

تمويل المشروعات المتوسطة والصغيرة ومتناهية
الصغر

بين بنية تشريعية قائمة وبنية تشريعية مأمولة

**SPACS (Special Purpose Acquisition
Companies)
Private equity funds – venture capital**

مقدم للمؤتمر السنوى لكلية الحقوق – جامعة القاهرة

إعداد

الأستاذ الدكتور

سامى عبد الباقي أبو صالح

أستاذ ورئيس قسم القانون التجارى

كلية الحقوق – جامعة القاهرة

مدير معهد قانون الأعمال الدولية (سابقاً)

دكتورة القانون التجارى الدولى

جامعة باريس ١ (السوربون) – فرنسا

حائز جائزة الدولة في القانون التجارى

محام بالنقض

نوفمبر ٢٠٢٢

٥٤ مجلة القانون والاقتصاد - عدد خاص بمؤتمر الكلية السنوى بعنوان دور
المشروعات المتوسطة والصغيرة ومتناهية الصغر فى تحقيق التنمية المستدامة
رؤية مصر ٢٠٣٠ يومى ٧-٨ نوفمبر ٢٠٢٢

مقدمة

إن تحقيق التنمية الاقتصادية ليس بالضرورة من خلال الشركات الضخمة، وإنما يتأتى من خلال المؤسسات المتوسطة والصغيرة ومتناهية الصغر، والتي استطاعت هذه الأخيرة بدورها أن تصبح من كبريات الشركات العالمية المصدرة للعديد من السلع ذات الجودة العالية^(١).

لا أبالغ إذا قلت إن المشروعات الصغيرة والمتوسطة هي طوق النجاة لمصر للخروج من عسرتها الاقتصادية التي ألمت بها نتيجة عدم الاستقرار المصاحب لثورة ٢٥ يناير ٢٠١١. ولما لا وتشكل هذه المشروعات الصغيرة والمتوسطة أكثر من ٩٩٪ من مشروعات القطاع الخاص غير الزراعي في مصر^(٢). وترجع أهمية المشروعات الصغيرة والمتوسطة إلى انخفاض حجم رأس المال المطلوب لتمويلها، انخفاض الاجور، والاعتماد على الخامات المحلية، والتخفيف من حدة التركيز الصناعي^(٣). والحقيقة أن كل هذه العوامل تتناسب بدرجة كبيرة مع جمهورية مصر العربية والتي تعجز ميزانيتها على تمويل المشروعات الكبيرة، هذا بالإضافة إلى قلة العملة من النقد الأجنبي لاستيراد الخامات من الخارج والتي تحتاج إليها المشروعات الكبيرة.

ونظرا لهذه الأهمية الكبيرة لقطاع المشروعات الصغيرة والمتوسطة، فقد أدركت الحكومة المصرية ضرورة توفير البنية التشريعية التي تساهم في ازدهار هذه المشروعات الصغيرة والمتوسطة من ناحية، وإيجاد آليات لتمويلها من ناحية أخرى.

وسوف تتناول هذه الورقة بالدراسة والفحص آليتين من آليات تمويل هذه المشروعات المتوسطة والصغيرة ومتناهية الصغر وهما صناديق استثمار الملكية

^١ د. بوقوم محمد، ا. معيزي جزيرة، إضاءات على بعض التجارب العالمية في تطوير وترقية المؤسسات الصغير والمتوسطة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التيسير - جامعة قلمة.

(٢) الهيئة العامة للتنمية الصناعية، مستقبل المشروعات الصغيرة في مصر، ورقة بحثية معدة بمعرفة الهيئة العامة للتنمية الصناعية في مصر.

(٣) الهيئة العامة للتنمية الصناعية، مستقبل المشروعات الصغيرة في مصر، ورقة بحثية معدة بمعرفة الهيئة العامة للتنمية الصناعية في مصر.

٥٦ مجلة القانون والاقتصاد - عدد خاص بمؤتمر الكلية السنوى بعنوان دور المشروعات المتوسطة والصغيرة ومتناهية الصغر فى تحقيق التنمية المستدامة رؤية مصر ٢٠٣٠ يومى ٧-٨ نوفمبر ٢٠٢٢

الخاصة private equity والشركات ذات الاستحواذ والتي يطلق عليها اختصارا (Special Purpose Acquisition Companies) SPAC، وذلك فى مطلبين متتاليين، على ان يسبق هذين المطلبين مطلب يخص لتعريف المشروعات المتوسطة والصغيرة ومتناهية الصغر، نعرض فى (مطلب رابع) لمقارنة نقدية بين البنية التشريعية القائمة والبنية التشريعية المأمولة وذلك لاستيعاب المشاكل التمويلية التي تنشأ عن تمويل مثل هذه المشروعات، وذلك فى مبحثين متتاليين:

المطلب الاول: تعريف المشروعات الصغيرة والمتوسطة.

المطلب الثانى: صناديق الملكية الخاصة private equity Funds (صناديق راس المال المخاطر (VC) Venture capital).

المطلب الثالث: الشركات ذات الاستحواذ SPAC (Special Purpose Acquisition Companies)

المطلب الرابع: مقارنة بين بنية تشريعية قائمة وبنية تشريعية مأمولة وذلك لاستيعاب المشاكل التمويلية التي تنشأ عن تمويل مثل هذه المشروعات

المطلب الاول

تعريف المشروعات المتوسطة والصغيرة ومتناهية الصغر

تمهيد وتقسيم: بعد تعريف هذه المشروعات فى القانون المصرى، يكون من الملائم عرض تعريفاتها فى القانون المقارن.

اولا: تعريف المشروعات المتوسطة والصغيرة ومتناهية الصغر

طبقا للقانون المصرى رقم ١٥٢ لسنة ٢٠٢٠

١- الوضع ما قبل القانون رقم ١٥٢ لسنة ٢٠٢٠:

فى عام ٢٠٠٤، صدر فى مصر قانون تنمية المنشآت الصغيرة الصادر بالقانون رقم ١٤١ لسنة ٢٠٠٤^(١)، وقد حدد القانون المذكور الصندوق

(١) الجريدة الرسمية - العدد ٢٤ تابع (أ) ١٠ يونيه سنة ٢٠٠٤.

الاجتماعى للتنمية الجهة المختصة بالعمل على تنمية المشروعات الصغيرة ومتناهية الصغر والترويج لانتشارها والمعاونة فى الحصول على ما تحتاجه من تمويل وخدمات. هذا وقد عرف هذا القانون المنشأة الصغيرة بأنه "يقصد بالمنشأة الصغيرة فى تطبيق أحكام هذا القانون كل شركة أو منشأة فردية تمارس نشاطا اقتصاديا إنتاجيا أو خدميا أو تجاريا لا يقل رأس مالها المدفوع عن ٥٠ ألف جنيه ولا يجاوز مليون جنيه ولا يزيد عدد العاملين فيها عن خمسين عاملا".

كما عرف القانون رقم ١٤١ لسنة ٢٠٠٤ المنشأة متناهية الصغر بأنها "كل شركة أو منشأة فردية تمارس نشاطا اقتصاديا أو إنتاجيا أو خدميا و تجاريا ويقل رأس مالها المدفوع عن ٥٠ ألف جنيه".

ولم يثذ المشرع المصرى آنذاك فى تعريفه لمثل هذه المشروعات عن الأخذ بالمعايير التى أخذت بها أغلب الدول فى تعريف المشروعات الصغيرة ومتناهية الصغر، فها هى الولايات المتحدة الأمريكية تعرف المشروعات الصغيرة بالمشروعات التى يقل فيها عدد العمال عن ٥٠٠ عامل، عن ٥٠ عامل بالنسبة للمشروعات الصغيرة ومن ٥٠ إلى ٢٥٠ عاملاً بالنسبة للمشروعات متناهية الصغر (الاتحاد الاوربى)، او عن ١٠ ولا يزيد عن ٤٩ عاملاً بالنسبة للمشروعات الصغيرة، وفى المشروعات المتوسطة لا يقل عن ٥٠ عاملاً ولا يزيد ١٩٩ عاملاً (تركيا) (١).

وإذا كانت مصر قد أخذت إلى جانب معيار عدد العمال بمعيار رأس المال، فهى بذلك قد حاكت بعض الدول مثل تايلاند التى تشترط ان يكون حجم أصول المشروعات المتوسطة اقل من ٢٠٠ مليون باهت. وقد خالفت مصر البعض من الدول التى أخذت بمعيار حجم المبيعات ورقم الأعمال إلى جانب معيار عدد العمال، ومن بين هذه الدول نذكر أمريكا (مبيعات أقل من ٥

(١) الهيئة العامة للتنمية الصناعية، مستقبل المشروعات الصغيرة فى مصر، ورقة بحثية معدة بمعرفة الهيئة العامة للتنمية الصناعية فى مصر.

ملايين دولار)، الاتحاد الأوربي (مبيعات اقل ٧ ملايين يورو سنويا أو ٥ ملايين حجم الأصول بالنسبة للمشروعات الصغيرة، ومبيعات اقل من ٤٠ مليون يورو سنويا أو ٢٧ مليون يورو حجم الأصول). وأخيراً هناك دول تعتمد فقط على عدد العمال وهى تركيا^(١).

ومن الواضح أن الدول تتباين فيما بينها من ناحية المعايير التى تعتمد عليها فى تعريف المشروعات الصغيرة والمتوسطة ما بين معيار حجم العمالة ومعيار رأس المال ومعيار حجم المبيعات ومعيار التكنولوجيا المستخدمة.

