إصدارها بما في ذلك علاوة الإصدار بالإضافة إلى دفع فائدة سنوية قيمتها ١٤ ٪، ولكن رفض المساهمون تفعيل هذا الوعد حيث يرون أنه وعد باطل لأنه يعتبر شرط أسد.

وقد انتهت محكمة النقض الفرنسية في هذا الصدد إلى نتيجة¹⁰⁰ مشجعة للوجود وازدهار هذا النوع من الشركات، وهي تتمثل في أن الاتفاق الذي تم إبرامه

¹⁰⁰ dans une opération de capital investissement, une telle clause constituait une promesse d'achat d'actions et avait pour objet, en fixant un prix minimum de cession, d'assurer l'équilibre des conventions conclues entre les parties en assurant à l'une, qui était un bailleur de

بين المستثمرين الجدد وباقي المساهمين والذي بموجبه يضمن المستثمرون الجدد بيع أسهمهم بنفس السعر الذي دفعوه عند الاكتتاب في السهم، لا يعتبر شرط اسد ولا يؤثر في ركن اقتسام الأرباح والخسائر الذي يعد أحد الأركان الموضوعية الخاصة اللازمة لصحة عقد الشركة. وبررت المحكمة ذلك بأن مستثمر رأس المال الخاص أو رأس المال المخاطر هو في النهاية ممول لذلك فمن الطبيعي أن يضمن سداد استثماراته أو الحصول عليها عند التخارج.

وقد استقرت محكمة استئناف باريس على ذات المبدأ^{١٠١}، وكذلك خلص الفقه إلى أن هناك بعض المساهمين في الشركة يجب اعتبارهم مجرد مستثمرين يقترب موقفهم من موقف حملة السندات، لذلك يعتبر هؤلاء المساهمين مختلفين عن المساهمين الذين يكون لديهم نية المشاركة.

fonds, le remboursement de l'investissement auquel elle n'aurait pas consenti sans cette condition déterminante". Cass, com, 16 novembre 2004, n 1643 F-P+B Belkhelfa c/Rossler, D. 2004, p. 3144, obs. A Lienhard; Droit et Patrimoine, fevier 2005, p. 133. Obs. D. Poracchia.

مشار إليه د سامي عبد الباقي، مرجع سابق، ص ٤٣.

¹⁰¹ Paris, 17 avril 1996, Azer et autres c/ SA Inovelf et autres, Bull. joly. bourse, 1996, pp. 808 et ss.. note Alain COURET; CA Paris, 15 septembre 2000, Rosseler c/Belkhelfa, Droit societes fevrier, 2001, pp. 19 et s; Bull. joly boues, 2001, note Alin COURET, pp. 47.

مشار إليه د سامي عبد الباقي، مرجع سابق، ص ٤٣

المبحث الثالث

الإشكاليات المرتبطة بإدارة الشركة ذات غرض الاستحواذ ومصالح

المؤسسين فيها

نستعرض في هذا المبحث كيفية تشجيع المؤسسين وإدارة الشركة ذات غرض الاستحواذ على الوصول إلى أفضل اتفاق استحواذ، والإشكاليات المتعلقة بالسيطرة التي يتمتع بها المؤسسون على الشركة مما يتطلب التطرق إلى الحوكمة وكيفية تجنب تعارض المصالح بين المؤسسين والمساهمين.

المطلب الأول

تشجيع إدارة الشركة ذات غرض الاستحواذ

سوف نتناول في هذا المطلب كيفية تشجيع إدارة الشركة ذات غرض الاستحواذ على الوصول إلى أفضل اتفاق استحواذ مع تقديم بعض الاقتراحات لعدم كفاية الضمانات الحالية لتحقيق أفضل استحواذ.

أولاً: الحصول على أسهم "promote" في الشركة ذات غرض

الاستحواذ

يعتقد البعض أن إدارة الشركة ذات غرض الاستحواذ تحصل على أجر نظير الإدارة، ولكن ما يحث فعليًا هو حصول الإدارة على أسهم "promote" في الشركة مما يشكل تعويض لها عن مجهوداتها^{١٠٢}.
في الولايات المتحدة الأمريكية، يقوم المؤسسون بشراء أسهم في طرح خاص يسبق الطرح العام ويقومون بدفع مبلغ محدد^{١٠٣}، ثم بعد ذلك يتم الطرح العام للجمهور وفي نهاية هذا الطرح، تمتلك إدارة الشركة ٢٠ % من الأسهم بينما يمتلك المستثمرون ٨٠ %^{١٠٤}.

¹⁰² Robert Berger, SPACS: an alternative way to access public markets. Journal of Applied Corporate Finance, Vol., 20, Issue, 3, 2008, p 70.

Jenkinson and Sousa, Op., Cit., p 38.

¹⁰³ Lakicevic, Shachmurove, Vulcanovic, Op., cit., p 155.

¹⁰⁴ Hale, Op., Cit., p 70; Jenkinson and Sousa, Op., Cit., p 39; Lakicevic and Vulcanovic, Op., Cit., p 389,

Carol Boyer and Glenn Baigent, SPACs as alternative investments: an examination of performance and factors that drive prices, Journal of Private Equity, Vol., 11, Issue, 3, 2008, p 14,

Lewellen, Op., Cit., p 4.

ويرى البعض أن المال الذي يساهم به المؤسسون في رأس مال الشركة في مقابل حصولهم على أسهم يعتبر مبلغ اسمي حيث إنه في مقابل ذلك المال الذي يساهم به المستثمرون يحصلون على ملايين الدولارات^{١٠٥}. خلاصة القول، يحصل الرعاة على ٢٠ ٪ من أسهم الشركة كتعويض عن مجهودهم في البحث عن الشركة المستهدفة وإتمام الاستحواذ. ويعتبر ذلك التعويض حافز قوي للإدارة على إيجاد الشركة المستهدفة وإتمام الاستحواذ مما يخدم أيضًا مصالح المستثمرين.

ثانيًا: حصول المؤسسين على كوبونات "warrants"

يستطيع المؤسسون الاستثمار في الكوبونات warrants بقيمة ٣ ٪ إلى ٥ ٪ من حصيلة الاكتتاب وتودع قيمة الكوبونات في الحساب البنكي^{١٠٦}.

¹⁰⁵ The average gross proceeds in 161 SPAC IPOs in the US between 2003 and 2009 is calculated at 126.4 million USD. Lakicevic and Vulcanovic, Op., Cit., p 390.

Another study based on 184 SPAC IPOS between 2003 and 2012 shows this figure to be 127.8 million USD. See Lakicevic, Shachmurove, Vulcanovic, Op., cit., p 155.

¹⁰⁶ Berger, Op., Cit., p 70.

توصلت دراسة إلى أن نسبة مشاركة المؤسسين في الحساب البنكي تصل إلى ٢,٧٦ ٪ من إجمالي الأموال المودعة.

See Lakicevic and Vulcanovic, Op., Cit., p 390.

وتوصلت دراسة أخرى إلى أن نسبة مساهمة المؤسسين ترتفع مع الوقت مقارنة بمساهمتهم عند تأسيس SPAC.

وفي حالة نجاح الاستحواذ وارتفاع سعر السهم بعد الاستحواذ، تكون الإدارة استفادت وحققت أرباح.

أما في حالة عدم نجاح الاستحواذ، تنتهي الكوبونات وتصبح بلا قيمة وتمثل خسارة للإدارة. وذلك يشجع المؤسسين على السعي إلى إتمام الاستحواذ ومواءمة مصالحهم مع مصالح المستثمرين^{١٠٧}.

ثالثاً: تنازل المؤسسين عن الحق في الاسترداد وحقوق التصفية

في معظم الشركات ذات غرض الاستحواذ يتنازل المؤسسون عن حقوق الاسترداد وحقوق التصفية بالنسبة للأسهم التي يحصلون عليها عن طريق الطرح الخاص^{١٠٨}، ويضمن ذلك عدم خروج الإدارة من الشركة عن طريق استرداد أسهمهم والحصول على قيمة السهم من الحساب البنكي أو الحصول على أي تعويض من ناتج التصفية في حالة فشل المشروع.

See Lakicevic, Shachmurove, Vulcanovic, Op., cit., p 156.

¹⁰⁷ See Rodrigues and Stegemoller, Exit, voice and reputation... Op., Cit., p 895.

Daniel S. Riemer, Special purpose acquisition companies: SPAC and SPAN, or blank check redux? Washington University Law Review, Vol., 85, Issue 4, 2007, p 959.

^{١٠٨} ومع ذلك تنص معظم نشرات اكتتاب SPACs على حق الإدارة في ممارسة حقوقها في التصفية بالنسبة للأسهم التي يحصلون عليها بعد الاكتتاب.

والجدير بالذكر أنه في حالة عدم إتمام الاستحواذ، لا يحصل المؤسسون على أي تعويض علاوة على خسارتهم الأموال المودعة في الحساب البنكي في مقابل شراء الكوبونات.

رابعًا: حجز أسهم المؤسسين

هناك ضمانات أخرى للتأكد من حرص الإدارة على إتمام الاستحواذ وهي عدم السماح للمؤسسين بالتصرف في أسهمهم إلا بعد مرور سنة على إتمام الاستحواذ حيث تودع قيمة الأسهم في حساب بنكي escrow وبذلك لا يستطيع المؤسسون التصرف فيها¹⁰⁹.

وفي ذلك اتبع المشرع المصري نهج المشرع الأمريكي عندما نص على أنه يجب على المؤسسين الاحتفاظ بما يملكونه من أسهم في رأس مال الشركة لمدة سنتين من تاريخ تأسيسها أو حتى اكتمال عملية الاستحواذ أيهما أقرب، وبعدها

¹⁰⁹ Berger, Op., Cit., p 71.

More recent SPACS allow shares to be released earlier than 1 year after the closing of the business combination and even earlier, if the share price reaches a certain level. See, for example, Barington/Hilco Acquisition Corp. Form S-1 Registration Statement as filed with the SEC on November 13, 2014, p 3.

أدنى سنة بعد إتمام عملية الاستحواذ ولا يدخل في احتساب هذه المدة الفترة اللازمة لإتمام إجراءات الاندماج^{١١٠}.

وكذلك لا يجوز للرعاة التصرف في الكوبونات warrants ولكن تكون مدة الحجز أقصر من مدة حجز السهم^{١١١}.

وعلى الرغم من ذلك، في الكثير من الأحيان لا يستمر الرعاة في إدارة الشركة بعد إتمام الاستحواذ على الرغم من أن ذلك قد يكون مفيداً لإدارة الشركة حيث أثبتت بعض الدراسات ذلك^{١١٢}.

رابعاً: تشجيع إدارة الشركة ذات غرض الاستحواذ على الوصول إلى أفضل اتفاق

لقد ذكرنا أنه نتيجة وجود حساب بنكي وحقوق الاسترداد وحقوق التصفية، يقدم هيكل الشركة ذات غرض الاستحواذ فرصة استثمار بدون مخاطر كبيرة للمساهمين وذلك حتى إتمام الاستحواذ.

^{١١٠} المادة الثانية عشرة مكرراً ٥ من قرار الهيئة العامة للرقابة المالية رقم ١٧١ لسنة ٢٠٢١ بشأن القواعد المنظمة لمزاولة نشاط الشركات ذات غرض الاستحواذ.

^{١١١} Berger, Op., Cit., p. 71.

^{١١٢} Findings indicate that 'the continued involvement of the SPAC sponsors as shareholders and board members has an impact on the long term performance of SPAC acquisitions' and that long-run returns may be significantly higher if one of the SPAC sponsors is appointed as a CEO of the merged company. Dimitrova, Op., Cit., pp 28-29.

وكذلك تهدف الضمانات المذكورة أعلاه إلى ضمان حسن سير إدارة الشركة، وتهدف أيضًا إلى مواءمة مصالح الإدارة مع مصالح المساهمين، ولكن تثور المشكلة في أن هذه الضمانات تركز على الفترة التي تسبق الاستحواذ فقط ونحن نرى أنه يجب تشجيع حسن سير الإدارة على المدى البعيد أي بعد إتمام الاستحواذ من ناحية ومعالجة مشكلة انخفاض قيمة السهم value dilution التي يواجهها المستثمرون الذين يستثمرون في الشركة ذات غرض الاستحواذ ولا يستردون أسهمهم non-redeeming shareholders.