ولتسهيل تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة، ألزم المشرع بمقتضى القانون ١٤١ لسنة ٢٠٠٤ المحافظات بإنشاء صندوق أو أكثر لتمويل المشروعات الصغيرة والمتناهية الصغر بالتنسيق مع الصندوق الاجتماعى للتنمية^(٢). ويتم تمويل هذه الصناديق، علاوة على ما يوفره الصندوق الاجتماعى من تمويل، عن طريق ما تخصصه الدولة من اعتمادات لتمويل هذه الصناديق بغرض تمويل المنشآت الصغيرة والمتوسطة^(٣). ولكى تتمكن هذه المشروعات الصغيرة من سداد كل ما تقوم باقتراضه، فقد أنشأ القانون المذكور نظاماً لضمان مخاطر الائتمان التى تتعرض لها هذه المشروعات يتم تمويله من مساهمة صناديق تمويل المنشآت الصغيرة والمتناهية الصغر^(٤).

ولسرعة الفصل فى المنازعات التى يكون المشروع الصغير طرفاً فيها، فقد نص المشرع على تشكيل لجنة دائمة بقرار من المحافظ المختص، يرأسها أحد رجال القضاء وفى عضويتها ممثل عن الغرفة التجارية وآخر عن

(١) البنك الأهلى المصرى، المنشآت الصغيرة والمتناهية الصغر فى ظل القانون رقم ١٤١ لسنة ٢٠٠٤، النشرة الاقتصادية، العدد الرابع، المجلد السابع والخمسين، القاهرة، ص ٧٥.

(٢) ومن أمثلة ذلك قرار محافظ الجيزة رقم ٢٠٨ لسنة ٢٠١٠ الخاص بإنشاء صندوق لتمويل المنشآت الصغيرة والمتناهية الصغر. الوقائع المصرية - العدد ٢٣ - ٣٠ يناير سنة ٢٠١٠.

(٣) المادة ٥ من قانون تنمية المنشآت الصغيرة الصادر بالقانون رقم ١٤١ لسنة ٢٠٠٤.

(٤) المادة ٩ من قانون تنمية المنشآت الصغيرة الصادر بالقانون رقم ١٤١ لسنة ٢٠٠٤.

الصندوق الاجتماعي للتنمية، ويدعى للحضور ممثل عن المشروع الصغير أو من يمثله وممثل للجهة المتظلم منها أو من يمثله. وتختص هذه اللجنة بنظر التظلم من قرار الإيقاف الصادر في حق المنشأة الصغيرة^(١)، إذا ما ارتكبت هذه الأخيرة مخالفة، ففي هذه الحالة يتم إيقاف المنشأة إذا ارتكبت مخالفة تستوجب الغلق، إذا ما أخطر صاحب المنشأة بالمخالفة وبالمدة اللازمة لازالتها، ولم يتم بذلك خلال المدة المحددة^(٢).

وحرصاً من المشرع المصري على توفير الآليات القانونية التي يعمل من خلالها رأس المال المخاطر ورأس مال التوسع في المشروعات الصغيرة والمتوسطة، وفي عام ٢٠٠٧، صدر قرار وزير الاستثمار رقم لسنة ٢٠٠٧ بشأن صناديق الاستثمار. ومن أهم ما جاء به هذا القرار هو الاهتمام بصناديق الاستثمار المتخصصة، بعد أن كان الاهتمام منصباً على صناديق الاستثمار التقليدية التي تتكون محفظتها المالية من أوراق مالية مقيدة ببورصة الأوراق المالية. ومن بين صناديق الاستثمار المتخصصة، نذكر صناديق استثمار الملكية الخاصة private equity funds والتي يتمثل هدفها الرئيسي في تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة. وقبل هذا القرار، كان قد صدر قانون ضمانات وحوافز الاستثمار الصادر بالقانون رقم ٨ لسنة ١٩٩٧ ونظم رأس المال المخاطر الذي يعمل من خلال آلية الشركة، وقد عرفه المشرع في اللائحة التنفيذية للقانون المذكور الصادرة بقرار من رئيس مجلس الوزراء رقم ١٢٤٧ لسنة ٢٠٠٤، بأنه يشمل نشاط رأس المال المخاطر تمويل نشاط الشركات التي تصدر أوراقاً مالية أو دعمها أو تقديم الخدمات الفنية والإدارية أو المشاركة في المشروعات والمنشآت وتنميتها بقصد تحويلها إلى شركات مساهمة أو توصية بالأسهم متى كانت هذه المشروعات وتلك المنشآت عالية المخاطر أو تعاني قصوراً في التمويل وما يستتبعه من طول دورة الاستثمار^(٣).

(١) المادة ١٧ من قانون تنمية المنشآت الصغيرة الصادر بالقانون رقم ١٤١ لسنة ٢٠٠٤.

(٢) المادة ١٦ من قانون تنمية المنشآت الصغيرة الصادر بالقانون رقم ١٤١ لسنة ٢٠٠٤.

(٣) المادة الأولى من اللائحة التنفيذية لقانون ضمانات وحوافز الاستثمار الصادر بالقانون رقم ٨ لسنة ١٩٩٧، والصادرة بقرار من رئيس مجلس الوزراء رقم ١٢٤٧ لسنة

وإيماناً من المشرع المصرى بضرورة تسهيل تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة وتمهيد السبيل أمام رأس المال الذى يستخدم فى تمويل مثل هذه المشروعات للتخارج من هذه الأخيرة وبدء دورة استثمارية جديدة، فقد صدر قرار مجلس إدارة الهيئة العامة لهيئة سوق المال (الرقابة المالية حالياً) رقم ٦٢ لسنة ٢٠٠٧ بشأن قواعد قيد الأوراق المالية المصدرة من الشركات الصغيرة والمتوسطة. وقد عرفت المادة الأولى من هذا القرار المقصود بالشركات الصغيرة والمتوسطة الشركة التى يقل رأس مالها المصدر عن خمسين مليون جنيه تكون مدفوعة بالكامل. وكأن المشرع المصرى تبنى هنا، لتعريف المشروعات الصغيرة والمتوسطة، معياراً مختلفاً عن المعيار الذى تبناه فى ظل القانون رقم ١٤١ لسنة ٢٠٠٤، فوفقاً للقيد فى البورصة قد أخذ المشرع بمعيار واحد هو رأس المال، أما وفقاً للقانون المشار إليه قد أخذ إلى جانب معيار رأس المال (لا يقل رأس المال المدفوع عن خمسين ألف جنيه ولا يتجاوز مليون جنيه) بمعيار عدد العمال الذى يجب ألا يقل عن خمسين عاملاً.

وبمقارنة تعريف المشروعات الصغيرة والمتوسطة الذى ورد فى القانون ١٤١ لسنة ٢٠٠٤ بالتعريف الذى ورد فى قواعد قيد واستمرار قيد وشطب المشروعات الصغيرة والمتوسطة، نجد أن ثمة اختلافاً بين التعريفين علاوة على الاختلاف المشار إليه من كون المشرع فى ظل القانون رقم ١٤١ لسنة ٢٠٠٤ قد اعتمد معيارين هما رأس المال وحجم العمالة بينما اعتمد قرار هيئة الرقابة المالية على معيار واحد هو رأس المال. وإلى جانب هذا الاختلاف، يوجد اختلاف آخر يكمن فى أنه بينما اشترط قرار مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية ضرورة ألا يقل رأس مال الشركات الصغيرة والمتوسطة المصدر عن خمسين مليون جنيه، نجد ان القانون رقم ١٤١ لسنة ٢٠٠٤ قد اشترط ألا يقل رأس المال المدفوع عن خمسين ألف جنيه ولا يتجاوز مليون جنيه. وإلى جانب

كل ذلك، فلم تأخذ الهيئة العامة للرقابة المالية بمعيار العمالة كما فعل القانون رقم ١٤١ لسنة ٢٠٠٤، وإنما اعتمدت معيارا واحدا ألا وهو معيار رأس المال المدفوع الذى هو الجزء المدفوع بالفعل من رأس المال المصدر. والحقيقة اننا لا نرى سببا للمغايرة بين تعريف المشروعات الصغيرة الوارد فى القانون رقم ١٤١ لسنة ٢٠٠٤ والذى لم يعرف المشروعات المتوسطة، والتعريف الوارد فى قرار مجلس إدارة هيئة الرقابة المالية. ونرى ضرورة توحيد التعريف والأخذ بالتعريف الذى ورد بالقانون رقم ١٤١ لسنة ٢٠٠٤ والذى يتبنى حداً أدنى من رأس المال اقل من الحد الأدنى لرأس المال طبقا لقرار هيئة الرقابة المالية، الأمر الذى يفتح الباب لكثير من المشروعات الصغيرة والمتوسطة فى القيد ببورصة النيل، ومن ثم الاستفادة من فرص التمويل التى يوفرها القيد بالبورصة والذى ينطوى على كثير من المزايا لو تمت مقارنته بالتمويل عن طريق البنوك. اما الأخذ بالمعيار الذى وضعته هيئة الرقابة المالية فسيحرم كثيرا من المشروعات الصغيرة والمتوسطة من القيد، وبالتالي الحرمان من فرض التمويل التى يوفرها القيد فى البورصة^(١).

٢- الوضع ما بعد القانون رقم ١٥٢ لسنة ٢٠٢٠:

- **المشروعات المتوسطة** : كل مشروع يبلغ حجم أعماله السنوى ٥٠ مليون جنيه ولا يجاوز ٢٠٠ مليون جنيه، أو كل مشروع صناعى حديث التأسيس يبلغ رأسماله المدفوع أو رأس المال المستثمر بحسب الأحوال ٥ ملايين جنيه ولا يجاوز ١٥ مليون جنيه . أو كل مشروع غير صناعى حديث التأسيس يبلغ رأسماله المدفوع أو رأس المال المستثمر بحسب الأحوال ٣ ملايين جنيه ولا يجاوز ٥ ملايين جنيه^٢.

(١) قريب من الأستاذ/ محمد عبد الرحمن عبد العال، تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة من خلال سوق الأوراق المالية، رسالة ماجستير، كلية الاقتصاد والعلوم السياسية - جامعة القاهرة، ٢٠١١، ص ١١٤.
٢ المادة الأولى من القانون رقم ١٥٢ لسنة ٢٠٢٠ بإصدار قانون تنمية المشروعات المتوسطة والصغيرة ومتناهية الصغر، الباب الأول، فقرة ٥.

- **المشروعات الصغيرة** : كل مشروع يبلغ حجم أعماله السنوى مليون جنيهه ويقل عن ٥٠ مليون جنيه ، أو كل مشروع صناعى حديث التأسيس يبلغ رأسماله المدفوع أو رأس المال المستثمر بحسب الأحوال ٥٠ ألف جنيهه ويقل عن ٥ ملايين جنيه . أو كل مشروع غير صناعى حديث التأسيس يبلغ رأسماله المدفوع أو رأس المال المستثمر بحسب الأحوال ٥٠ ألف جنيهه ويقل عن ٣ ملايين جنيه^١.

- **المشروعات متناهية الصغر**: كل مشروع يقل حجم أعماله السنوى عن مليون جنيه . أو كل مشروع حديث التأسيس يقل رأسماله المدفوع أو رأس المال المستثمر بحسب الأحوال عن ٥٠ ألف جنيه^٢.

ويتضح من هذه التعريفات ان المشرع المصرى بعد ان كان يعتمد فى تعريفه لهذه المشروعات بمعيارى راس المال وعدد العمال، اصبح الان يعتمد على معيارى حجم الاعمال او راس المال.

ثانيا: تعريف المشروعات المتوسطة والصغيرة ومتناهية الصغر فى القانون المقارن

- **تعريف المشروعات الصغيرة والمتوسطة فى فرنسا**. تحرص الحكومة الفرنسية على مساندة المشروعات الصغيرة والمتوسطة من خلال المساعدات وتقرير الإعفاءات الضريبية، ويعتمد تعريفها على تقارنتها بالمشروعات الكبيرة^٣. والمشروعات الكبيرة فى فرنسا هى المشروعات التى يزيد رأس مالها السوقى عن مليار يورو، ويتم قيد هذه المشروعات فى القسم الأول من أقسام

^١ المادة الأولى من القانون رقم ١٥٢ لسنة ٢٠٢٠ بإصدار قانون تنمية المشروعات المتوسطة والصغيرة ومتناهية الصغر، الباب الأول، فقرة ٦.

^٢ المادة الأولى من القانون رقم ١٥٢ لسنة ٢٠٢٠ بإصدار قانون تنمية المشروعات المتوسطة والصغيرة ومتناهية الصغر، الباب الأول، فقرة ٧.

^٣ Guillaume ALMERAS, L'offre de services financiers aux PME, Revue d'économie financière, n 92, 2008, pp. 216 – 223.

جدول القيد. أما المشروعات المتوسطة هي التي لا يقل رأس مالها عن ١٥٠ مليون يورو إلى مليار يورو، ويتم قيد هذه المشروعات في القسم الثاني من أقسام جدول القيد، وأخيراً فهناك القسم الثالث في جدول القيد وهو القسم الذي تقيد فيه المشروعات التي يقل رأس مالها السوقى عن ١٥٠ مليون جنيه^(١). وبذلك تختلف فرنسا عن كثير من الدول التي أنشأت بورصة خاصة للمشروعات الصغيرة والمتوسطة، فرنسا التي لم تنشأ بورصة خاصة تقيد بها المشروعات الصغيرة والمتوسطة، وإنما توجد بورصة واحدة تقيد بها جميع المشروعات. والحقيقة أن المشروعات الصغيرة والمتوسطة توجد في كل القطاعات ايا كان حجمها وأياً كان هيكلها. ومن أهم مزايا المشروعات الصغيرة والمتوسطة هو ميلها للاقتراض وتتوسع فيه إلى أبعد حد لتمويل تنمية مثل هذه المشروعات^(٢). وتعرف المشروعات الصغيرة والمتوسطة وفقاً للقانون الاوربي بإنها الشركات التي، طبقاً لآخر حساباتها السنوية يتوافر فيها خاصيتين من الثلاثة خصائص التالية : - عدد من العاملين أقل من ٢٥٠ عامل، - ميزانية لا تزيد عن ٤٣ مليون يورو، - رقم أعمال صافى سنوى لا يتجاوز ال ٥٠ مليون يورو^٣.

- تعريف المشروعات الصغيرة والمتوسطة في الولايات المتحدة الأمريكية. المشروعات الصغيرة والمتوسطة في الولايات المتحدة الأمريكية هي المشروعات التي توظف اقل من ٥٠٠ عامل وتصل مبيعاتها إلى اقل من ٥ ملايين دولار. وتعد الولايات المتحدة الأمريكية من أكبر أسواق رأس المال المخاطر الذي يستخدم في تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة. وتعد الحكومة الأمريكية من أولى الحكومات التي تدعم تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة، إذ قد

(1) Yannick PETIT, Place de Paris : Un nouveau marché pour les valeurs moyennes, Revue Banque, n 667, mars 2005, p. 42.

(2) KPMG entreprises, Les PME qui grandissent, qui sont-elles? Pourquoi sont-elles si performantes, Conférence de presse, 16 septembre 2008, p. 20 et p. 27.

³ Autorité des marchés financiers (AMF), Rapport sur les valeurs moyennes et petites (VaMP), 7 novembre, 2007, p. 2.

قامت الحكومة بتأسيس وكالات فيدرالية مختلفة لرأس المال المخاطر للمشروعات الصغيرة والمتوسطة ومن أمثلة هذه الوكالات تاتى وكالة (OPIC) Overseas Private Investment Corporation. وتدل على مدى الدعم الحكومى الذى تقدمه الدولة للمشروعات الصغيرة والمتوسطة، فقد تم إنشاء الجمعية الرسمية من أجل تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة (NASBIC) ^(١). وتوجد فى الولايات المتحدة الأمريكية هيئة عامة تسمى Small Business Investment (SBA)، مهمتها تسهيل تمويل المال الخاص (رأس المال المخاطر). وتعد ال SBIC شركات خاصة تضمن الاستثمارات فى رأس مال المشروعات الصغيرة والمتوسطة: Apple Computer, AOL, Compaq.² وتعد الجمعية القومية من أقدم المنظمات التى تشجع رأس المال المخاطر. وهى قد تأسست فى عام ١٩٥٨ بعد إجازة قانون استثمار الأعمال الصغيرة. وقد ساندت الحكومة الأمريكية هذه الجمعية عن طريق توفير البنية التشريعية اللازمة لعملها والحصول على رأس مال منخفض التكاليف لتمويل شركات استثمار الأعمال الصغيرة وبتيح استثمار رأس المال المخاطر طويل الأجل عن طريق الدين وحقوق الملكية للمشروعات الصغيرة والمتوسطة. وفى عام ٢٠٠٠، استطاعت شركات استثمار الأعمال الصغيرة ٩٠ ألف شركة من شركات المشروعات الصغيرة والمتوسطة باستثمار يقدر ب ٢٧ مليار دولار منذ عام ١٩٥٧^(٣).

(١) وحدة المشروعات الصغيرة والمتوسطة بوزارة المالية، تطبيق تجربة رأس المال المخاطر مع المشروعات الصغيرة والمتوسطة، يوليو ٢٠٠٤، ص ٢٧.

² Alain Villemeur et André Alexandre, Le capital-investissement et ses leviers pour accélérer l'innovation, in Private Equity et capitalisme français, La documentation française, Paris 2008, p. 243.

(٣) وحدة المشروعات الصغيرة والمتوسطة بوزارة المالية، تطبيق تجربة رأس المال المخاطر مع المشروعات الصغيرة والمتوسطة، يوليو ٢٠٠٤، ص ٢٧.

- تعريف المشروعات الصغيرة والمتوسطة في إنجلترا. وإيماننا من المملكة المتحدة بأهمية الدعم الحكومي لنشاط رأس المال المخاطر والذي يعد من العناصر الأساسية التي تؤدي إلى نجاح هذا النشاط، فقد قامت المملكة المتحدة بإنشاء صندوق رأس المال المخاطر والقروض للمشروعات الصغيرة والمتوسطة Small and Medium Enterprise Venture Capital and Loan Fund وذلك بالتعاون مع الاتحاد الأوربي، والذي تنحصر مهمته الأساسية في مساعدة المشروعات الصغيرة والمتوسطة في المملكة^(١). ويقترب من هذا الصندوق صندوق بداية المصري لتنمية المشروعات الصغيرة والمتوسطة، بمبادرة من جمهورية مصر العربية ممثلة في الهيئة العامة للاستثمار وبمشاركة شركة مصر للتأمين والشركة القابضة للتأمين الهيئة العامة للاستثمار الى جانب آخرين^٢.