والسؤال الذي يثور هنا هل تعتبر الضمانات المذكورة كافية لضمان سعي إدارة الشركة ذات غرض الاستحواذ إلى الوصول إلى أفضل اتفاق استحواذ؟

لقد تحدثنا عن أن إدارة الشركة ذات غرض الاستحواذ تحصل على تعويض عند الوصول إلى الشركة المستهدفة وإتمام الاستحواذ ولم نذكر أنه يجب أن يكون الاتفاق ذا قيمة حتى تستطيع الإدارة الحصول على التعويض، ويعني ذلك أن الإدارة قد تحصل على التعويض بغض النظر عن أداء الشركة فيما بعد ودون الاهتمام بأداء الأسهم وقيمتها في السوق بعد إتمام الاستحواذ. ويعني ذلك وجود خطر أن تقوم الإدارة بإتمام الاتفاق على الاستحواذ دون الاهتمام بأن يكون اتفاق ذا قيمة لا سيما عندما تقترب المدة التي يجب فيها البحث عن الشركة المستهدفة على الانتهاء¹¹³.

¹¹³ Feldman, Op., Cit., p 190. Dimitrova (2016) calls this phenomenon 'The perverse incentives of SPACS'.

لمعالجة هذه المشكلة، يجب إعادة النظر في طريقة أو خطة تعويض الرعاة مما يمكن أن يشجع أيضًا على أداء أفضل للشركة على المدى البعيد. فعند النظر إلى نظام الاستثمار الخاص *private equity*، نجد أن الشركة ذات غرض الاستحواذ نوع من الاستثمار الخاص، ولكنها تركز على صفقة واحدة *single deal*¹¹⁴. وتختلف خطة التعويض في الشركة ذات غرض

Rodrigues and Stegemoller Exit, voice and reputation.. Op., cit., pp 893-894, point out that this risk is commonly mentioned in SPAC prospectuses, warning investors of a conflict of interest between the managers and shareholders that might occur when determining the terms, conditions and timing of a particular business combination. The market also seems to react negatively to SPACs that announce deals towards the end of the term. See Anh L. Tran, Blank cheque acquisitions, 2010, pp. 27 et seq who finds that SPACS that announce their targets 15 months after the IPO (which is the median announcement time for SPACS studied) as opposed to before, exhibit lower announcement returns and that deals announced closer to the 24-month deadline are less likely to be approved by shareholders. He concludes that these results may support the concerns that time pressure coupled with the management compensation scheme might prompt the SPAC management into making unsuitable acquisitions.

¹¹⁴ T Castelli, Not guilty by association: why the taint of their 'blank check' predecessors should not stunt the growth of modern special

الاستحواذ عن الاستثمار الخاص؛ ففي الأخير يحصل المديرون على مكافأة تقدر بناء على الأرباح ويهتمون برفع قيمة الشركة، وتتكون مكافأة الإدارة من ثلاث فئات¹¹⁵: مقابل الإدارة، فوائد "carried interest" وتعني جزء من الأرباح، ومقابل عن الصفقات الأخرى.

ويلاحظ أنه إذا كانت نسبة مقابل الإدارة ثابتة، إلا أن الفوائد carried interest تكون نسبة من الأرباح قد تصل إلى ٢٠ %¹¹⁶، والهدف من هذه

purpose acquisition companies, Boston College Law Review, Vol., 50, Issue 1, p. 259,

Riemer, Op., Cit., p 966.

Elena Ignatyeva, Christian Rauch and Mark Wahrenburg, Analyzing European SPACS, Journal of Private Equity, Vol., 17, p 64.

لمزيد من التفاصيل حول المقارنة بين SPACs والاستثمار الخاص PE
See Rodrigues and Stegemoller, Exit, voice and reputation... Op., Cit, pp. 864-868

¹¹⁵ Hudson, Mattew Hudson, Funds: private equity, hedge and all core structures, Wiley, West Sussex, 2014, p 11.

Ingo Stoff and Renier Braun, The evolution of private equity fund terms beyond 2 and 20, Journal of Applied Corporate Finance, Morgan Stanley, Vol., 26, Issue 1, p 66.

¹¹⁶ Hudson, Op., Cit., pp 26 et seq.

P Cornelius, International investments in private equity, Elsevier, Amsterdam, 2011, p 22. Stoff and Braun, Op., Cit., p 65; Demaria, Op., Cit., p 94.

الفوائد المواءمة بين مصالح المؤسسين والمستثمرين مما يجعل هدفهم واحد وهو الوصول إلى أفضل عائد استثمار^{١١٧}.

ويتم توزيع هذه الفوائد عند الخروج من الشركة وذلك بعد حصول المستثمرين على أموالهم المستثمرة والعائد على هذه الأموال والذي يكون متفق على نسبه مسبقاً^{١١٨}.

أما بالنسبة للشركة ذات غرض الاستحواذ، نسبة ال ٢٠ % التي يحصل عليها الرعاة تتشابه مع النسبة التي يحصل عليها المديرين مقابل الإدارة في حالة الاستثمار الخاص لأن في هذه الحالة الأخيرة تكون النسبة ثابتة وتحسب بناء على حجم رأس المال.

وبالتالي لا يوجد في مكافأة إدارة الشركة ذات غرض الاستحواذ الفوائد carried interest الموجودة في الاستثمار الخاص والتي يحصل عليها المديرين

It is estimated that the total amount of remuneration received by PE buy-out fund managers including fixed and variable fees corresponds to around 17.8% of the total investment, Metrick and Yasuda, The economics of private equity funds, The Review of Financial Studies Vol., 23 no. 6, 2010, pp 2327-2328.

¹¹⁷ Demaria, Op., Cit., p 94; Stoff and Braun, Op., Cit., pp 65-66.

¹¹⁸ وتسمى الفائدة المتفق عليها مسبقاً "hurdle rate"

See Matthew Hudson, Op., cit., pp 26 et seq.

Ingo Stoff and Renier Braun, Op., Cit., p 66.

Cyril Demaria, Introduction to private equity: venture, growth, LBO and turn-around capital, 2nd edition, Wiley, West Sussex, 2013, p 94.

عند تحقيق أرباح¹¹⁹ مما يجعل مديري الاستثمار الخاص لديهم حافز أكبر على الارتقاء بالشركة وجعلها ذات قيمة أكبر.

ويستنتج من ذلك أنه يمكن تحسين مكافأة الشركة ذات غرض الاستحواذ لتشجيع وجود إدارة أفضل على المدى البعيد وذلك عن طريق وضع مبلغ في المكافأة مربوط بأداء الإدارة كما هو الحال في الاستثمار الخاص.

هناك طرق عديدة لتحقيق هذا الهدف، تتمثل إحدى هذه الطرق في صرف مكافأة الرعاة على دفعات، ويرتبط ذلك بتحقيق أهداف معينة متعلقة بسعر السهم. وقد اتبعت بعض الشركات ذات غرض الاستحواذ هذه الطريقة عندما أبرمت اتفاقات "lock-up agreements" كوسيلة لترتيب صرف مكافأة الرعاة حيث يتم حجز أسهم الرعاة ولا يستطيعون الحصول عليها إلا بعد ارتفاع السهم إلى مستوى معين¹²⁰.

فعلى سبيل المثال، يحصل الرعاة على نسبة ٢٠٪ فقط عند إتمام الاستحواذ، ثم يحصلون على النسبة المتبقية على دفعات وكل دفعة يرتبط استحقاقها بوصول الشركة إلى مستوى معين مما يحفز الرعاة على اتباع إجراءات تحسن من أداء الأسهم بعد إتمام الاستحواذ.

¹¹⁹ Rodrigues and Stegemoller, Exit, voice and reputation... Op., Cit., pp 893-894.

¹²⁰ Rodrigues and Stegemoller, Exit, voice and reputation... Op., Cit., p 894, give the example of 'Empeiria Acquisition Corp'. See Prospectus dated June 15, 2011, p 90. A more recent example is FinTech Acquisition Corp. See Prospectus dated February 12, 2015, p 90.

وأيضًا استخدمت هذه الطريقة في أوروبا حيث اتبعت إحدى الشركات نظام يحصل فيه الرعاة على المكافأة على ثلاث دفعات 'three performance-based installments'¹²¹ ويرتبط صرف كل دفعة بأداء السهم؛ فتحصل الإدارة على ثلث المكافأة بعد ستة أشهر من اكتمال الاستحواذ، وتحصل على الثلث الثاني إذ ارتفع السعر السوقي للسهم ١٠٪ عن سعر الاكتتاب، أما بالنسبة للثلث الأخير فتحصل عليه الإدارة إذا ارتفع السعر السوقي للسهم ٢٠٪ عن سعر الاكتتاب.

ويجب أن تحقق الإدارة الأهداف المذكورة في خلال مدة أقصاها خمس سنوات؛ فإذا لم يحصل الرعاة على أسهمهم قبل انتهاء خمس سنوات من إتمام الاستحواذ، تسترد الشركة هذه الأسهم بسعر الاسترداد الذي لا يقل عن واحد يورو لكل سهم أي بالسعر الذي دفعه الرعاة لشراء ٢٠٪ من أسهم الشركة. وبذلك تحصل الإدارة على المكافأة كاملة في حالة ارتفاع القيمة السوقية للسهم إلى مستوى معين مما يحقق بدوره للمساهمين عائد محدد لاستثماراتهم. ويشبه ذلك النظام نظام الاستثمار الخاص عندما يحصل المستثمرون أولاً على أرباح استثماراتهم ثم بعد ذلك يحصل المديرين على نصيبهم من الربح. وهناك طريقة أخرى تتمثل في حساب المكافأة وفقاً للأرباح التي تحققت، ويمكن تحقيق ذلك عن طريق توزيع أرباح preferred dividends على الإدارة تتناسب مع الأرباح التي تحققت.

فعلى سبيل المثال، اتبعت الشركة ذات غرض الاستحواذ أوروبية هذا النظام حيث منحت الرعاة أولوية في الحصول على الأرباح ويحصلون عليها في

¹²¹ Italy Investment S.A. Prospectus dated 24 December 2010.

هيئة أسهم أو نقدًا، ويرتبط حساب هذه الأرباح بمؤشر ارتفاع سعر السهم^{١٢٢}. وفي هذا النظام، يحصل كل راعي على سهم ممتاز يمنحه أولوية في الحصول على الأرباح لمدة سبع سنوات ويجوز مد هذه المدة بموافقة مجلس الإدارة. ويستحق الرعاة هذه الأرباح في أول سنة عندما يرتفع سعر السهم ١١.٥ % عن سعر الاكتتاب ويحتسب الربح ب ٢٠ % من قيمة الأسهم الكلية^{١٢٣}. ومما لا شك فيه أن هذه الطريقة تحفز الرعاة على تحقيق استراتيجيات بعيدة المدى^{١٢٤} وتشبه نظام الاستثمار الخاص من ناحية الفوائد carried interest حيث إن حساب المكافأة يعتمد على العائد على الاستثمار وليس القيمة الكلية للاستثمار.

خلاصة القول، يعد الربط بين حصول إدارة الشركة ذات غرض الاستحواذ على مكافأتهم وأداء السهم في السوق بعد اكتمال الاستحواذ حافز قوي للإدارة لتبني استراتيجية طويلة المدى لرفع السعر السوقي للسهم. والدليل على ذلك، الأمثلة المذكورة للشركات ذات غرض الاستحواذ والتي تتبع نظام مكافأة الإدارة عند إتمام الاستحواذ وأيضًا عند تحقيق أرباح بعد الاستحواذ عن طريق ارتفاع القيمة السوقية للسهم.

المطلب الثاني

الحوكمة وتعارض المصالح بين المؤسسين والمستثمرين

¹²² See the Prospectus dated 11 April 2014 of Nomad Holdings Ltd, a BVI company listed in the London Stock Exchange.

¹²³ See Nomad Foods Limited, Investor Relations Statements.

¹²⁴ Ibid

في حالة طرح العام التقليدي، تطرح الشركة أسهم وتقوم ببيعها للمستثمرين ولا يكون هناك أي واجب ائتماني من ناحية الشركة تجاه المستثمرين، ويعتبر البعض أنه معاملة، وذلك على عكس الشركة ذات غرض الاستحواذ التي تعتبر كيان مستقل من نوع خاص^{١٢٥}.

وبمقارنة الشركة ذات غرض الاستحواذ بالشركات الأخرى نجد أن الشركة ذات غرض الاستحواذ تتبنى نموذج مميز ومختلف تمامًا للحوكمة حيث تكمن السيطرة الفعلية في اتخاذ القرار في يد الرعاة كما في حالة اختيار مجلس إدارة الشركة حيث يختار الراعي هؤلاء الأعضاء بطريقة تضمن عدم قدرتهم على انتزاع السيطرة منه طوال مدة حياة الشركة.

وفي الغالب ينجح التصويت على الاستحواذ لأن المساهمين يضمنون إمكانية استرداد أسهمهم واسترداد الكوبونات.

يكون للرعاة القبضة الحديدية على الشركة مع وجود تحفظين هما وجود تأثير للمساهمين عن طريق ممارسة حق التصويت وممارسة حق الاسترداد كما ذكرنا.