والحقيقة أن التجربة المصرية تقترب من التجربة الانجليزية من حيث الإيمان بأن الدعم الحكومي هو امر لازم لنجاح تجربة رأس المال المخاطر في تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة، حيث ان الحكومة المصرية أنشئت، كما رأينا، الصندوق الاجتماعي للتنمية الذي تكمن مهمته الرئيسية في تقديم التمويل اللازم للمشروعات الصغيرة والمتوسطة إما بصورة مباشرة أو بصورة غير مباشرة عن طريق تقديم التمويل لصناديق تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة التي ألزمت المشرع بإنشاء صندوق بكل محافظة.

وعلى غرار ما حدث في كل من مصر وفرنسا، فقد تم في عام ١٩٩٥ إنشاء بورصة لندن للمشروعات الصغيرة والمتوسطة، وذلك بهدف انعاش سوق المشروعات الصغيرة والمتوسطة وتوفير التمويل اللازم لها. ويُعد نموذج بورصة لندن للمشروعات الصغيرة والمتوسطة من أنجح النماذج الدولية لرفع الأصول الرأسمالية لهذه المشروعات عن طريق طرح العام لأسهمها على الجمهور. وعلى خلاف أغلب بورصات المشروعات الصغيرة والمتوسطة، فلا يوجد في

(١) وحدة المشروعات الصغيرة والمتوسطة بوزارة المالية، تطبيق تجربة رأس المال المخاطر مع المشروعات الصغيرة والمتوسطة، يوليو ٢٠٠٤، ص ٢٧.

٢ انظر البند البند الخامس من مذكرة الطرح الخاص للمستثمرين المؤهلين للاكتتاب في وثائق الصندوق: صندوق الاستثمار لتنمية المشروعات الصغيرة والمتوسطة " بداية ١".

بورصة لندن للمشروعات الصغيرة حد أدنى لرأس مال المشروعات كما لا يوجد حد أدنى لنسبة الأسهم المطروحة^(١).

المطلب الثانى الآلية الاولى لتمويل المشروعات المتوسطة والصغيرة صناديق استثمار رأس المال المخاطر Venture Capital funds

تمهيد وتقسيم: ونعرض هنا على التوالى تعريف صناديق رأس المال المخاطر، ثم بيان خصائصها وكيفية التقاؤها بالمشروع المتوسط او الصغير المراد تمويله.

اولا: صناديق رأس المال المخاطر من عائلة صناديق الملكية الخاصة
-تعريف صندوق الاستثمار. هو وعاء استثمارى مشترك يأخذ شكل شركة مساهمة ويهدف الى إتاحة الفرصة للمستثمرين فيه بالمشاركة جماعيا فى الاستثمار فى المجالات الواردة فى هذه اللائحة، ويديره مدير استثمار مقابل اتعاب^٢.
تجب الاشارة منذ البداية ان تنظيم المشرع المصرى لصناديق الاستثمار يقوم على التفرقة بين صناديق الاستثمار التقليدية والتي تتكون محفظتها المالية من اوراق مالية مقيدة ببورصة الاوراق المالية، وبين صناديق متخصصة تتكون محفظتها المالية من اوراق مالية مقيدة وغير مقيدة ومن اصول مالية معينة بحسب النشاط الذى تمارسه مثل الصناديق العقارية وصناديق الملكية الخاصة. وتسرى المواد المنظمة لصناديق الاستثمار التقليدية على الصناديق التقليدية وعلى الصناديق المتخصصة فيما لم يرد به نص فى الفرع المنظم لهذه الاخيرة.

(١) محمد عبد الرحمن عبد العال، تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة من خلال سوق الأوراق المالية، دراسة حالة بورصة النيل للمشروعات الصغيرة والمتوسطة، رسالة ماجستير، كلية الاقتصادية والعلوم السياسية، ٢٠١١، ص ٥٩.
٢ المادة ١٤١ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢.

كما يجب التنويه الى ان المشرع بموجب لائحة صناديق الاستثمار التي تم تعديلها عام ٢٠٠٧ بموجب قرار وزير الاستثمار رقم ١٢ لسنة ٢٠٠٧ قد قسم صناديق الاستثمار ولاول مرة الى نوعين فقط هما الصناديق المغلقة ١ والصناديق المفتوحة ٢، كما اضاف ولاول مرة صناديق متخصصة جديدة مثل صناديق الملكية الخاصة والصناديق العقارية، وقد كان لى شرف اعداد وصياغة اللائحة الجديدة المنظمة لصناديق الاستثمار المواد من ١٤٠ الى ١٨٣ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق راس المال وقد شاركنى فى اعدادها الاستاذ / علاء عامر نائب رئيس هيئة سوق المال آنذاك، وقام بمراجعتها اد/هانى سرى الدين رئيس الهيئة آنذاك.

ويعرف صندوق الملكية الخاصة بانه صندوق استثمار مباشر مغلق يستثمر امواله فى شراء اوراق مالية مقيدة وغير مقيدة فى البورصة وله مزولة نشاط رأس المال المخاطر ويتم طرح وثائقه طرحا خاصا ويجوز قيده فى بورصة الاوراق المالية ٣. فاذا ما اتخذت هذه الصناديق شكل صندوق راس المال المخاطر فهى عندئذ تستثمر اغلب راس مالها فى المشاركة فى رأس مال الشركات غير المقيدة بالبورصة. ولا تجمع هذه الصناديق رأس مالها عن طريق طرح وثائق الاستثمار التى تصدرها على الجمهور من خلال اكتتاب

^١ هو صندوق استثمار يتم طرح وثائقه من خلال طرح خاص، يقتصر على المستثمرين المؤهلين، ولا تسترد هذه الوثائق إلا فى نهاية مدة الصندوق إلا بشروط معينة. على أن يراعى عدم تجاوز القيمة الاسمية لوثائق الاستثمار التى تصدر فى إصدار واحد أو عدة إصدارات منسوبة إلى رأس مال الصندوق عن الحد الأقصى الوارد بالمادة (١٤٧) من هذه اللائحة. ويجوز طرح وثائقه فى اكتتاب عام، على أن يتم قيده والتداول على وثائقه فى بورصة الأوراق المالية. (المادة ١٤١ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق راس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢).

^٢ هو صندوق استثمار يزيد حجمه بما يصدر من وثائق استثمار جديدة، وينخفض حجمه بما يتم استرداده من وثائق استثمار قائمة، بمراعاة العلاقة بين أموال المستثمرين ورأس مال الصندوق وعلى النحو الوارد بالمادة (١٤٧) من هذه اللائحة، ويتم شراء واسترداد وثائق الاستثمار دون الحاجة إلى قيده فى البورصة فيما عدا صناديق المؤشرات . (المادة ١٤١ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق راس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢).

^٣ المادة ١٤١ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق راس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢.

عام، وإنما من خلال طرح خاص على مستثمرين مؤهلين من المؤسسات المالية المختلفة أو من الأفراد الطبيعيين^١. وهى لذلك سميت بصناديق استثمار الملكية الخاصة، على خلاف صناديق الاستثمار الأخرى التى يأتى رأس مالها من الجمهور من خلال طرح وثائقها فى اكتتاب عام. وعلى خلاف صناديق الاستثمار التقليدية التى تستثمر كل محفظتها فى شراء اوراق مالية مقدية، تستثمر صناديق استثمار الملكية الخاصة اموالها فى اوراق مالية مقيدة وغير مقيدة وفى شراء اصول بحسب نوع النشاط الذى تمارسه ومنها صناديق الاستثمار العقارى التى تخصص جزءاً كبيراً من اموالها فى مجال الاستثمار فى مجال العقارات سواء بإنشاء المشروعات الجديدة أو عن طريق شراء اوراق مالية صادرة من شركات أو صناديق عقارية.

تضم صناديق استثمار الملكية الخاصة عائلة أو مجموعة من الصناديق تتولى تمويل المشروع منذ مهده وحتى مرحلة الحد، وذلك من خلال المشاركة فى حقوق المساهمين **fonds propres** أو شبه حقوق مساهمين **quasi fonds propres**.

-عائلة صناديق استثمار الملكية الخاصة. ويتولى كل نوع من انواع صناديق استثمار الملكية الخاصة تمويل المشروع فى مرحلة معينة من مراحل حياته.

تأتى أولاً صناديق الاستثمار التى تقوم بتمويل المشروعات فى مرحلة تأسيسها، وأبرز أنواع صناديق الاستثمار التى تقوم بهذا الدور هى صناديق رأس المال المخاطر **venture capital funds** التى تستثمر اموالها فى تمويل تأسيس المشروعات الصغيرة والمتوسطة التى تسعى إلى استغلال وتمويل أفكار تكنولوجية جديدة ووضعها موضع التنفيذ الفعلى. ويلعب

¹ Julien RUDERMAN, La structuration des fonds de capital investissement, RDAI, n 3, 2007, pp. 422 et ss;

المستثمر في مجال رأس المال المخاطر دور الممول النشط، هذا بالإضافة إلى أدوار متعددة تصاحب الدور التمويلي وتتعاقد معه منها الإدارة وتقديم المشورة للمشروع الذي يتم تمويله.

ثم تأتي بعد ذلك عائلة صناديق استثمار الملكية الخاصة والتي تقوم بتمويل المشروع في المراحل ما بعد التأسيس، وأبرز أنواع هذه العائلة هي عائلة صناديق الاستثمار التي تستخدم في المرحلة التي يبدأ فيها المشروع إعطاء تدفقات مالية ولكنه يكون عندئذ في حاجة إلى رأس مال لزيادة قدرته الإنتاجية أو قدرته التسويقية أو لإنتاج منتجات جديدة أو لتمويل توسعات أو الاستحواذ على خطوط إنتاج جديدة.

وإلى جانب ذلك فهناك صناديق الاستثمار التي تهدف إلى توفير التمويل اللازم لشراء مشروع قائم بالمشاركة مع رأس مال مقترض على أن يتم سداد هذه القروض من التدفقات المالية للمشروع وهذه ما يطلق عليها صناديق استثمار LBO. وبعبارة أخرى فإن صناديق الاستثمار LBO هي صناديق تهدف إلى الاستحواذ على مشروع قائم، وقد يكون مؤسسو الصندوق مستثمرين جدداً *buy-in management* أو مديرو المشروع نفسه المراد الاستحواذ عليه *buy-out management* ^(١).

وعلى ذلك فتهدف صناديق استثمار الملكية الخاصة إلى توفير التمويل اللازم للمشروع منذ ميلاده (صناديق استثمار رأس المال المخاطر) ثم مرحلة التوسع فيه (صناديق استثمار التوسع في المشروعات) وأخيراً تأتي صناديق الاستثمار التي تهدف إلى تمويل شراء مشروع قائم بالمشاركة مع رأس مال مقترض بهدف تحقيق قيمة مضافة تمهيدا لبيع المشروع والتنازل عنه، وتكون القيمة المضافة هذه هي العائد على رأس المال الخاص المستثمر. ان هذا النوع من هذه الصناديق يسعى للاخذ بيد مشروعات صغيرة ترغب في تنفيذ أفكار

(1) François Denis Poitrinal, op. cit., 2007, p. 31.

تكنولوجية حديثة لا يتوافر لأصحابها الأموال اللازمة للتمويل، وذلك حتى تنضج وتكبر ومن ثم تأتى مرحلة الحصاد وتخرج رأس المال الخاص، ومن هنا فإن هذه الصناديق تقوم على تدبير التمويل اللازم للمشروعات المتوسطة والصغيرة من المهد إلى اللحد.

ثانياً: خصائص صناديق استثمار رأس المال المخاطر

- الهدف الأول من إنشاء صناديق استثمار رأس المال المخاطر هو تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة. تشكل صناديق استثمار رأس المال المخاطر الوسيلة المفضلة لتمويل تأسيس المشروعات الصغيرة والمتوسطة والتي تتطوى على مخاطر تكنولوجية مرتفعة، وكذا تمويل مصاريف البحث والتنمية السابقة على مرحلة التأسيس. وإدراكاً من المشرع الفرنسى لأهمية هذا المصدر من مصادر تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة، فقد تم تنظيم قوالب قانونية تتناسب مالياً وضريبياً مع هذا النوع من التمويل، وتأتى صناديق رأس الملكية الخاصة على رأس هذه القوالب^(١).

ولا يكون أمام المشروع الباحث عن التمويل الا طريقان: يتمثل الطريق الأول فى قيد المشروع ببورصة الأوراق المالية، أما الطريق الثانى فهو الاقتراض من البنوك.

والحقيقة أنه لا يصلح أى من هذين الطريقين لتمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة، إذ إن هذه الأخيرة لا تتوافر فيها شروط القيد فى البورصة والتي تتطلب رقماً معيناً من الأعمال وحجماً معيناً من الأرباح ومرور فترة على ممارسة النشاط^٢. فبنظرة إلى قواعد القيد فى القانون المصرى، نجد أنه يشترط

(١) وإلى جانب صناديق الملكية الخاصة التى تضم صناديق رأس المال المخاطر وصناديق استثمار المشاركة فى توسعات المشروعات، نجد الشركة رأس المال

المخاطر SCR وشركة الشخص الواحد للاستثمار فى رأس المال المخاطر SUIR.
(٢) Chambre de commerce et d'industrie de Paris, Creation et développement des entreprises non cotées: quel rôle pour les investisseurs externes? Rapport présenté par Thierry

لقيام الأسهم أن تقدم الشركة طالبة القيد القوائم المالية لسنة مالية كاملة سابقة على طلب القيد، وأن يكون رأس المال المصدر مدفوعا بالكامل ولا يقل عن ٢٠ مليون جنيه مصري، والا تقل نسبة صافي الربح قبل خصم الضرائب عن آخر سنة مالية سابقة على طلب القيد عن ٥٠٪ من رأس المال المدفوع المطلوب قيده^(١).

وإذا كانت هذه هي قواعد القيد بصفة عامة، فقد أصدر المشرع قواعد لقيام الأوراق المالية المصدرة عن الشركات الصغيرة والمتوسطة خففت كثيرا من القيود الواردة في قواعد القيد بصفة عامة، الأمر الذي يهدف من ورائه المشرع المصري إلى فتح هذا الطريق من طرق التمويل أمام المشروعات الصغيرة والمتوسطة، ولكن الأمر يحتاج للكثير من التخفيف من شروط القيد ببورصة المشروعات الصغيرة والمتوسطة لكي تتمكن مثل هذه المشروعات من سلوك هذا الطريق من طرق التمويل الهامة في مصر. فمثلا ما زالت قواعد قيد واستمرار قيد وشطب الأوراق المالية الصادرة عن المشروعات الصغيرة والمتوسطة تقتضي في المشروع المراد قيده ان يكون قد أصدر القوائم المالية الخاصة بها لسنة مالية واحدة على الأقل سابقة على طلب القيد، وان يكون رأس المال مدفوعا بالكامل^(٢).

وتذليلا لصعوبات قيد مثل هذه المشروعات ببورصة الأوراق المالية فقد صدرت العديد من القرارات من جانب الهيئة العامة للرقابة المالية للتخفيف من متطلبات القيد والتي سنعرض لها في المطلب الرابع من هذا البحث، كما صدر

JACQUILLAT, adopté par l'Assemblée Générale du 11 juin 1998, p. 18.

(١) قواعد قيد واستمرار قيد وشطب الأوراق المالية ببورصة المصرية، قرار مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية رقم ٣٠ لسنة ٢٠٠٢، والمعدل بقرار مجلس الإدارة رقم ٩٤ لسنة ٢٠٠٨ بتاريخ ٢٢/٩/٢٠٠٨، وقرار مجلس إدارة الهيئة رقم ٥٠ لسنة ٢٠٠٩.

(٢) قرار مجلس إدارة الهيئة رقم ٦٢ لسنة ٢٠٠٧ بشأن قواعد قيد الأوراق المالية المصدرة من الشركات الصغيرة والمتوسطة، والمعدل بموجب قرار مجلس إدارة الهيئة رقم ٦٧ لسنة ٢٠١٠.

مؤخرا قرارا من الهيئة (القرار رقم ٧٣ لسنة ٢٠٢٢ بتاريخ ٢٠٢٢/٨/٣١) بالسماح بالقيود المؤقت لحين استيفاء الشركة طالبة القيد، واجاز بدء التداول على اسهمها لحين استيفائها شروط القيد.

والى جانب صعوبة سلوك المشروعات الصغيرة والمتوسطة طريق القيد بالبورصة، فصعب عليها أيضاً عليها سلوك طريق الاقتراض من البنوك، البنوك التى تتطلب من المشروع المراد تمويله، أن يظهر قدرته مقدما على سداد هذه القروض وذلك وفقا لتواريخ استحقاق محددة مسبقا، وأن يقدم ضمانات غالبا ما تشترط البنوك أن تكون أصول المشروع وعاء لها، الأمر الذى لا يتوافر للمشروعات الصغيرة والمتوسطة والتى لا تمتلك أية أصول عند نشأتها.

هذا على خلاف الأمر بالنسبة لصناديق استثمار LBO حيث تشكل القروض أمرا أساسيا فى اتمام عملية تحويل الملكية. وبذلك، إذا وافقت البنوك على التدخل لمنح مشروعات يتم تمويلها بصناديق رأس المال المخاطر، فإنها ستولى اهتماما بالملاءة المالية للمقترض ولا شأن لها بالمشروع، ومن ثم فالنظرة هنا تكون نظرة شخصية، أما اذا تدخلت البنوك، ولا بد أن تتدخل، فى تمويل عملية تحويل ملكية LBO، فهى تنظر إلى الملاءة المالية للمشروع وقدرته على ضخ تدفقات مالية، ولا شأن لها بالملاءة المالية للمقترض، فالنظرة هنا نظرة موضوعية، وذلك لأن البنوك ستحصل على ما تدفعه من قروض من التدفقات المالية للمشروع، أما فى حالة رأس المال المخاطر فالملزم بسداد القروض هو المقترض، وما المشروع الا ضامن لهذا القرض.