تتبع الشركة ذات غرض الاستحواذ نظام الحوكمة المعروف في الاستثمار الخاص^{١٢٦} حيث تمنح الأخيرة جميع سلطات الإدارة للرعاة ولا يكون للمستثمرين

¹²⁵ Minor Myers, The Corporate Law Reckoning for SPACs, 2022, p. 2

¹²⁶ Legal commentators have emphasized the similarities between earlier version of SPACS and private equity funds. Eg., Rodrigues & Stegenmoller, Exit, voice and reputation... Op., Cit., p. 851 ("The SPAC's developers did not, however, create this new corporate form

أي مساهمة أو مشاركة في ذلك، وبذلك لا يحقق حق التصويت للمساهمين الحماية المطلوبة وحق الاسترداد هو الذي يحقق لهم الحماية^{١٢٧}.

وفي مصر، تخضع الشركات ذات غرض الاستحواذ عند قيدها ببورصة الأوراق المالية لنفس قواعد الحوكمة التي تخضع لها الشركات المقيدة بالبورصة، وذلك يعد حماية للمساهمين والسوق ويساهم في منع تعارض المصالح.

وفي ذلك ينص قرار إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية على أنه بعد إتمام إجراءات زيادة رأس المال، يعاد تشكيل مجلس الإدارة وتسري على الشركة قواعد حوكمة الشركات المقيد لها أوراق مالية بالبورصة^{١٢٨}.

from whole cloth. Almost every SPAC feature borrows from the playbook of the traditional private equity firm."),

Davidoff Solomon, Steven, Black Market Capital, Wayne State University Law School Research Paper No. 07-26, Columbia Business Law Review, p. 179 (describing SPAC as "a public derivative form of private equity which has been touted to investors on this basis"). But the particular contractual terms of SPACs differ from those of private funds, and it is the general governance structure of private funds that SPACS embrace.

¹²⁷ See e.g., SCOTT J. LEDERMAN, HEDGE FUND REGULATION, 2d ed. 2012 (noting a trait "found in most current funds" is centralized management, whereby the fund sponsor makes "all decisions regarding the hedge fund's investment activities" and the funds investors are "passive... with little or no voting rights").

ويثور التساؤل هنا عن إمكانية تطبيق قواعد الحوكمة على الشركة ذات غرض الاستحواذ قبل إتمام عملية الاستحواذ وقيدها في بورصة الأوراق المالية؟ ونحن نرى أنه لا مانع من تطبيق بعض القواعد الخاصة بتجنب تعارض المصالح عند اختيار الشركة المستهدفة حيث تنص قواعد الحوكمة على وجوب ابلاغ عضو مجلس الإدارة عن وجود تعارض مصالح ويجب عليه عدم المشاركة في تصويت يخدم مواقف يتواجد فيها تعارض المصالح^{١٢٩}.

وكذلك يمكن تجنب تعارض المصالح بين المؤسسين والمستثمرين عن طريق الربط بين حصول إدارة الشركة ذات غرض الاستحواذ على مكافأتها وأداء سهم الشركة المستهدفة في السوق بعد اكتمال الاستحواذ مما يحقق حافز قوي للإدارة لتبني استراتيجية طويلة المدى لرفع سعر السهم في السوق^{١٣٠}.

وقد نص المشرع المصري على التزام الشركة ذات غرض الاستحواذ بتقييم الشركة المستهدفة عن طريق الاستعانة بأحد المستشارين الماليين المستقلين لدى الهيئة مع الالتزام بمعايير التقييم المالي للمنشآت الصادرة عن مجلس إدارة الهيئة^{١٣١}.

^{١٢٨} المادة الثانية عشرة مكرراً ٨ من قرار مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية رقم ١٧١ لسنة ٢٠٢١ بشأن القواعد المنظمة لمزاولة نشاط الشركات ذات غرض الاستحواذ.

^{١٢٩} انظر د. سامي عبد الباقي، مرجع سابق، ص ٣٥.

^{١٣٠} انظر المطلب الأول من المبحث الثاني.

^{١٣١} المادة الثانية عشرة مكرراً ٩ من قرار مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية رقم ١٧١ لسنة ٢٠٢١ بشأن القواعد المنظمة لمزاولة نشاط الشركات ذات غرض الاستحواذ.

مجلس الإدارة

في الولايات المتحدة الأمريكية، يكون للراعي سيطرة شاملة على مجلس الإدارة لأنه قبل أن تطرح الشركة أسهمها للجمهور، يعين الراعي أعضاء مجلس الإدارة وتكون مدتهم سنتين أو ثلاث سنوات. ويكون مجلس الإدارة مكون من خمسة أعضاء يمكن تقسيمهم إلى ثلاث فئات ويكون مقعد واحد هو الخاضع للانتخاب في الاجتماع السنوي الأول وبذلك يكون الراعي مطمئن بالنسبة لأغلبية مجلس إدارة الشركة خلال فترة البحث عن الشركة المستهدفة¹³².

¹³² The registration statements emphasize this level of control as a risk factor. E.g., Pivotal Invest. Corp. II, Amended Registration Statement (Form S-1/A), at 50 (July 8, 2019) ("If there is an annual meeting, as a consequence of our "staggered" board of directors, only a minority of the board of directors will be considered for election and our initial stockholders, because of their ownership position, will have considerable influence regarding the outcome. Accordingly, our initial stockholders will continue to exert control at least until the completion of our initial business combination.").

ويفترض أن يكون الاجتماع السنوي الأول هو الاجتماع الوحيد المنعقد خلال فترة البحث عن الشركة المستهدفة، ولكن إذا تم الاستحواذ سريعاً، قد لا ينعقد هذا الاجتماع أبداً^{١٣٣}.

والجدير بالذكر أن بعض الشركات ذات غرض الاستحواذ تهدف إلى استبعاد المساهمين من التصويت على اختيار أعضاء مجلس الإدارة قبل إتمام الاستحواذ^{١٣٤}.

وبناء على ذلك، يكون لأعضاء مجلس إدارة الشركة مصالح مشتركة مع الراعي وليس المساهمين^{١٣٥}. وفقاً لقواعد بورصة الأوراق المالية، يشترط أن يكون

¹³³ The improbability of an annual meeting is also noted in the registration statements. E.g., Pivotal Invest. Corp. II, Amended Registration Statement (Form S-1/A), at 50 (July 8, 2019) ("We may not hold an annual meeting of stockholders to elect new directors prior to the completion of our initial business combination, in which case all of the current directors will continue in office until at least the completion of the business combination.").

¹³⁴ See, e.g., Pivotal Invest. Corp. II, Amended Registration Statement (Form S-1/A), at 95 (July 8, 2019). ("Prior to the vote on our initial business combination, only holders of the founder shares will have right to vote on the election of directors. More than 50% of the founder shares will be held by our sponsor.").

معظم أعضاء مجلس الإدارة مستقلين "independent"^{١٣٦} بالإضافة إلى اشتراط موافقة أغليبيتهم على إتمام الاستحواذ^{١٣٧}.

إلا أننا نرى أن ذلك المعيار الذي وضعته هذه القواعد معيار ضعيف لأنه يشترط فقط ألا يكون أحد الأعضاء موظف لدى الراعي^{١٣٨} حيث إنه حتى وإن لم يكن العضو موظف لدى الراعي، فإنه يكون دائماً خاضع للراعي بأي شكل آخر.

والدليل على ذلك أن أعضاء مجلس الإدارة الخارجيين outside directors يرتبطون بروابط قوية مع الراعي لأنه عندما يطلق الأخير مشروعات الشركة، فإنه غالباً يعين نفس أعضاء مجلس الإدارة الخارجيين للشركات الفرعية،

¹³⁵ Michael Klausner and Michael Ohlrogge, Op., cit., p. 7 (noting that some sponsors "fill their boards with individuals with whom they have strong financial ties").

¹³⁶ NYSE LISTED COMPANY MANUAL § 303A.01 ("Listed companies must have a majority of independent directors.").

¹³⁷ NYSE Listed Company Manual § 102.06(d) (requiring that "each Business Combination must be approved by a majority of the [SPAC's] independent directors").

¹³⁸ The company must affirmatively determine that a director has "no material relationship with the listed company (either directly or as a partner, shareholder or officer of an organization that has a relationship with the company)." NYSE LISTED COMPANY MANUAL § 303A.02.

والأكثر من ذلك لا يحصل هؤلاء الأعضاء على مقابل مادي نظير ما يقدمونه من خدمات، ولكنهم يحصلون على جزء من أسهم الراعي^{١٣٩}، ولا يكون لذلك تأثير على شرط الاستقلالية المشار إليه أعلاه في قواعد بورصة الأوراق المالية^{١٤٠}. ومن ثم، يمكن القول إن لهؤلاء الأعضاء الذين يمتلكون جزء من أسهم الرعاية مصالح مشتركة مع الرعاية وفي ذات الوقت يكون هناك تعارض مصالح بينهم وبين المساهمين كما هو الحال بالنسبة لتعارض المصالح بين الرعاية والمساهمين.

تعارض المصالح بين الرعاية والمساهمين:

كما أوضحنا، يجني الرعاية عوائد عالية جدًا بعد الاندماج حتى عندما يعاني مساهمو الشركة غير المستردين لأسهمهم من عوائد سلبية، وإذا فشل الاندماج، فإن الراعي سيفقد استثماره بالكامل، وكذلك الحال بالنسبة لإدارة الشركة

¹³⁹ E.g., Pivotal Invest. Corp. II, Amended Registration Statement (Form S-1/A), at 101 ("Our sponsor transferred 50,000 founder shares to each of our independent directors in April 2019 and transferred 100,000 founder shares to our chief financial officer in April 2019, in each case at the same per-share purchase price paid by our sponsor.").

¹⁴⁰ NYSE Listed Company Manual § 303A.02 Commentary ("[A]s the concern is independence from management, the Exchange does not view ownership of even a significant amount of stock, by itself, as a bar to an independence finding.").

التي غالباً ما تداخل مع الأفراد الذين يتحكمون في الكيان الراعي للشركة، وبالتالي لا تتوافق مصالح الرعاة والإدارة مع تلك الخاصة بالمساهمين.^{١٤١} ومن ثم يظهر تعارض المصالح بين الراعي والمساهمين في أن الراعي لا يحصل على التعويض إلا إذا أكملت الشركة الاستحواذ قبل انتهاء المدة المحددة^{١٤٢}؛ فإذا انتهت فترة البحث بدون إتمام الاستحواذ تتحل الشركة وعلى عكس المساهمين لا يجوز للراعي استرداد ما دفعه من الحساب البنكي^{١٤٣}.

¹⁴¹ Amrith Ramkumar, SPAC Insiders Can Make Millions Even When the Company They Take Public Struggles, Wall Street Journal, 2021, available at

<https://www.wsj.com/articles/spac-insiders-can-make-millions-even-when-the-company-they-take-public-struggles-11619343000>

¹⁴² Michael Klausner, Michael Ohlrogge & Emiley Ruan, Op., cit., (noting the "structural flaw" that the sponsor's "incentives are poorly aligned with shareholder interests").

-Gahng, Ritter, & Zhang, Op., cit., ("All of the sponsors' compensation (payoffs on their shares and warrants) and more than half of the underwriters' fees are thus contingent upon the consummation of a business combination.").

¹⁴³ Clifford Chance, Op., Cit., p. 8 ("If the de-SPAC transaction never occurs, the public shareholders receive their money back and the public warrants, founder shares and founder warrants expire without value.").

وبذلك يكون عدم حصول الراعي على ما دفعه عامل جذب وأمن للمستثمرين¹⁴⁴ حيث يضمنوا عدم حصول الراعي على أي من أسهمه عند تصفية تصفية الشركة مما يقلل من وجود مخاطر يتحملها المساهمون في حالة عدم إتمام الاستحواذ وفي نفس الوقت يكون لهم حق استرجاع أسهمهم في حالة إتمام الاستحواذ بالإضافة إلى أنه يعتبر تنازل الراعي عن حقوقه في ناتج التصفية شرط في قواعد بورصة الأوراق المالية Initial exchange rules¹⁴⁵ مما يضمن أن الراعي سوف يبذل كل ما بوسعه لإتمام الاستحواذ¹⁴⁶.

ومن ثم يضمن المساهمون الحفاظ على استثماراتهم وإمكانية إرجاع أسهمهم بعد استبعاد حق الراعي في ناتج التصفية ويعتبر ذلك أساس الشركات ذات غرض الاستحواذ ويسمى ضمان استرجاع المساهم لأمواله "Money-back Guarantee".

والجدير بالذكر أن هذا التعارض لا يؤثر على اختيار الراعي للشركة المستهدفة حيث إن عند اختيار هذه الشركة من بين العديد من الشركات تكون مصالح الراعي ومصالح المساهمين متوائمة لأن هدفهم واحد وهو الوصول إلى الشركة التي تمثل خطر معقول The best risk – adjusted value reasonably available.