والحال هكذا، تشكل صناديق استثمار رأس المال المخاطر الطريق الأنسب لتمويل مثل هذه المشروعات. صناديق رأس المال المخاطر التى تدخل كشريك فى المشروع، ومن ثم فهى ليست دائنا يكون لديها حاجة إلى ضمانات لكى تكتتب فى الأسهم التى سيتم اصدرها من قبل المشروع المراد تمويله،

ضمانات تحتاج إلى أصول تفتقدها المشروعات الصغيرة والمتوسطة، كما أن صاحب رأس المال المخاطر لا يقبل بالعائد الضعيف الذي يمكن أن يدره رأس المال لو أن ما يملكه من أسهم تم قيده في البورصة، وإنما هو عائد يفوق بكثير عائد قيد الأسهم بالبورصة، ومن ثم فهو يخاطر بتمويل مشروعات في بدايتها، فإذا نجحت كانت الأرباح كثيرة لأن المخاطرة كبيرة، أما إذا خسرت هذه المشروعات، فالخسارة أيضاً كبيرة، ولذلك سميت بصناديق رأس المال المخاطر. ولمواجهة المخاطر التي يواجهها مقدموا رأس المال المخاطر ومنا صناديق استثمار رأس المال المخاطر، فغالبا ما يقوم هؤلاء بمفاوضات مع مؤسسي المشروع (أصحاب الفكرة المراد تمويلها)، بمفاوضات يكون الغرض منها:

- ضمان عائد معقول لما يستثمرونه من أموال في تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة، عائد يتم قبضه بالأولوية عن مؤسسي المشروع أو أي دائنين أيا كانوا. ويتضمن هذا العائد في القيمة المضافة الناشئة عن تنمية المشروع والتي لا يمكن تحديدها إلا عند قيام الصندوق ببيع ما يملكه من أسهم وما شابها من أوراق مالية، هذا العائد قد يكون مصحوبا ببعض الأرباح التي يتم توزيعها على الصندوق أثناء مدة بقاءه في المشروع، ولكن تبقى القيمة المضافة هي العائد الذي يبحث عنه الصندوق^(١). وغالبا ما يسعى الصندوق إلى محاولة التمتع بأولوية في قبض هذا العائد. ويتم بلوغ هذا الهدف عن طريق إصدار أسهم ممتازة لصالح مقدمي رأس المال المخاطر. وغالبا ما يتم الاتفاق على الأسهم الممتازة وما تخوله من حقوق تصويت إضافية بالمقارنة بالأسهم العادية^٢، في اتفاقات المساهمين^٣ وليس في النظام الأساسي للشركة

(1) Francois-Denis Poitrinal, Le capital –investissement: guide juridique et fiscal, éd. Revue banque, 2 éd., n 14, p. 29; Carl Crafoord, Créer de la valeur au travers d'une opération de croissance externe: est-ce encore possible? Décideurs: Stratégie Finance Droit, 2007, n 91, pp. 48 et ss.

^٢ انظر ما سبق بند رقم ٥٢.

^٣ انظر ما سيلي.

التي سيتم إنشاؤها فيما بين المؤسسين وأصحاب رأس المال المخاطر من خلال صندوق استثمار رأس المال المخاطر.

واتفاقات المساهمين بين الطرفين، صندوق استثمار رأس المال المخاطر من ناحية، ومؤسسى المشروع المراد تمويله من ناحية أخرى، تغطى كثير من جوانب العلاقة بين الطرفين، منها ما هو مالى (الأرباح، نسبة المشاركة، شروط التنازل عن الحصص)، ومنها ما هو سياسى (كيفية اتخاذ القرارات الإستراتيجية، تعيين أعضاء مجلس إدارة الشركة، الإفصاح)^١. والحقيقة أن آثار مثل هذه الاتفاقات لا تقتصر فقط على موقعها، وإنما يمكن أن تمتد لتغير فى وضع الشركة أو المديرين أو العاملين فى حالة تنفيذها أو حال عدم تنفيذها^(٢). ولكن يظل تنفيذ مثل هذه الاتفاقات صعبا فى مجال سوق الأوراق المالية نظرا لاعتبارات الشفافية التي تفرضها القواعد الحاكمة لسوق رأس المال، ووجود رقيب يراقب مدى تنفيذ القانون، وضرورة حماية المستثمر فى السوق^(٣)، وذلك بوصف أن الشركة التي سيستثمر الصندوق فيها هي شركة رأس مال مخاطر، ومن ثم فهي تعد من الشركات العاملة فى مجال الأوراق المالية، إلى جانب خضوع صناديق استثمار رأس المال المخاطر لقانون سوق رأس المال.

- وإلى جانب الأولوية فى الحصول على الأرباح، فإن صندوق استثمار رأس المال المخاطر كثيرا ما يبحث عن حماية إضافية فى مواجهة المخاطر التي ترتبط مشاركته فى تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة. ولبوغ هذا

^١ انظر ما سيلي بند رقم ١٠٠.

(2) Didier Martin et Guillaume, Propos introductifs, Dossier l'effectivité des pactes d'actionnaires, Bull, Joly Sociétés, juillet-aout, 2011, p. 614.

(3) Didier Martin et Guillaume, L'exécution des pactes sur les marchés, Dossier l'effectivité des pactes d'actionnaires, Bull, Joly Sociétés, juillet-aout, 2011, p. 636.

الهدف، نجد اتجاه هذه الصناديق إلى الاستثمار في الأوراق المالية المهجنة والتي تقف موقفاً وسطاً ما بين الأسهم من ناحية والسندات من ناحية أخرى. والأوراق المالية المهجنة هي الأوراق المالية التي ترتبط في سدادها بسداد ديون أخرى تشغل ذمة الشركة المدينة، ويرتبط بها بعض الخيارات. والحقيقة ان استثمار صندوق رأس المال المخاطر أمواله في شراء أوراق مالية مهجنة (شبه حقوق مساهمين quasi fonds propres) يكون أقل مخاطرة من استثمار أمواله في شراء أوراق مالية تعطى الحق في التصويت أو تملك جزءاً من رأس المال (حقوق المساهمين fonds propres)، وذلك بسبب أن الأوراق المهجنة تعد دينا يجب سداده في النهاية قبل حقوق المساهمين في الشركة، هذا إضافة إلى أنه يمكن تحويلها إلى أسهم إذا توافرت شروط التحويل. ولكن يبقى الاستثمار في هذه الأوراق أكثر مخاطرة من الاقتراض من البنوك، حيث أنها دين يتوقف سداده على سداد الديون المقترضة من البنوك، وهذا ما يبرر ارتفاع معدل الفائدة على رأس المال المخاطر، كما أنه يجعل من الصندوق معنياً بنجاح المشروع المراد تمويله.

اسباب اعتبار صناديق استثمار الملكية الخاصة بصفة عامة صناديق استثمار رأس المال المخاطر بصفة خاصة اداة مناسبة لتمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة، وذلك للأسباب الآتية⁽¹⁾:

١- أن المشروع لا يملك أية أصول مادية، وإنما أصولاً غير مادية تتمثل في الفكرة التكنولوجية التي قام المشروع لوضعها موضع التنفيذ، إلى جانب رأس المال البشري المتمثل في الأشخاص أصحاب الخبرات والكفاءات في مجال نشاط المشروع (اتصالات، نانو تكنولوجي). والحقيقة أن غياب الأصول المادية يشكل عائقاً كبيراً أمام تدخل البنوك لتمويل مثل هذه المشروعات، إذ إن البنوك لا توافق

(1) Antoine Renucci, Innovations financières dans l'industrie du capital-risque, in Private equity et capitalsime français, la Documentation française, 2008, p. 180.

على تقديم القروض بدون ضمانات، ضمانات يتمثل وعاؤها غالبا فى أصول المشروع المادية أو غير المادية مثل الأسم والعلامة التجارية، إلخ. وعلى ذلك، فلا يكون أمام المشروعات الصغيرة والمتوسطة فى مرحلة التأسيس سوى جذب التمويل عن طريق المشاركة فى رأس مال المشروع fonds propres، وهنا يلعب رأس المال المخاطر من خلال صناديق استثمار رأس المال المخاطر دورا مهما فى تمويل مثل هذه المشروعات^(١). وما دامت أن صناديق الاستثمار تتدخل فى تمويل المشروع عن طريق المشاركة، فإنها لا تتمتع بأى حق دائنية فى مواجهة المشروع المراد تمويله، كما أنها لا تستفيد من أية ضمانات، ومن ثم فمن المتصور أن يفقد الصندوق رأس المال الذى استثمره فى المشروع الصغير أو المتوسط، ولذلك سمي برأس المال المخاطر^(٢).

٢- لا يتوافر لدى مؤسسى المشروع سوى خبرات علمية ولكن تنقصهم الخبرة فى إدارة المشروعات، ومن ثم تتدخل صناديق استثمار رأس المال المخاطر لتقدم لهذه المشروعات الدعم الفنى من أجل تبنى إستراتيجية فعالة ومناسبة للمشروع، والدعم المعرفى بتقديم مستشارين فى القانون والتمويل والمحاسبة، وأخيراً الدعم المالى المتمثل فى تقديم الأموال.

٣- وجود مشاكل معلوماتية حادة بين مؤسسى المشروع ومقدمى الأموال اللازمة للتمويل (ومن بينهم بطبيعة الحال صندوق استثمار رأس المال المخاطر)، بالإضافة إلى تعارض فى المصالح فى بعض الأحيان. وبناء

(1) Alain Villemeur et André Alexandre, Le capital-investissement et ses leviers pour accélérer l'innovation, in Private equity et capitalisme français, la Documentation française, 2008, p 221.

(2) Francois-Denis Poitrinal, Le capital-investissement : guide juridique et fiscal, éd. Revue banque, troisième édition, 2007, p. 30.

عليه، فمن المتصور أن يكون بحوزة أحد الطرفين معلومات لا تتوافر للطرف الآخر الأمر الذى يجعل من الصعوبة بمكان القدرة على اتخاذ القرار الاستثمارى. ومن أمثلة هذه المشاكل عدم إمام مقدمى الأموال بقدرة المؤسسين الإدارية على الرغم من توافر القدرة الفنية، كما ان مقدمى الأموال لا يحيطون بموقف المؤسسين بمجرد حصولهم على التمويل اللازم.