¹⁴⁴ At SPACs, sponsors expressly waive the right to the liquidation. See, e.g., Pivotal Invest. Corp. II, Amended Registration Statement (Form S-1/A), at 80 (July 8, 2019).

¹⁴⁵ Securities Exchange Act Release No. 57785 (May 6, 2008).

¹⁴⁶ Securities Exchange Act Release No. 57785 (May 6, 2008).

علاوة على أن الراعي والمساهمين يحصلون على نفس قيمة الأسهم ومن ثم يكمن التعارض في المصالح وهو أن الراعي يرغب في إتمام الاستحواذ دائماً بغض النظر عن القيمة المتوقعة للسهم عند تصفية الشركة expected liquidation value والذي يعتبر عامل هام بالنسبة للمساهمين الذين يرغبون دائماً في زيادة هذه القيمة.

وتعتمد الخطورة التي تفرضها تعارض المصالح على مدى أهمية الشركات المستهدفة ومصحتها في إتمام الاستحواذ مما يعني أنه عندما يكون هناك مصلحة كبيرة للشركة المستهدفة في إتمام الاستحواذ، يكون الاستحواذ عملية مرغوبة بالنسبة لها وبالتالي يقل الخطر الذي يفرضه تعارض المصالح.

أما إذا كان عدد الشركات المستهدفة التي يكون لها مصلحة في إتمام الاستحواذ قليل بالإضافة إلى اقتراب انتهاء فترة البحث عن الشركة المستهدفة^{١٤٧}، فإن الراعي يضطر إلى إتمام الاستحواذ بغض النظر عن قيمة وأهمية الشركة المستهدفة وهنا يظهر تعارض المصالح بين الراعي والمستثمرين.

المبحث الرابع

كيفية الوصول إلى أفضل تنظيم للشركات ذات غرض الاستحواذ
للتغلب على الإشكاليات المتعلقة بها

¹⁴⁷ See Lora Dimitrova, Op., cit., p. 99.

سوف نناقش في هذا المبحث مدى اعتبار الشركة ذات غرض الاستحواذ نموذج مثالي وكيفية تفادي عيوب هذا النظام من خلال اتباع بعض الآليات مع تحقيق الاستفادة القصوى من هذا النظام دون تحمل تكاليف، بالإضافة إلى تسليط الضوء على أهمية الإفصاح والعناية الواجبة *due diligence*.

المطلب الأول

مدى اعتبار الشركة ذات غرض الاستحواذ طريقة مثالية لتأسيس

الشركة

من خلال هذا المطلب نناقش آليات معالجة عدم اليقين بشأن سعر السهم مع اقتراح آليات لتحسين الشركة ذات غرض الاستحواذ.

أولاً: آليات معالجة عدم اليقين بشأن سعر السهم

منذ فترة قريبة، كان يعتقد أن تأسيس الشركة ذات غرض الاستحواذ يجب أن يكون من خلال الاكتتاب العام التقليدي، ولكن وجد أن عدم اليقين وعدم تماثل المعلومات كما ذكرنا من المشكلات التي لا يمكن حلها من خلال الاكتتاب العام التقليدي حيث يكون الأخير غير كافي بالنسبة للمستثمرين والمصدر *issuer* للوصول إلى سعر مقبول بالنسبة لكل منهم.

وتعاني من هذه المشكلات الشركات التي تواجه عدم اليقين القانوني *legal uncertainty* أو تلك الشركات التي تمارس أنشطة غير معتادة وبالتالي تكون لها بدائل قليلة في السوق.

ومن ثم تحتاج هذه الشركات سواء للأسباب المذكورة أو أي سبب آخر المزيد من التحليل والفحص ولا يوفر لهم الاكتتاب التقليدي ذلك بالصورة الكافية

١٤٨

وتوفر الشركة ذات غرض الاستحواذ آليات لها فاعلية أكبر من الاكتتاب التقليدي في معالجة التفاوت والتباين في المعلومات. وبذلك تكون الشركة ذات غرض الاستحواذ جاذبة للشركات التي تعاني من تباين المعلومات والشركات الأخرى أيضًا.

بالنسبة لآليات اكتشاف السعر التي تستجيب لتباين المعلومات في الولايات المتحدة الأمريكية، فإن الاختلاف بين الشركة ذات غرض الاستحواذ والاكتتاب التقليدي ينبع من حقيقة أن اندماجات الشركة ذات غرض الاستحواذ تحكمها اللوائح المطبقة على الاندماجات، وذلك على عكس اللوائح التي تطبق على الاكتتابات العامة.

فالاختلاف التنظيمي الرئيسي بين الشركة ذات غرض الاستحواذ والاكتتاب العام التقليدي فيما يتعلق بإيصال المعلومات يكمن في التوقعات والبيانات التطلعية الأخرى واستخدام الممولين الإضافيين PIPE والأرباح

¹⁴⁸ For instance, a PitchBook article mentioned that a classic SPAC merger target "in theory would be with an innovative company that otherwise would not have been able to list on the public markets." Cameron Stanfill & Joshua Chao, The 2020 SPAC Frenzy: Blank-Check Vehicles Offer Many Benefits but Are Not a Cure-All for IPO Process, PITCHBOOK , 2020.

earnouts التي تجعل النظر في الاندماج متوقف على أداء الشركة فيما بعد الاندماج.

١ - التوقعات بشأن الاستحواذ على الشركة المستهدفة

يتمثل الاختلاف بين القواعد المطبقة على الاندماج وتلك المطبقة على الاكتتاب التقليدي في أن التوقعات والبيانات التطلعية الأخرى بالنسبة للاندماج يتم تغطيتها وتحسينها - ويوصفها البعض بالملاذ الآمن^{١٤٩} - من المسؤولية الناتجة عن الدعاوى الخاصة وفقًا لقوانين الأوراق المالية^{١٥٠}.

¹⁴⁹ See Michael Klausner, Michael Ohlrogge & Emiley Ruan, Op., cit., p. 283.

¹⁵⁰ Ibid. 15 USC § 78-5 (2018). This safe harbor does not apply to actions brought by the SEC or the Department of Justice. The judicially created "bespeaks caution" doctrine, which applies to both private actions under the securities laws and actions brought by the SEC or the Department of Justice. provides some protection for projections made in connection with IPOs, but there is uncertainty regarding how much protection courts will afford issuers under this judicial doctrine, leading most lawyers and underwriters working on traditional IPOs to avoid using projections.

See also Jeanne Calderon & Rachel Kowal Safe Harbors: Historical and Current Approaches to Future Forecasting, 223. Journal of Corporation Law 661 Vol., 22, 1997, pp 667- 77.

فإذا تبين أن التوقعات أو البيانات التطلعية الأخرى خاطئة، فلا يخضع المصدر للمسؤولية إلا إذا كان الشخص الذي أدلى بالبيان يعلم أن البيان كان خاطئاً عند إصداره، والهدف من ذلك هو تشجيع الشركات على توفير المعلومات للسوق حتى إذا كانت هذه المعلومات عرضة لعدم اليقين.

أما بالنسبة للبيانات التي يتم الإدلاء بها فيما يتعلق بالاككتاب العام التقليدي، فلا يتم تحصينها ولا تتمتع بالملاذ الأمن فلا تشمل نشرات الاككتاب التقليدية التوقعات المالية للمصدر والبيانات التطلعية الأخرى.

وعلى النقيض من ذلك، تتضمن الشركات ذات غرض الاستحواذ والشركات المستهدفة التوقعات والبيانات التطلعية الأخرى في عروضهم المقدمة للمستثمرين المحتملين ويعتبر ذلك عامل جذب مهم للشركات ذات غرض الاستحواذ.

وبالنسبة للشركات التي تواجه تحديات في مواجهة عدم تناسق المعلومات مع المستثمرين المحتملين، قد تكون حرية تقديم وشرح التوقعات مهمة حيث وجدت إحدى الدراسات الحديثة للشركات ذات غرض الاستحواذ أن الشركات المستهدفة من المرجح أن تكون شركات "pre-revenue" أو "شركات ذات عائد منخفض" ¹⁵¹. ومن ثم تكون التوقعات بالنسبة لهذه الشركات أقل بكثير مما يتوقعه المستثمرون.

¹⁵¹ See Joanna Glasner, SPAC To The Future: How Blank- Check Acquirers Could Reshape Emerging Companies' Roles In Public Markets, CRUNCHBASE, Oct. 19, 2020, Available at <https://news.crunchbase.com/news/spac-to-the-future/>

٢ - الاستثمار الخاص بالتمويل الإضافي PIPE

يعتبر الاستثمار الخاص بالتمويل الإضافي PIPE الآلية الثانية لاكتشاف السعر فيما يتعلق باندماج الشركة ذات غرض الاستحواذ. فالكثير من هذه الشركات لديها استثمارات مع ممولين إضافيين PIPE لإتمام الاستحواذ ويحصل هؤلاء المستثمرين على معلومات سرية لإمكانية اتخاذ قرار استثماري بشأنها¹⁵². وبالتالي، يكون المستثمرون لديهم تقرير مفصل نافي للجهالة، علاوة على ذلك، يمكن للممول الإضافي PIPE التفاوض مقدمًا بشأن حجم الاستثمار المحتمل ومع فهم مقدار ما يمكن أن يستثمره.

والجدير بالذكر أنه في بعض الشركات التي تطرح للاكتتاب العام يكون للمستثمرين نفس الفرصة للحصول على معلومات خاصة وتأمين تخصيص معين للأسهم، لكن نادرًا ما يحدث ذلك في الاكتتاب العام مقارنة بالشركات ذات غرض الاستحواذ.

أما بالنسبة للشركات التي لديها معلومات مهمة لا يمكن نشرها، أو لديها معلومات إلكترونية يكون من الأفضل نقلها عن طريق تفاعلات موسعة مع

¹⁵² Under the SEC's Regulation FD, investors that receive material non-public information about a company (that is, investors "brought over the wall") must agree to keep the information confidential and not to trade publicly in the company's securities until the information becomes publicly disclosed. See Michael Klausner, Michael Ohlrogge & Emiley Ruan, Op., cit., p. 273.

المستثمرين، فتكون عملية الاكتتاب المغلق وسيلة أفضل لاكتشاف الأسعار من الاكتتاب العام.

فعندما يكون هناك ممول اضافي PIPE في الشركة ذات غرض الاستحواذ، يتم الكشف عن وجود استثمار للسوق، فإذا تم إجراؤه بسعر عشر دولارات على سبيل المثال، وهو سعر الاسترداد تقريبًا، فمن المفترض أن مستثمر PIPE قد تحقق من ذلك.

وإذا نشرت المعلومات، فإن وجود مستثمر PIPE لا يعني بالضرورة نقل أي معلومات لا يمكن للمستثمرين العموميين الوصول إليها وتحليلها بأنفسهم، وعلى الرغم من ذلك، يجرى مستثمر PIPE محادثات فردية مع إدارة الشركة المستهدفة ويمكن أن تنتقل هذه المحادثات معلومات إلكترونية بطريقة لا يتم الوصول إليها عن طريق الإفصاحات المستندية والورقية في السوق.

بالإضافة إلى ذلك، يمكن للمستثمر أن يقتصد في الوقت والجهد المبذول في تحليل المعلومات المتاحة للجمهور من خلال الاعتماد ضمناً على العناية الواجبة والعلم النافي للجهالة من قبل مستثمر PIPE.

وأخيراً، إذا كان مستثمر PIPE معروفاً كمستثمر ناجح، فيمكن للآخرين الاعتماد على حكم هذا المستثمر في تقييم الشركة المستهدفة¹⁵³.

٣- أرباح الشركة المستهدفة

تتمثل الطريقة الثالثة التي تستجيب الشركة ذات غرض الاستحواذ بموجبها لتباين المعلومات في أرباح الشركة المستهدفة حيث تعتبر هذه الأرباح مؤشر عما

¹⁵³ See Michael Klausner, Michael Ohrogge & Emiley Ruan, Op., cit., p. 273.

إذا كان سعر السهم للشركة المستهدفة سوف يصل إلى مستوى معين بعد الاندماج - غالبًا ١٢ أو ١٤ أو ١٦ دولار - في خلال ثلاث إلى خمس سنوات بعد إتمام الاستحواذ، وأيضًا يمكن إصدار أسهم إضافية بعد ذلك^{١٥٤}. ويمكن أيضًا للأرباح معالجة تباين المعلومات عن طريق تأجيل تسعير الاندماج pricing of merger لما بعد إتمام اندماج الشركة حتى يخضع التسعير لتقييم السوق.