ثالثاً: كيفية التقاء صناديق استثمار رأس المال المخاطر بالمشروع الصغير أو المتوسط المراد تمويله

- **تمهيد وتقسيم.** تبدأ عملية التقاء صناديق استثمار رأس المال المخاطر بالمشروع الصغير أو المتوسط المراد تمويله، بمناقشات أولية فيما بين الطرفين، ثم تأتى بعد ذلك خطوة تحديد قيمة المشروع المراد تمويله وذلك تمهيدا لتحديد قيمة الأوراق المالية التى سيكتتب الصندوق فيها، فإذا ما تم الفراغ من هذه الخطوة، يتوجه الصندوق إلى المشروع المراد تمويله بخطاب نوايا يوضح فيه كل الجوانب القانونية والاقتصادية لعملية التمويل المقترحة، وإذا ما نال ما جاء بخطاب النوايا قبول المشروع المراد تمويله، تبدأ مرحلة وضع العملية موضوع التنفيذ. وتجب ملاحظة أن نجاح التمويل عن طريق رأس المال المخاطر من خلال آلية صناديق الاستثمار يشكل، الى جانب المناقشات التى تجرى بين المشروع والممولين، أمراً هاماً فى نجاح عمليات التمويل وزيادة الاقبال على هذا النوع من رأس المال¹.

- **المناقشات الأولية بين المشروع المراد تمويله وصندوق استثمار رأس المال المخاطر.** قلنا أن المشروعات الصغيرة والمتوسطة تحتاج منذ البداية الى

¹ Le succès de capital d'investissement " s'explique certainement par la sélectivite dont font preuve les capitaux-investisseurs dans l'identification des entreprises qu'ils financent, mais il est surtout le reflet du dialogue vertueux qui existe entre les investisseurs et les entrepreneurs, moteurs de la réussite de leurs entreprises": Patrick SAYER, préface de l'ouvrage de François-Denis Poitrinal, Le capital-investissement, guide juridique et fiscal, op. cit., 2007, p. 18.

تمويل عن طريق المشاركة فى رأس المال، وقلنا ايضا ان صناديق استثمار الملكية الخاصة هى صناديق تتخصص فى تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة. وعلى ذلك وفى حالة فشل، وهى غالبا ما تفشل، هذه المشروعات فى الحصول على قروض من البنوك، نظرا لعدم امتلاكها للاصول اللازمة كضمان، تبدأ هذه المشروعات فى البحث عن مستثمرين لديهم استعداد على تحمل بعض المخاطر، ووسيلتها فى ذلك إعداد Business Plan. وعلى ذلك تبدأ المناقشات من وقت قيام المشروع المراد تمويله بإعداد خطة العمل أو الخطة التجارية Business Plan وحتى توقيع خطاب النوايا الموجه من المشروع المراد تمويله إلى صندوق استثمار رأس المال المخاطر.

ويعرف الـ Business Plan بأنه المستند المرجعى الذى يتم إعداده بمعرفة مديرى المشروع المراد تمويله، ويتم من خلاله تقديم المشروع بجوانبه المالية والاقتصادية والقانونية، وبصفة خاصة تحديد آفاق السوق التى سيعمل فيها المشروع الذى سيتم تمويله وذلك من عملاء وموردين ومنافسين، وتحديد مركز وقوة المشروع فى هذه السوق، وبيان إستراتيجية المشروع من أجل تنميته، وبيان الجوانب الفنية للإنتاج، والتوقعات المالية المتعلقة بالمشروع، إلخ.... ويلحق بمستند الـ Business Plan، والذى على ضوئه يؤسس صندوق استثمار رأس المال المخاطر مصلحته فى القيام من عدمه بعملية التمويل، مستند ملحق يتم فيه وصف المشروع من تاريخ التأسيس مع التركيز على التنظيم الداخلى للمشروع والوسائل الفنية والبشرية المتاحة له، إلخ.... ودائما ما يوصى بضرورة صياغة مستند الـ Business Plan لانه يشكل أساساً لعلاقة الثقة المتبادلة

¹ Vanina PAOLI-GAGIN et Véronique de LALANDE, Le capital-Risque: Acteurs, Pratiques, Outils, Gualino éditeur, Paris, 2000, p. 125.

فيما بين صندوق الاستثمار الممول من ناحية ومديرى المشروع المراد تمويله من ناحية أخرى، وكلما كان هناك توازن وانسجام بين ما تضمنه هذا المستند من بنود واتفاقات مع آفاق تنمية المشروع، ومدى قوته أو ضعفه فى مواجهة المنافسين ونتائج المشروع المالية المتوقعة فى المستقبل، كلما كتب لهذا المستند الحياة وكانت هناك فرصة كبيرة لتمويل المشروع بمعرفة صندوق استثمار رأس المال المخاطر. ومن أهم النقاط التى يتناولها الـ Business Plan البند المتعلق بإدارة المشروع، إذ إن نجاح المشروع لا يتوقف فقط على توفير رأس المال، وإنما يرتبط ارتباطاً وثيقاً برأس المال البشرى، ومن ثم يجب أن يتوافر لدى مديرى المشروع الخبرة الفنية والعملية.

وبعد إعداد الـ Business Plan، يبدأ البحث عن مستثمرين فى مجال رأس المال الخاص. وهذا البحث قد يتم بمعرفة مديرى المشروع المراد تمويله بالمشاركة فى رأس ماله، وقد يتم عن طريق وكيل عن هؤلاء المديرين. وفى حالة الرجوع الى وكيل، فيجب تحديد محل الوكالة تحديداً واضحاً فمثلاً يجب ان يتم تحديد المنطقة الجغرافية والقطاع الذى سيبحث فيه الوكيل، نوع المستثمر المراد البحث عنه، والأهم من كل ذلك يجب تحديد نطاق وحدود السلطات التى يتمتع بها الوكيل. وغالباً ما يتم تحديد أتعاب الوكيل بنسبة من مجموع التمويل اللازم للمشروع، على ان يقوم المسئولون عن المشروع المراد تمويله بدفع الدفعة الأولى retainer free.

وسواء تم البحث بواسطة مديرى المشروع المراد تمويله بأنفسهم او بواسطة وكيل، فليزِم الحذر لامكانية إصطدام القائم بالبحث بعدد من النصوص القانونية الحمائية المنظمة لمهنة ما لو أن دور الباحث عن رأس المال الخاص تم تكيفه مثلاً على أنه démarchage أو إكتتاب عام، أو إعطاء نصائح وإستشارات فى مجال الاستثمارات المالية.

فالنسبة لـ démarchage البنكية أو المالية، فهى تعرف بأنها السعى لدى الناس بمنازلتهم لعقد الصفقات التجارية أو بيع الأوراق المالية، أو هى الإتصال

بالناس فى منازلهم دون طلبهم بأى وسيلة من وسائل الإتصال، يستوى أن يكون هذ الإتصال من شخص طبيعى أو شخص إعتبارى، من أجل الحصول على إتفاق بشأن عملية مالية أو نصيحة استثمارية^١. ولكى يكون الشخص démarchage financier يلزم توافر الشروط الآتية:

١- المقابلة يجب أن تتم فى مكان إقامة الشخص أو مكان عمله أو فى أى مكان غير المكان الذى يتم فيه تسويق الاشياء المراد بيعها، -٢ يجب الا يكون الشخص المستهدف من بين المستثمرين المؤهلين الذين عرفتهم المادة ٤١١-٢ ل من القانون النقدى والمالى الفرنسى، -٣ كما يلزم الا تكون الأدوات المالية المراد تسويقها من خلال ال démarchage من الأدوات غير المقيدة ببورصة الأوراق المالية.

ومن خلال هذه الشروط، لا يوجد خطر تكييف دور الوكيل عن المشروع المراد تمويله فى بحثه عن مستثمرين فى مجال رأس المال المخاطر، على أنه démarchage، حيث أن هذا الوكيل على عكس ال démarchage، يبحث عن مستثمرين مؤهلين هو أمر ممنوع على démarchage، كما أن الوكيل يبحث عن مستثمرين للاكتتاب فى أوراق مالية غير مقيدة بالبورصة. ولا يقف الأمر عند ال démarchag ، وإنما تقترب ايضا العملية التى يقوم بها الوكيل عن المشروع المراد تمويله من البحث عن مستثمرين يكتتبون فى

¹ L'article L 341-1 du Code monétaire et financier.

B. Dondero, Le nouveau régime du démarchage bancaire et financier, PA, 14 nov. 2003, n 228; S. Praicheux, Les caractéristiques de l'opération de démarchage bancaire et financier, Banque et Droit, février, 2005, n 99, p. 15; ph. Arestan, L'actualité du démarchage bancaire et financier depuis la loi de securité financière du 1er août 2003, Banque et Droit, mars-avr., 2006, p. 3.

رأس مال المشروعات الصغيرة والمتوسطة، من عملية الإكتتاب العام والتي تعرف بأنها طريقة من طرق التمويل، تهدف الى جمع الأموال من مستثمرين، وذلك بمناسبة تأسيس شركة جديدة أو زيادة رأس مال شركة قائمة.

وفقا للمادة ٤١١-١ ل من القانون النقدي والمالى، نكون بصدد اكتتاب عام فى حالتين: - الأولى فى حالة الإعلان، أيا كان شكله وأيا كانت وسيلته الموجه إلى أشخاص والمتضمن معلومات كافية عن شروط العرض والأوراق المالية محله، وذلك بطريقة تجعل المستثمر قادرا على إتخاذ قرار الشراء أو الاكتتاب فى هذه الأوراق المالية، - أما الحالة الثانية حالة استثمار أوراق مالية بواسطة وسطاء ماليين^١.