وبذلك تكون هذه الآليات لاكتشاف السعر جاذبة لبعض الشركات ذات غرض الاستحواذ والشركات المستهدفة، خصوصًا تلك الشركات التي لم يكن لها خيار الاكتتاب العام التقليدي.

ثانيًا: المواءمة بين المخاطر والمنافع التي تعود على المساهمين المستثمرين في الشركة الذين لم يقوموا باسترجاع أسهمهم

لقد ذكرنا أن الشركة ذات غرض الاستحواذ تقدم للمستثمرين بعض المميزات وأبرز هذه المميزات أنها تقدم لهم فرصة الاستثمار، ولكن مع وجود خيار للمستثمر وهو الخروج الآمن "safe exit option" عن طريق ممارسة حق الاسترداد قبل إتمام الاستحواذ.

¹⁵⁴ See Michael Klausner, Michael Ohlogge & Emiley Ruan, Op., cit., p. 274.

علاوة على ذلك، تكون التكاليف في حدّها الأدنى حتى إتمام الاستحواذ وذلك نتيجة وجود نظام مكافأة الإدارة عن طريق الأسهم بدلاً من الأجر وأيضاً عن طريق تأجيل رسوم المكتتبين.

فالمساهم الذي يمارس حق الاسترداد يحصل على ما دفعه كاملاً من الحساب البنكي مع احتمالية الحصول على فائدة، بالإضافة إلى عدم تأثره برسوم المكتتبين المؤجلة^{١٥٥}.

وكذلك يحتفظ المساهمون بالكوبونات "warrants" والأسهم الممتازة مما يجعلهم يستفيدون من أسهم الشركة في حالة إتمام الاستحواذ.

وإذا كانت هذه الآلية مناسبة للمساهمين لإعادة النظر في الاستحواذ واختيار الخروج من الشركة بدون تحمل خسائر إلا أنه يلاحظ أن انخفاض قيمة الأسهم value dilution^{١٥٦} يتحملها المساهمون الذين يستمرون في الشركة ولا يمارسون حقهم في الاسترداد.

وهناك ثلاثة عوامل تؤدي إلى انخفاض قيمة أسهم الشركة ذات غرض الاستحواذ.

¹⁵⁵ See, for example, WL Ross Holding Corp. Form S1 Registration Statement as filed with the Securities and Exchange Commission on May 9, 2014: The per-share amount we will distribute to investors who properly redeem their shares will not be reduced by the deferred underwriting commissions we will pay to the underwriters.'

¹⁵⁶ See Elena Ignatyeva, Christian Rauch, Mark Wahrenburg, Analyzing European SPACS, Journal of Private Equity, Vol. 17, Issue 1, p 74.

يتمثل أول عامل يؤدي إلى هذا الانخفاض هو نسبة ٢٠ ٪ من الأسهم التي تحصل عليها الإدارة، إلا أن الإدارة ملتزمة بالإفصاح عن ذلك بالتفصيل في نشرة الإكتتاب IPO documents^{١٥٧}.

ويتمثل العامل الثاني في ممارسة المساهمين في حقهم في الاسترداد^{١٥٨} حيث يؤثر استردادهم لأسهمهم على العدد الكلي للأسهم، ولكن يظل الرعاة محتفظون بأسهمهم دون تغيير في العدد، وذلك لأنهم يمتلكون أسهمهم قبل الاكتتاب وتودع هذه الأسهم في الحساب البنكي، وبالتالي لا يتأثر عدد أسهمهم بممارسة المساهمين لحقهم في الاسترداد.

ولذلك يجب الإفصاح عن تأثير ممارسة حق الاسترداد على انخفاض قيمة السهم وذلك في نشرة الاكتتاب.

أما بالنسبة للعامل الثالث فيتمثل في استخدام الكوبونات warrants حيث -كما ذكرنا- يمكن استخدام هذه الكوبونات بعد إتمام الاستحواذ حتى بالنسبة للمساهمين الذين استردوا قيمة أسهمهم. وبذلك يكون للكوبونات warrants تأثير على انخفاض أسهم المساهمين المستثمرين بعد إتمام الاستحواذ، وخصوصاً إذا كان السعر exercise price أقل من سعر الوحدات القابلة للتداول "units" في الاكتتاب أو السعر السوقي للسهم^{١٥٩}.

¹⁵⁷ For example, see AR Capital Acquisition Corp. Form S1 Registration Statement as filed with the Securities and Exchange Commission on September 23, 2014.

¹⁵⁸ Lakicevic and Vulcanovic, Op., Cit., p 392.

¹⁵⁹ Ibid., pp 392-393; Berger, Op, Cit., p 73.

ولمعالجة مشكلة انخفاض قيمة السهم وجعل الاتفاق مريح للمساهمين المستثمرين الذين لم يقوموا باسترجاع أسهمهم، فإننا نرى وجود بعض الحلول. أولاً: يمكن تعويض هذا الانخفاض عن طريق أرباح الاستحواذ، وبذلك يكون هناك موازنة بين المخاطر والفوائد التي تعود على المساهمين المستثمرين الذين لم يسترجعوا أسهمهم.

ثانياً: يمكن التخفيف من أثر استخدام حق الاسترداد عن طريق زيادة رأس مال الشركة ذات غرض الاستحواذ لتعويض الأموال التي تم استردادها، وقد قامت بعض الشركات بتطبيق ذلك عندما أبرمت اتفاقات دعم 'back-stop agreements' مع مستثمرين يشترون هذه الأسهم بسعر محدد خلال فترة إتمام الاستحواذ¹⁶⁰.

ثالثاً: لتقليل تأثير الكوبونات warrants على انخفاض قيمة السهم، بعض الشركات ذات غرض الاستحواذ تضع سعر للكوبون warrant يزيد عن

¹⁶⁰ See for example, Global Eagle Acquisition Corp. Schedule 14A Proxy Statement dated January 16, 2013: 'If our public stockholders exercise their right to redeem shares of our common stock in connection with the Business Combination, PAR and Putnam Capital Spectrum Fund and Putnam Equity Fund (these two Putnam funds are collectively referred to herein as "Putnam") have separately agreed to purchase from us at the closing a number of shares of our common stock equal to the number of shares redeemed.'

سعر الوحدات القابلة للتداول "units"^{١٦١}، بينما تعطي شركات أخرى لحامل الكوبون الحق في شراء نصف قيمة سهم فقط مما يقلل من عدد الأسهم التي يتم إصدارها^{١٦٢}، وتتجه الشركات ذات غرض الاستحواذ الحديثة إلى إصدار كوبونات قابلة للاسترداد حيث تقوم الشركة باستردادها إذا تخطى سعر السهم مستوى معين مما يقلل من تأثير الكوبونات على انخفاض السهم^{١٦٣}.

رابعاً: هناك حل آخر يتمثل في تنازل المساهم الذي يسترد أسهمه عن حقه في الكوبونات warrants والأسهم الممتازة، وبالتالي يكون للمساهم الذي يظل في الشركة دون المساهم الذي يختار استرداد أسهمه الحق في الاحتفاظ بالكوبونات warrants والأسهم الممتازة.

ومن ثم، يقل عدد الكوبونات والأسهم الممتازة مما يقلل من تأثيرها على انخفاض قيمة السهم. وكذلك يشجع هذا الحل المساهمين على البقاء في الشركة لأن المساهمين الذين يستردوا أسهمهم لا يحصلون على أية مبالغ إضافية، وذلك على عكس المساهمون الذين يختارون الاستمرار في الشركة بعد إتمام الاستحواذ.

¹⁶¹ See Milan Lakicevic, Yochanan Shachmurove and Milos Vulcanovic, Institutional changes... Op., cit., p 154, Table 2.

¹⁶² See, for example, Quinpario Acquisition Corp. 2, Amendment 3 to Form S1 Registration Statement as filed with the SEC on January 8, 2015.

¹⁶³ See, for example, Hydra Industries Acquisition Corp. Amendment No. 5 to Form S1 Registration Statement as filed with the Securities and Exchange Commission on October 24, 2014.

وبالتالي يسهل ذلك الحل هدف الشركة وهو وجود تمويل كافي لإتمام الاستحواذ حيث إن وجود مساهمين أكثر في الشركة وعدم استخدامهم حق الاسترداد يزيد من احتمالية إتمام الاستحواذ لوجود تمويل كافي في الحساب البنكي.

رابعًا: بالنسبة لانخفاض قيمة السهم نتيجة ٢٠ ٪ من الأسهم التي يمتلكها الرعاة، فإن نظام مكافأة الرعاة الذي أشرنا إليه سابقًا يمكن أن يقلل من أثر امتلاك الرعاة للأسهم على قيمة السهم.

المطلب الثاني

كيفية الاستفادة من مميزات نظام الشركات ذات غرض الاستحواذ

بدون تحمل تكاليف هذا النظام

يثور التساؤل هنا عما إذا كان يمكن تقليل تكاليف الشركات ذات غرض الاستحواذ مع إمكانية الحفاظ على مزايا هذا النظام.

للإجابة على هذا التساؤل نناقش ثلاثة أمور: يتمثل الأمر الأول في تقديم بعض الاقتراحات لتحسين تنظيم الشركة ذات غرض الاستحواذ، أما الأمر الثاني فيتمثل في الاكتتاب العام أو الإدراج المباشر عندما يجمع المميزات الجذابة المحتملة للشركات ذات غرض الاستحواذ دون تكلفة، وأخيرًا نناقش وجوب نشر تقرير إفصاح بتفاصيل صفقة الاستحواذ.

أولاً: اقتراح بعض الآليات لتحسين تنظيم الشركة ذات غرض الاستحواذ

إن تحسين الشركة ذات غرض الاستحواذ يعتمد على عدة أمور وقد اعتمد عدد قليل من الشركات ذات غرض الاستحواذ في الولايات المتحدة الأمريكية تحسينات تدريجية، وتشمل هذه الأمور الآتي:

١. تحديد سعر السهم للمكتب بعد الأخذ في الاعتبار الأسهم غير

المستردة.

٢. وجود عدد كبير من الممولين الإضافيين PIPE.

يمكن أن يؤدي وجود عدد كبير من الممولين الإضافيين PIPE فيما يتعلق بالاكتتاب العام الأولي للشركة إلى تقليل تكاليفها بشكل كبير. ومن الأمثلة على ذلك، Altimeter SPAC ودمجها مع Grab، في النصف الثاني من عام ٢٠٢١. حيث جمع Altimeter ٥٠٠ مليون دولار في الاكتتاب العام، وكان لديه ممول إضافي PIPE بأكثر من ٤ مليارات دولار^{١٦٤}. وقد كانت أسهم الراعي في هذه الصفقة تمثل ٣٪ وذلك اعتمادًا على عمليات الاسترداد النهائية.

٣. اصدار كوبونات أو أسهم ممتازة.

يرى البعض أنه قد لا يكون هناك حاجة للشركة ذات غرض الاستحواذ لإصدار كوبونات أو أسهم ممتازة بدون مقابل لمستثمري الاكتتاب العام إذا كان بإمكانها جذب المستثمرين المهتمين بنشرة الاكتتاب التي تقدم صفقة جيدة تتعلق بشركة مستهدفة جاذبة.

¹⁶⁴ See Altimeter Growth Corp., Current Report (Form 8-K) (Apr. 12, 2021).

واستندوا إلى أنه في الولايات المتحدة، ما يقرب من ٦.٦ ٪ (الشركات ذات غرض الاستحواذ 46 من ٧٠٨) التي تم طرحها للاكتتاب العام بين ١ يوليو ٢٠٢٠ و ١ نوفمبر ٢٠٢١ لم تقدم أية كويونات أو أسهم ممتازة^{١٦٥}، ومعظم الشركات ذات غرض الاستحواذ ركزت على مجال التكنولوجيا الحيوية الذي يجذب المستثمرين المتخصصين في هذا المجال من الاستثمار^{١٦٦}.

ولكننا نرى أن ما ذكر حالات استثنائية وأن اصدار الكويونات أو الأسهم الممتازة يعتبر تشجيع على نمو وازدهار هذا النوع من الشركات^{١٦٧}.

٤. منح الراعي مكافأة أقل ومنتاسبة مع عمليات الاسترداد وقيمة السهم بعد إتمام الاستحواذ.

ولا يعد تخفيض مكافأة الرعاة أمراً صعباً حيث يبلغ متوسط قيمة أسهم الراعي في بعض الشركات ذات غرض الاستحواذ ٥٤ مليون دولار، وهو ما يؤدي إلى حصوله على متوسط عائد كبير على استثماراته.

والجدير بالذكر إن تحسين نظام مكافأة الرعاة لتحقيق المواءمة بين حوافز الراعي وقيمة السهم ما بعد الاندماج يتطلب الربط بين حصول الراعي على مكافأة

¹⁶⁵ Michael Ohlrogge & Emiley Ruan, Op., Cit., P. 279.

¹⁶⁶ See, e.g., Therapeutics Acquisition Corp., Prospectus (Form 424(b)(4)) (July 7, 2020),

HealthCor Catalio Acquisition Corp., Prospectus (Form 424(b)(4)) (Jan. 28, 2021).

¹⁶⁷ انظر المطلب الثاني من المبحث الثاني (ثانياً).

وبين تحقيق أهداف بعد الاندماج فيما يتعلق بسعر السهم، في غضون إطار زمني قصير؛ عام أو عامين بعد الاندماج، إلى جانب استثمار كبير من قبل الراعي في شراء أسهم جديدة^{١٦٨}.

ثانياً: دمج ميزات الشركة ذات غرض الاستحواذ في الاكتتابات العامة الأولية أو القوائم المباشرة

قد تؤدي تجربة الشركة ذات غرض الاستحواذ إلى تغييرات في الاكتتابات الأولية التقليدية والقوائم المباشرة فإذا كانت الشركات ذات غرض الاستحواذ تقدم قيمة حقيقية، فيمكن دمج بعض ميزات في هذه الوسائل الأخرى للترويج للجمهور.

فإذا كان الراعي يلعب دوراً مهماً في تحديد شركة جاهزة للاكتتاب، وتقديم المشورة للشركة بعد طرحها للاكتتاب، والعمل مع المكتتبين، فإنه يمكن للراعي أداء نفس الأدوار للشركة التي تطرح أسهمها للاكتتاب العام التقليدي^{١٦٩} حيث يحدد الراعي الشركة التي يريد الاستثمار فيها، ويساعد في جذب الجمهور، وبعد ذلك، يسعى الراعي إلى البحث عن مستثمري PIPE من الغير للاكتتاب المغلق.

وبمجرد أن يحدد الراعي الشركة المستهدفة ويجمع مبلغاً من الاستثمار في الأسهم يكفي الشركة المستهدفة - كحد أدنى مقبول - لضخ الأسهم، فإن الراعي

^{١٦٨} انظر المطلب الأول من المبحث الثالث.

^{١٦٩} Michael Ohlrogge & Emiley Ruan, Op., Cit., P. 281.

ويسمى البعض ذلك "sponsored" IPO.

سوف يتعامل مع المكتتب في الاكتتاب العام التقليدي إذا اختارت الشركة نظام الاكتتاب العام.

أما إذا اختارت الشركة نظام الإدراج المباشر، فإن النظام يكون أبسط، وسيساعد الراعي في جمع رأس المال من خلال الاكتتاب المغلق ويقدم مشورته إلى الحد المطلوب.

وبذلك يتم الدمج بين مميزات الشركة ذات غرض الاستحواذ ومميزات الاكتتاب العام التقليدي أو الإدراج المباشر دون تحمل التكاليف الموجودة في هيكل الشركة الأولى. ويبدل المستثمرون العناية الواجبة، تمامًا كما هو الحال عند الاستثمار في الشركة ذات غرض الاستحواذ، ويمكن لهم أيضًا التحقق من الصفقة في السوق، تمامًا كما هو الحال مع الشركة ذات غرض الاستحواذ.

وفي الولايات المتحدة الأمريكية، يتم تنظيم عمليات اندماج الشركة ذات غرض الاستحواذ بشكل مختلف عن الاكتتاب العام التقليدي IPOs عن طريق تقييد تطبيق المادة ١١ من قانون الأوراق المالية على الشركات ذات غرض الاستحواذ والتوسع في تطبيقها على الاكتتابات العامة حيث يعطي القسم ١١ الحق لمشتري الأسهم المسجلة برفع دعوى عندما يوجد خطأ جوهري أو حذف في بيان التسجيل^{١٧٠}.

¹⁷⁰ Section 12 of the Securities Act provides a cause of action for material misstatements or omissions in a prospectus or an oral communication. The application of Section 12 parallels that of Section 11. See Michael Ohlrogge & Emiley Ruan, Op., Cit., P. 285.

لذلك تعتبر العناية الواجبة *due diligence* -بالإضافة للإفصاح- هي إحدى الممارسات التي تطورت في التحضير للاكتتاب العام حيث عادةً ما يتم النص على أن محامي المصدر ومحامي المكتب سيقدمان خطاب "negative assurance letter" إلى المكتب ينص على أنه بناءً على العناية الواجبة الخاصة بهم ، يعتقدون أن نشرة الاكتتاب ليست مضللة مادياً أو غير مكتملة. ومن ثم، فإن كلاً من محامي المصدر ومحامي المكتب يلتزمون بالعناية الواجبة مما يستتبع وجود مزيد من الإفصاح الكامل عن تكاليف الشركة ذات غرض الاستحواذ ومصلحة الراعي في هذه الشركة، والتي سوف تتم مناقشتها أدناه.

وكذلك تحديد سعر السهم مقدماً من شأنه أن يعزز الصفقة ويجعل هناك يقين في السعر بنفس القدر الذي يفعله مع الشركة ذات غرض الاستحواذ. وقد تم استخدام الاكتتابات المغلقة بالفعل مع بعض الاكتتابات العامة الأولية التقليدية حتى وإن لم يكن ذلك شائعاً. على سبيل المثال، كان الاكتتاب العام لشركة Dun & Bradstreet في عام ٢٠٢٠ مصحوباً بعرض خاص، حيث اشترى اتحاد من المستثمرين الأسهم بعد خصم نسبة مئوية من سعر الاكتتاب العام، بشرط إغلاق الاكتتاب العام^{١٧١}. وكذلك كان يشمل اكتتاب uber التزام PayPal بشراء أسهم بقيمة ٥٠٠ مليون دولار، بشرط بإغلاق الاكتتاب العام^{١٧٢}.

¹⁷¹ Dun & Bradstreet Hold., Inc., Amendment No. 3 to Form S-1 Registration Statement (Form S-1A), at 12, June 26, 2020.

¹⁷² See, e.g., Uber Technologies, Inc., Amendment No. 1 to Form S-1 Registration Statement, Form S-1A), Apr. 26, 2019.

وفي الأونة الأخيرة، أجرت Endeavor Group Holdings اكتتاب عام أولي بقيمة ٦٠٠ مليون دولار تقريبًا واكتتاب مغلق بحوالي ١.٨ مليار دولار مسعر مقدمًا على أعلى مستوى للاكتتاب العام^{١٧٣}.

وقد يبدو إدخال راع في الاكتتاب العام أو الإدراج المباشر أمرًا غريبًا أو غير مهم، ولكن إذا أضاف الراعي قيمة فعلية في الشركة ذات غرض الاستحواذ، فإنه سوف يلعب نفس الدور، باستثناء بحثه عن شركة لطرحها للاكتتاب، وبدون الوضع في الاعتبار احتمال خسارة الراعي لاستثماره الأولي إذا فشل في اقتراح الاندماج، فإن موافقة الراعي على الصفقة تكون مؤشر أكثر مصداقية لأهمية الشركة، وأيضًا استثمار الراعي في الاكتتاب العام، يعطي مصداقية للسعر. علاوة على ذلك، من المفترض أن تتضمن صفقة الراعي مع الشركة التزامًا بالبقاء على اتصال مع الشركة، ويكون ذلك على سبيل المثال، من خلال مقعد في مجلس الإدارة كما هو شائع حاليًا مع الشركات ذات غرض الاستحواذ.

ثالثًا: وجوب نشر تقرير إفصاح بتفاصيل صفقة الاستحواذ

إن حقيقة أن اندماجات الشركة ذات غرض الاستحواذ أدت إلى صفقات سيئة لمساهمي الشركة غير المستردين لأسهامهم تشير إلى أن التدخل التنظيمي الذي يهدف إلى تعزيز الإفصاح في وقت اندماجهم قد يكون له ما يبرره.

وفقًا للقانون المصري، تنص المادة الثانية عشرة مكرراً ١١ على أنه "يتم نشر تقرير إفصاح بتفاصيل الصفقة وذلك بعد الحصول على الموافقات اللازمة

¹⁷³ See, e.g., Endeavor Grp. Hold., Inc., Amendment No. 1 to Form S-1 Registration Statement, Form S-1A, April 20, 2021.

من السلطة المختصة بالشركة ذات غرض الاستحواذ والشركة أو الشركات المستهدفة.

وبعد إتمام الصفقة عن طريق الاندماج في الشركة، تتحول الشركة من شركة تحتفظ بحصيلة الاكتتاب إلى شركة تزاوّل نشاط الشركة المستحوذ عليها.^{١٧٤}

يجب أن يسمح هذا الإفصاح للمساهمين بمعرفة إلى أي مدى يقل صافي سعر السهم الخاص بالشركة ذات غرض الاستحواذ عن سعر الاسترداد، ويجب أيضًا أن يسمح الإفصاح بوجود شفافية في السعر الذي يدفعه جميع المستثمرين للاستثمار في شركة ما بعد الاندماج، بالإضافة إلى أنه يجب أن يكشف ويفصح عن مصلحة المؤسسين في الصفقة وقد أوضحنا هذه المصلحة في المطلب الثاني من المبحث الثالث.

١ - صافي السعر لكل سهم

يعد معرفة صافي السعر لكل سهم قبل الاندماج للشركة ذات غرض الاستحواذ أمرًا مهمًا لسببين:
أولاً: سيصبح سعر السهم أحد الأصول للشركة المندمجة وسيساهم إلى هذا الحد في قيمتها.

ثانيًا: يوفر صافي السيولة النقدية لكل سهم للشركة ذات غرض الاستحواذ لمساهمي الشركة نقطة انطلاق يمكن من خلالها تقدير القيمة التي يمكن أن يتوقعوا الحصول عليها في الاندماج المقترح. ويمكن لمساهمي الشركة ذات غرض

^{١٧٤} المادة الثانية عشرة مكرراً ١١ من قرار مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية رقم ١٧١ لسنة ٢٠٢١ بشأن القواعد المنظمة لمزاولة نشاط الشركات ذات غرض الاستحواذ.

الاستحواذ استخدام هذه المعلومات لتقدير قيمة الشركة المستهدفة. ويجب أن تبذل إدارة الشركة المستهدفة والمساهمون العناية الواجبة بشأن الشركة ذات غرض الاستحواذ ويعرفون مقدار النقد الصافي الذي يحتفظ به لكل سهم.

لذلك، يجب على الشركة ذات غرض الاستحواذ أن تكشف بوضوح عن صافي السيولة النقدية لكل سهم ويجب أن يراعي إفصاحها عن صافي السيولة النقدية لكل سهم قبل الاندماج الأمور الآتية:

(أ) الانخفاض dilution الناجم عن أسهم الراعي والكوبونات التي تسمح بشراء أسهم في المستقبل بسعر محدد "SPAC's warrants".

(ب) النفقات النقدية المتعلقة برسوم الاكتتاب والرسوم الأخرى

(ج) الخصومات التي تقدمها الشركة ذات غرض الاستحواذ مقابل استثمارات الممول الإضافي PIPE.

غالبًا ما تكون البيانات الأولية لحساب صافي السيولة النقدية لكل سهم في الشركة ذات غرض الاستحواذ غير دقيقة، لذا يجب أن تضع السلطة المختصة نموذجًا موحدًا يتم فيه الكشف عن هذه المعلومات. وفي الولايات المتحدة، غالبًا ما تتطلب لوائح هيئة الأوراق المالية والبورصات التي تحكم نشرات الإفصاح المباشر والصريح عن معلومات مهمة مركزية حتى إذا كان من الممكن الوصول إلى هذه المعلومات عن طريق بيانات موجودة في مستندات أخرى.

علاوة على ذلك، أظهرت الأبحاث أن تزويد المستثمرين، بمعلومات أكثر

شفافية حول تكاليف المعاملات يمكن أن يفيد المستثمرين¹⁷⁵.

¹⁷⁵ See Christine Cuny, Omri Even-Tov & Edward M. Watts, From Implicit to Explicit: The Impact of Disclosure Requirements on Hidden

ونظرًا لأن صافي السيولة النقدية لكل سهم للشركة ذات غرض الاستحواذ يتأثر بعمليات الاسترداد، فلن يكون من الممكن الكشف عن المبلغ الدقيق لصافي النقد الذي ستساهم به الشركة في نهاية المطاف في الشركة المدمجة. ومع ذلك، يمكن للشركة ذات غرض الاستحواذ الكشف عن صافي السيولة النقدية لكل سهم بافتراض عدم وجود عمليات استرداد، بموجب سيناريوهات الاسترداد البديلة - على سبيل المثال، عمليات الاسترداد بنسبة ٢٠٪ و ٤٠٪ و ٦٠٪ و ٨٠٪ و ٩٥٪^{١٧٦}. وتتبع الشركات ذات غرض الاستحواذ بالفعل هذا النوع من النهج في تقديم البيانات المالية المبدئية ومن ثم يمكن للمساهمين بعد ذلك تقدير معدل الاسترداد المحتمل والتوصل إلى تقديرهم الخاص لمقدار صافي السيولة النقدية الذي ستساهم به الشركة.

٢ - استثمارات الممول الإضافي PIPE Investments

بالإضافة إلى مؤشر صافي السيولة النقدية لكل سهم للشركة ذات غرض الاستحواذ، فإن سعر السهم الذي يدفعه الممولون الإضافيون PIPE هو مؤشر مهم على ما إذا كان الاندماج المقترح صفقة جيدة للمساهمين. ويمكن للممول

Transaction Costs, Journal of Accounting Research, Vol., 59, Issue 1, 2021, pp. 215-242.

¹⁷⁶ For more details, see Mira Ganor, The Case for Non-Binary, Contingent, Shareholder Action, Journal of Business Law Vol., 23, Issue 2, 2021, pp. 415-416.

(proposing that shareholders be permitted to specify redemption contingent on total redemptions).

الإضافي PIPE التحقق من جدية الاندماج المقترح مما يشجع المساهمين على الاستثمار في الشركة، ولكن في الواقع يتم تسعير السهم الذي يدفعه الممول الإضافي بسعر منخفض¹⁷⁷.

وتعتبر جميع معاملات الممول الإضافي PIPE والمدفوعات الجانبية المرتبطة بها جوهرية بالنسبة لقرار المساهم بالاسترداد أو الاستمرار في الاستثمار في الاندماج.

لذلك نقترح أن تقوم الشركات ذات غرض الاستحواذ بحساب السعر الفعلي للسهم الذي يدفعه مستثمرو PIPE والإفصاح عنه، مع مراعاة الخصومات والمدفوعات الجانبية التي يقوم بها الراعي والأوراق المالية الإضافية التي يتلقاها مستثمرو PIPE.

وكذلك يتفاوض رعاة الشركة على اتفاقيات جانبية مع المستثمرين الذين يمتلكون، أو يلتزمون بالحصول على أوراق الشركة المالية المتداولة علناً قبل إتمام الاستحواذ. في هذه الاتفاقيات يلتزم المستثمرون بعدم استرداد أسهمهم، ولكن لا يتم الإفصاح عن الشروط المادية للاتفاقيات والتي تتضمن أي تعويض يحصل

¹⁷⁷ For example, when Pensare Acquisition Corp. merged, PIPE investors purchased units consisting of one debenture of principal amount \$1000 and a warrant to purchase 100 shares at an exercise price of \$0.01. The debentures were convertible to common stock based on a variable conversion factor set initially at \$3.45 per share. See Pensare Acquisition Corp., Proxy Statement (Form PRER14A), at 86, Jan. 23, 2020.

عليه المستثمرون مقابل هذه الالتزامات. ولكننا نقترح إلزام هذه الشركات بالإفصاح عن جميع الشروط المادية لاتفاقيات عدم الاسترداد.

وقد أصدر *division of corporate finance* إرشادات الإفصاح بشأن تضارب المصالح لدى الرعاة، التي تتحدث عن الإفصاح عن مصالح الراعي¹⁷⁸. نحن نرى أنه يجب أن تكون الإفصاحات أكثر تحديداً حول علاقة الراعي مع الشركات التابعة التي تقوم باستثمارات PIPE¹⁷⁹، وكيفية تقسيم الراعي للأسهم "promote" بين مختلف الأفراد والمؤسسات¹⁸⁰.

الخاتمة

تتاول البحث موضوع الشركات ذات غرض الاستحواذ ومالها من أهمية كبيرة في البورصة المصرية، وأفرد الحديث تعريف هذا النوع من الشركات والتفرقة بينه وبين ما يتشابه معها من أنظمة والملاحم المميزة لهذا النوع من الشركات وذلك في المبحث الأول من هذه الدراسة. وتتاول المبحث الثاني مصالح المساهمين وضماناتهم، أما المبحث الثالث تحدث عن مصالح المؤسسين وتعارض

¹⁷⁸ Division of Corporation Finance, Special Purpose Acquisition Companies CF Disclosure Guidance No. 11, SEC. & EXCHANGE COMM. (Dec. 22, 2020), <https://www.sec.gov/corpfin/disclosure-special-purpose-acquisition-companies>.

¹⁷⁹ For instance, see Churchill Capital Corp. III, Proxy Statement (Form DEF14A), at 252, Sept. 18, 2020.

¹⁸⁰ Amrith Ramkumar, Op., cit., 2021, available at <https://www.wsj.com/articles/spac-insiders-can-make-millions-even-when-the-company-they-take-public-struggles-11619343000>.

المصالح بينهم وبين المساهمين، وأخيراً انتهى المبحث الرابع إلى كيفية تقادي عيوب هذا النظام من خلال اتباع بعض الآليات مع تحقيق الاستفادة القصوى من هذا النظام دون تحمل تكاليف، بالإضافة إلى تسليط الضوء على أهمية الافصاح والعناية الواجبة *due diligence*.

هذا وقد توصلت الدراسة لعدة نتائج وتوصيات في هذا الموضوع وذلك على النحو التالي:

النتائج:

أولاً: تجمع الشركات ذات غرض الاستحواذ بين مزايا نظام الاستثمار الخاص ونظام الطرح العام التقليدي.

ثانياً: لا تقدم الشركة ذات غرض الاستحواذ سعر مؤكد للسهم للشركة المستهدفة.

ثالثاً: عند مقارنة الشركة ذات غرض الاستحواذ بالطرح العام التقليدي، نجد أن الأولى تقدم سرعة وشفافية أكبر.

رابعاً: نسبة التصويت المطلوبة في اجتماع الجمعية العامة غير العادية لصدور قرار الاستحواذ هي ثلثي الأسهم الحاضرة.

خامساً: لا تمثل الشركة ذات غرض الاستحواذ خطر بالنسبة للمساهمين لأنهم يضمنون استرجاع قيمة أسهمهم في حالة فشل الشركة في إتمام الاستحواذ.

سادساً: لم يوضح المشرع المصري آلية استرداد المستثمر لأسهمه كما هو الحال في القانون الأمريكي الذي أوضح هذه الآلية، واكتفى المشرع المصري بمنح المستثمر المعارض على قرار الاستحواذ سلطة بيع أسهمه، وفي حالة إتمام

الاستحواذ، يلتزم المستثمر بالبقاء في الشركة وذلك على عكس موقف المشرع الأمريكي الذي يمنح المستثمر حق الانسحاب في أي وقت قبل الاستحواذ أو بعده. سابقاً: لم يفرض المشرع المصري على الشركة أي التزام بإعادة شراء أسهم المساهمين المعترضين على قرار الاستحواذ بنفس سعر الاكتتاب حيث يجوز لهؤلاء المساهمين بيع أسهمهم في البورصة أو قيام الشركة بشراء هذه الأسهم كأسهم خزينة أو القيام ببيعها لممول إضافي.

ثامناً: لا يعد ضمان المساهم استرداد أسهمه بنفس سعر الاكتتاب صورة لشرط الأسد لأن مستثمر رأس المال المخاطر هو ممول يضمن الحصول على استثماراته وعدم خسارتها عند التخارج، وبالتالي يختلف عن المساهم الذي يتوافر لديه روح المشاركة ونية اقتسام الأرباح والخسائر.

تاسعاً: في الولايات المتحدة الأمريكية، تقوم الشركة ذات غرض الاستحواذ باستيفاء التمويل اللازم خلال الفترة التي تسبق الاستحواذ عن طريق جزء من حصيلة الاكتتاب أو من الكوبونات warrants التي يدفعها المستثمرون ويتم إيداعها في الحساب البنكي trust account أو من الفوائد المستحقة من الأموال المودعة في هذا الحساب.

أما في مصر يختلف الوضع حيث يتم الحصول على التمويل اللازم لتأسيس وترخيص الشركة وأتعاب مراقب الحسابات وأتعاب شركة خدمة الإدارة من حصيلة الاكتتاب فقط، أما بالنسبة للتكاليف اللازمة لاختيار الشركة أو الشركات المستهدفة واتخاذ إجراءات الاستحواذ عليها فيتحملها المؤسسون، ويعتبر ذلك مسلك جيد للمشرع المصري وتشجيعاً منه للمستثمرين على الدخول في هذا النوع من الشركات.

عاشراً: لا مانع من تطبيق بعض القواعد الخاصة بتجنب تعارض المصالح عند اختيار الشركة المستهدفة قبل إتمام الاستحواذ حيث تنص قواعد الحوكمة على وجوب ابلاغ عضو مجلس الإدارة عن وجود تعارض مصالح ويجب عليه عدم المشاركة في تصويت يخدم مواقف يتواجد فيها تعارض المصالح.

التوصيات

أولاً: نقترح أن يتبع المشرع المصري منهج المشرع الأمريكي في اصدار الكوبونات warrants حيث يعتبر ذلك حافز للمساهمين ليقوموا بالتصويت على إتمام الاستحواذ حتى وإن كانوا معارضين له لأنه لا تكون الكوبونات warrants فعالة أو ذات قيمة إلا إذا تمت الموافقة على الاستحواذ مما يحفز المساهمين على التصويت والموافقة على إتمام الاستحواذ وأيضاً يمنح الكوبون لحامل السهم خيار شراء أسهم أخرى بعد إتمام الاستحواذ بسعر ثابت ومحدد، وعلى الرغم من استرجاع المساهم لأسهمه فإنه يظل محتفظ بالكوبون والتي يمكن تداولها على حدى.

ثانياً: يجب أن يحذو المشرع المصري حذو المشرع الأمريكي من حيث وضع آلية لرد أموال المستثمرين قبل إتمام الاستحواذ أو بعده وذلك لتشجيعهم على استثمار أموالهم في الشركة ذات غرض الاستحواذ لأنهم يضمنون عدم تحملهم أي خسارة حيث يستطيعون بيع أسهمهم بنفس سعر السهم عند الاكتتاب.

ثالثاً: اتباع النظام الأوروبي في صرف مكافأة للرعاة بعد إتمام الاستحواذ على ثلاث دفعات "three performance-based installments" أو حساب مكافأة للرعاة على أساس الأرباح التي تحققت "preferred dividends" وذلك

حتى يكون هناك ربط بين حصول إدارة الشركة ذات غرض الاستحواذ على مكافأتها وأداء السهم في السوق بعد اكتمال الاستحواذ مما يحقق حافز قوي للإدارة لتبني استراتيجية طويلة المدى لرفع سعر السهم في السوق.

رابعاً: يمكن معالجة مشكلة انخفاض قيمة السهم value dilution نتيجة ممارسة المساهمين حقهم في الاسترداد عن طريق زيادة رأس مال الشركة ذات غرض الاستحواذ.

خامساً: وجوب نشر تقرير إفصاح بتفاصيل الصفقة مما يسمح للمساهمين بمعرفة إلى أي مدى يقل صافي سعر السهم عند استرداد أموالهم value dilution ومعرفة سعر السهم بالنسبة للمول الإضافي PIPE وكذلك الإفصاح عن مصلحة المؤسسين في إتمام الاستحواذ.

سادساً: يمكن تجنب تعارض المصالح بين المؤسسين والمستثمرين عن طريق الربط بين حصول إدارة الشركة ذات غرض الاستحواذ على مكافأتها وأداء سهم الشركة المستهدفة في السوق بعد اكتمال الاستحواذ مما يحقق حافز قوي للإدارة لتبني استراتيجية طويلة المدى لرفع سعر السهم في السوق.

سابعاً: ضرورة النص على حصول المستثمرين على فائدة على أموالهم عند استردادها في حالة فشل إتمام الاستحواذ تشجيعاً للمستثمرين على الدخول في هذا النوع من الشركات.

ثامناً: نقترح أن تقوم الشركات ذات غرض الاستحواذ بحساب السعر الفعلي للسهم الذي يدفعه الممولون الإضافيون PIPE والإفصاح عنه، مع مراعاة الخصومات والمدفوعات الجانبية التي يقوم بها الراعي، والأوراق المالية الإضافية التي يتلقاها مستثمرو PIPE.

تاسعًا: حيث يتفاوض رعاة الشركة ذات غرض الاستحواذ على اتفاقيات جانبية مع المستثمرين وفي هذه الاتفاقيات يلتزم المستثمرون بعدم استرداد أسهمهم، لذلك نقترح إلزام هذه الشركات بالإفصاح عن جميع الشروط المادية لاتفاقيات عدم الاسترداد التي تتضمن أي تعويض يحصل عليه المستثمرون مقابل هذه الالتزامات.

قائمة المراجع:

أولًا: التشريعات العربية

- ١- القانون رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١ بشأن شركات المساهمة وشركات التوصية بالأسهم والشركات ذات المسؤولية المحدودة وشركات الشخص الواحد المعدل بالقانون رقم ٤ لسنة ٢٠١٨.
- ٢- اللائحة التنفيذية للقانون رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١ بشأن شركات المساهمة وشركات التوصية بالأسهم والشركات ذات المسؤولية المحدودة وشركات الشخص الواحد المعدل بموجب القانون رقم ٤ لسنة ٢٠١٨.
- ٣- قانون سوق راس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢
- ٤- قرار الهيئة العامة للرقابة المالية رقم ١٧١ لسنة ٢٠٢١ بشأن القواعد المنظمة لمزاولة نشاط الشركات ذات غرض الاستحواذ.

ثانيًا: التشريعات الأجنبية

1. Delaware General Corporation law.
2. Division of Corporation Finance, Special Purpose Acquisition Companies CF Disclosure Guidance No. 11.

3. Model Business Corporation Act
4. NYSE Listing Standards.
5. NYSE-MKT amendment: Release No. 34-63752.
6. NYSE-MKT Company Guideline.
7. NYSE-MKT the releases by the SEC for the NASDAQ amendment: Release No. 34-63607.
8. Securities Exchange Act Release. No. 57785, May 6, 2008, 34-80199, Mar. 10, 2017

ثالثاً: المراجع باللغة العربية

الدكتور سامي عبد الباقي، الشركات ذات غرض الاستحواذ أو الاندماج، ورقة عمل، الأكاديمية الدولية للوساطة والتحكيم.

رابعاً: المراجع باللغة الإنجليزية

1. A Thompson, Organizational form and investment decisions: the case of special purpose acquisition companies. Dissertation, Purdue University, 2010.
2. Alexander Osipovich. Nasdaq Looks to Ease Rules for Blank-Check IPOs, Wall Street Journal, Sept. 1, 2017.
3. Amrith Ramkumar, SPAC Insiders Can Make Millions Even When the Company They Take Public Struggles, Wall Street Journal, 2021.
4. Andrew R. Brownstein, Andrew J. Nussbaum, and Igor Kirman, The Resurgence of SPACS: Observations and Considerations, Wachtell, Lipton, Rosen & Katz, 2020.

5. Anh L. Tran, Blank cheque acquisitions, 2010. A Surge of SPACS in a Turbulent Economic Climate, BAKER BOTTS, July 27, 2020.
6. Cameron Stanfill & Joshua Chao, The 2020 SPAC Frenzy: Blank-Check Vehicles Offer Many Benefits but Are Not a Cure-All for IPO Process, PITCHBOOK , 2020.
7. Camila Domonoske, The Spectacular Rise of SPACs: The Backwards IPO That's Taking over Wall Street, NPR, Dec. 29, 2020.
8. Carol Boyer and Glenn Baigent, SPACs as alternative investments: an examination of performance and factors that drive prices, Journal of Private Equity, Vol., 11, Issue, 3, 2008.
9. Christine Cuny, Omri Even-Tov & Edward M. Watts, From Implicit to Explicit: The Impact of Disclosure Requirements on Hidden Transaction Costs, Journal of Accounting Research, Vol., 59, Issue 1, 2021.
10. Clifford Chance Guide to SPACs, September 2021.
11. Connie Loizos, Almost Everything You Need to Know About SPACs, TechCrunch.com, Aug. 22, 2020.
12. Cyril Demaria, Introduction to private equity: venture, growth, LBO and turn-around capital, 2nd edition, Wiley, West Sussex, 2013.
13. Daniel S. Riemer, Special purpose acquisition companies: SPAC and SPAN, or blank check redux? Washington University Law Review, Vol., 85, Issue 4, 2007.

14. Davidoff Solomon, Steven, Black Market Capital, Wayne State University Law School Research Paper No. 07-26, Columbia Business Law Review.
15. DN Feldman, Reverse mergers, Bloomberg press, New York 2006.
16. E. Ramey Layne, Brenda Lenahan, S. Gregory Cope & Scott D. Rubinsky, Alternative Routes to Going Public: Initial Public Offering, De-SPAC or Direct Listing, VINSON & ELKINS, 2020.
17. Elena Ignatyeva, Christian Rauch and Mark Wahrenburg, Analyzing European SPACS, Journal of Private Equity, Vol., 17.
18. Elena Ignatyeva, Christian Rauch, Mark Wahrenburg, Analyzing European SPACS, Journal of Private Equity, Vol. 17, Issue 1.
19. Etan Vlessing, Panavision, Sim and Saban Capital Acquisition Abandon Merger Plans, HOLLYWOOD REP, Feb. 28, 2019.
20. Fintech Acquisition Corp. Form S1 Registration Statement as filed with SEC on December 12, 2014.
21. Franz Gustav Oertel, Capital for Champions: SPACs as a driver of innovation and Growth, Herstellung und Verlag, 2022.
22. Gerry Spedale and Eric Pacifici, "9 Factors To Evaluate When Considering A SPAC", Gibson Dunn, 2019,
23. Gul Okutan Nilsson, Incentive Structure of Special Purpose Acquisition Companies, European Business Organisation Law Review, Vol., 19, 2018, p. 258.
24. Hudson, Mattew Hudson, Funds: private equity, hedge and all core structures, Wiley, West Sussex, 2014.

25. Ingo Stoff and Renier Braun, The evolution of private equity fund terms beyond 2 and 20, Journal of Applied Corporate Finance, Morgan Stanley, Vol., 26, Issue 1.
26. Jeanne Calderon & Rachel Kowal Safe Harbors: Historical and Current Approaches to Future Forecasting, 223. Journal of Corporation Law 661 Vol., 22, 1997.
27. Joanna Glasner, SPAC To The Future: How Blank- Check Acquirers Could Reshape Emerging Companies' Roles In Public Markets, CRUNCHBASE, Oct. 19, 2020,
28. John Luttig, SPAC Attack: Everything a Founder or Investor Should Know, LUTTIG'S LEARNINGS, 2020.
29. Jon Sindreu, It's Official: SPACS Are the New Money-Market Funds, Wall Street Journal, 2022.
30. Jonathan Maze, Chuck E. Cheese's Parent Company's Merger Deal Collapses, RESTAURANT BUS, July 29, 2019.
31. L Dimitrova, Perverse incentives of special purpose acquisition companies, the 'poor man's private equity funds', Journal of accounting and economics, vol., 63, Issue, 1 2017.
32. LM hale, SPAC: a financing tool with something for everyone, Journal of Corporate Accounting & Finance Vol., 18, 2007.
33. Metrick and Yasuda, The economics of private equity funds, The Review of Financial Studies Vol., 23 no. 6, 2010.
34. Michael Klausner and Michael Ohlrogge, SPAC Governance: In Need of Judicial Review, Law and Economics Research Paper No. 22-07, 2021.

35. Michael Klausner, Michael Ohlrogge & Emiley Ruan, A sober look at SPACs, *Yale Journal on Regulation*, Vol. 39:228, 2022.
36. Milan Lakicevic and Milos Vulcanovic, A story on SPACS, *Managerial Finance*, vol., 39, Issue, 4, 2013.
37. Milan Lakicevic, Yochanan Shachmurove and Milos Vulcanovic, Institutional changes of specified purpose acquisition companies (SPACS), *The North American Journal of Economics and Finance*, 2014, vol., issue C.
38. Minmo Gahng, Jay R. Ritter & Donghang Zhang, SPACS, research paper, 2023
39. Minor Myers, *The Corporate Law Reckoning for SPACs*, 2022.
40. Mira Ganor, The Case for Non-Binary, Contingent, Shareholder Action, *Journal of Business Law Vol.*, 23, Issue 2, 2021.
41. P Cornelius, *International investments in private equity*, Elsevier, Amsterdam, 2011.
42. Ramey Layne & Brenda Lenahan, *Special Purpose Acquisition Companies: An Introduction*, Harvard Law School Forum on Corporate Governance.
43. Robert Berger, SPACS: an alternative way to access public markets. *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol., 20, Issue, 3, 2008.
44. Ryan Dezember & Alexander Osipovich, Blank Check Debuts on Big Board After NYSE Eases Rules, *Wall Street Journal*, May 5, 2017.

45. Sam Goldfarb, No Longer Highfliers, SPACS Offer Havens for Investors, Wall Street Journal, 2021.
46. SCOTT J. LEDERMAN, HEDGE FUND REGULATION, 2d ed. 2012.
47. SM Lewellen, SPACS as an asset class, 2009.
48. T Castelli, Not guilty by association: why the taint of their 'blank check' predecessors should not stunt the growth of modern special purpose acquisition companies, Boston College Law Review, Vol., 50, Issue 1.
49. T Jenkinson and M Sousa, Why SPAC investors should listen to the market? Journal of Applied Finance, Vol., 21, 2011.
50. Usha R. Rodrigues & Michael Stegemoller, Redeeming SPACs, University of Georgia, Research Paper no. 2021-09.
51. Usha Rodrigues, Mike Stegemoller, Exit, voice and reputation: the evolution of SPACS, Delaware Journal of Corporate Law, vol., 37, 2012.
52. V Jog V, C Sun, Blank check IPOs: a home run for management, 2007.

خامسًا: نماذج عملية لبعض الاستحواذات ونشرات الاكتتاب

1. 57th Street General Acquisition Corp. Amendment No. 5 to Form S1 Registration Statement as filed with the SEC on May 14, 2010.
2. Allegro Merger Corp., Current Report (Form 8-K) Jan. 6, 2020.

3. Altimeter Growth Corp., Current Report (Form 8-K) Apr. 12, 2021.
4. AR Capital Acquisition Corp. Form S1 Registration Statement as filed with the Securities and Exchange Commission on September 23, 2014.
5. Arowana Inc. Amendment No. 5 to Form S1 Registration Statement as filed with SEC on March 13, 2015.
6. Barington/Hilco acquisition corp. Amendment No. 5 to Form S1 registration statement filed with the SEC on February 4, 2015.
7. Capitol Investment Corp. IV. Current Report, Form 8-K, July 11, 2019.
8. Churchill Capital Corp. III, Proxy Statement (Form DEFM14A), Sept. 18, 2020
9. Dun & Bradstreet Hold., Inc., Amendment No. 3 to Form S-1 Registration Statement (Form S-1A), June 26, 2020.
10. Empeiria Acquisition Corp'. Prospectus dated June 15, 2011
11. Endeavor Grp. Hold., Inc., Amendment No. 1 to Form S-1 Registration Statement, Form S-1A, April 20, 2021.
12. FinTech Acquisition Corp. Prospectus dated February 12, 2015.
13. Global Eagle Acquisition Corp. Schedule 14A Proxy Statement dated January 16, 2013.
14. HealthCor Catalio Acquisition Corp., Prospectus (Form 424(b)(4)) Jan. 28, 2021.

15. Hydra Industries Acquisition Corp. Amendment No. 5 to Form S1 Registration Statement as filed with the Securities and Exchange Commission on October 24, 2014.
16. Information Services Group Inc. Form S1 Registration Statement as filed with the SEC on January 29, 2007.
17. Italy Investment S.A. Prospectus dated 24 December 2010.
18. Pensare Acquisition Corp., Proxy Statement (Form PRER14A), Jan. 23, 2020.
19. Pivotal Investment II Amendment No. 2 to Form S-4 Registration Statement, filed Dec. 1, 2020.
20. Prospectus dated 11 April 2014 of Nomad Holdings Ltd.
21. Quinpario Acquisition Corp. 2, Amendment 3 to Form S1 Registration Statement as filed with the SEC on January 8, 2015.
22. Saban Capital Acquisition Corp., Current Report (Form 8-K) Feb. 28, 2019.
23. SPAC Scraps \$380M TGI Friday's Deal, PITCHBOOK, Apr. 8, 2020,.
24. Therapeutics Acquisition Corp., Prospectus (Form 424(b)(4)) July 7, 2020,
25. Uber Technologies, Inc., Amendment No. 1 to Form S-1 Registration Statement, Form S-1A, Apr. 26, 2019.
26. Vantage Energy Acquisition Corporation's agreement to take QEP Energy Company public, Current Report, Form 8-K, Feb. 20, 2019.

27. WL Ross Holding Corp. Form S1 Registration Statement as filed with the Securities and Exchange Commission on May 9, 2014.

سادسًا: المواقع الإلكترونية

1. www.nasdaq.com
2. www.corpgov.law.harvard.edu
3. www.sec.gov
4. www.wsj.com
5. www.npr.org
6. www.hollywoodreporter.com
7. www.lexology.com
8. www.bakerbotts.com
9. www.luttig.substack.com
10. www.gibsondunn.com
11. www.news.crunchbase.com