وكما هو واضح من هذا التعريف، يشكل الإعلان عنصرا هاما من عناصر عملية الإكتتاب، ومن أهم وسائل الإعلان التوجه للجمهور عن طريق نشرة إكتتاب أو الاعلان فى الراديو أو التلفزيون أو الإعلان بتوزيع كتيبات. هذا كله على خلاف الحال فى حالة الوكيل عن المشروع المراد تمويله المكلف بالبحث عن مستثمرين فى مجال رأس المال المخاطر، حيث أن الاتصال بهؤلاء المستثمرين لا يتطلب أى نوع من أنواع الإعلان، فقد سبق أن عرفنا ال démarchage بأنها الاتصال بالمستثمرين باى وسيلة كانت تحت اى شكل كان. والحال هكذا، فان اى نص يكون خاصا بعملية الاكتتاب ويكون له طابع حمائى، أى هدفه حماية الجمهور، لن يشكل عقبة أمام الوكيل المذكور.

وبناء على ذلك، لن يلتزم الوكيل عن المشروع المراد تمويله بتقديم نشرة اكتتاب توافق عليها هيئة أسواق المال الفرنسية AMF^٢ أو المصرية EFSA،

¹ " L'offre au public de titres financiers est constituée par l'une des opérations suivantes: 1- Une communication adressée sous quelque forme et par quelque moyen que ce soit á des personnes et présentant une information suffisante sur les conditions de l'offre et sur les titres a offrir, de manière á mettre un investisseur en mesure de décider d'acheter ou de souscrire ces titres financiers; 2- Un placement de titres financiers par des intermédiaires financiers".

^٢ ومن المعروف أن نشرة الإكتتاب تحتوى على ثلاثة أجزاء: - يتمثل الجزء الأول فى معلومات خاصة عن المصدر، - والجزء الثانى يغطى العملية التى سيتم تمويلها بحصيلة

كما يجب ان تشتمل هذه النشرة على معلومات نص عليها القانون، وأن يتمتع المصدر عن إستغلال أية معلومات جوهرية خاصة بالإصدار. وفي حالة الاستثمارات الخاصة والتي من بينها صندوق رأس المال المخاطر، لا تكون هناك حاجة الى نشرة اكتتاب وانما مذكرة معلومات تنشر فقط فى أوساط المستثمرين المؤهلين.

وأخيرا يمكن لمقدم نصائح واستشارات فى مجال الاستثمار أن يعمل فى مجال ال démarchage وانما فقط من أجل ان يقترح تقديم نصائح واستشارات استثمارية مالية^١.

ولما كان صندوق رأس استثمار رأس المال المخاطر يتلقى كل عام الكثير من ال Business Plan والذى تتضمن اقتراحات عديدة لمشروعات فى حاجة إلى تمويل وهو ما يطلق عليه حركة أو تدفق الصفقات Deal flow^٢، فإن الصندوق مدعو إلى اختيار الأفضل من بين المشروعات المقترح تمويلها، مع التوصية بتبنى حلول جديدة وبديله لما جاء فى ال Business Plan. ومن أهم المعايير التى يمكن الرجوع إليها لاختيار المشروع الأفضل نذكر التدفقات

الإكتتاب، - واخيرا يحتوى الجزء الثالث على عرض العناصر الأكثر أهمية فى الجزئين المتعلقين بالمصدر وبالعملية المراد تمويلها.

L'article 412-1 du code monétaire et financier: "un document destine á l'information du public, portant sur le contenu et les modalités de l'opération qui en fait l'objet, ainsi que sur l'organisation, la situation financière et l'évolution de l'activité de l'émetteur et des garants éventuels des titres financiers qui font l'objet de l'opération, dans les conditions prévues par le règlement général de l'Autoeité des Marchés Financiers.....".

¹ L'article L 341-3 du code monétaire et financier.

^٢ وهو عدد من ملفات ومشروعات استثمارية يتم اقتراحها على صندوق استثمار الملكية الخاصة. ويتم بحث هذه الملفات والمشروعات من قبل الصندوق، بهدف إختيار افضلها من ناحية الفعالية التجارية، وذلك بعد مقارنتها بالمشروعات والملفات المنافسة.

المالية المتوقعة للمشروع، مدى نضج المشروع وما إذا كان في المرحلة الأولية seed أو في مرحلة الطرح early stage أو في مرحلة بداية النمو later stage، مدى توافق المشروع وقابليته للتمويل برأس مال مخاطر، متوافق وقابل للتمويل برأس مال مخاطر على ضوء الأهداف التي يبحث كل طرف الوصول إليها وبلوغها، حيث إن صندوق استثمار رأس المال المخاطر يركز نظره وهدفه على القيمة المضافة الناتجة عن تمويل المشروع ومقابل مجد للمخاطر المرتبطة بالمشاركة في مشروعات شابة لم تدر بعد دخلا، أما مديري المشروع فيرغبون في تسريع نمو المشروع، وعدم تجاوز حد الديون الآمن الذي يمكن أن يتقبله كاهل المشروع.

وبعد أول اجتماع يتم بين صندوق استثمار رأس المال المخاطر ومديري المشروع المراد تمويله والذي يتم فيه عرض المشروع بكل جوانبه، يتم اتخاذ القرار من جانب الصندوق بمواصلة المغامرة أو التوقف عند هذا الحد. وفي حالة اتخاذ قرار بمتابعة عملية التمويل، اجتماعات أخرى تتم بين الطرفين لبلورة الخطوط الرئيسية لعملية التمويل.

- تحديد قيمة المشروع المراد تمويله، تمهيدا لتحديد قيمة الأوراق المالية التي سيكتتب فيها الصندوق. وهذه هي مرحلة تقييم قيمة المشروع تمهيدا لتحديد سعر الأوراق المالية التي سيكتتب صندوق استثمار رأس المال المخاطر فيها. ويتوقف تحديد هذه القيمة، والتي تكون محل مفاوضات بين الصندوق ومديري المشروع المراد تمويله، على المرحلة التي يوجد بها المشروع وما إذا كانت هذه المرحلة هي المرحلة الأولية أو مرحلة طرح المشروع أو مرحلة بداية النمو. ويتم التقييم إما عن طريق حساب الأرباح الصافية Excedent Brut d'Exploitation أو ناتج الاستغلال Resultat d'Exploitation أو الدخل الصافي Resultat Net⁽¹⁾.

(1) Guide pratique, Le capital développement, Afic, 2007, p. 25.

وبغض النظر عن الطريقة المتبعة لتقييم المشروع، فإن المشروعات التى يراد تمويلها برأس المال المخاطر هى مشروعات تتميز بقلة حقوق المساهمين fonds propres وضعف رقم الأعمال، وغياب التاريخ إذ إن رأس المال المخاطر يمول المشروعات الشابة، كما تتميز بعدم التأكد والشك فى مدى نمو المشروع، ومتى سيدر دخلا، وحجم التمويل اللازم. والذى يدعو إلى تدخل رأس المال المخاطر من خلال صندوق استثمار رأس المال المخاطر فى تمويل مشروعات تتميز بهذه الصفات غير الجيدة، هو تحقيق قيمة مضافة عن طريق ضخ أموال لتنمية المشروع^(١).

وعلى صندوق استثمار رأس المال المخاطر، عندما يقرر الموافقة على التمويل وحجمه، أن يأخذ فى حسبانته ان ملكية المشروع قد لا تكون له وحده بالمشاركة مع المساهمين المؤسسين، وإنما قد يوجد مساهمون آخرون بخلاف المساهمين المؤسسين. والحال هكذا، فإن صندوق استثمار رأس المال المخاطر يصبح مساهما فى المشروع جنبا إلى جنب مع المستثمرين الموجودين، ومن النادر أن يدخل الصندوق بديلا لمستثمر موجود، وذلك على خلاف صندوق استثمار رأس مال تنمية المشروع Fonds commun de développement الذى غالبا ما يحل محل مساهم موجود بالفعل، على نحو ما سنرى فيما بعد^(٢). كما يجب على الصندوق أن يأخذ فى حسبانته أن ضخ أموال جديدة فى المشروع المراد تمويله، من شأنها أن تمنحه بعدا جديدا، الأمر الذى يستلزم إعادة

(1) Carl Crafoord, Créer de la valeur au travers d'une opération de croissance externe: est-ce encore possible? Décideurs: Stratégie Finance Droit, 2007, n 90, pp. 48 et ss; Charles Diehl, La croissance externe nous permet de faire croître rapidement nos participations, Décideurs: Stratégie Finance Droit, 2007, n 90, pp. 41 et ss.

(٢) انظر ما سيلي بند رقم ١١٢ وما يليه.

صياغة أهداف المشروع واستراتيجيته وتنظيمه. ولكن يجب على الصندوق إما أن يضح في المشروع المراد تمويله الأموال اللازمة، وإلا امتنع عليه عرقلة دخول مستثمرين جدد يوفرون الأموال التي يحتاجها المشروع.

ويجب، لضمان نجاح عملية التمويل بواسطة صندوق استثمار رأس المال المخاطر والذي يستهدف ليس الحصول على الأرباح وإنما يرنو إلى القيمة المضافة التي ستولد عن تنمية المشروع^(١)، إيجاد آليات تجعل من المساهمين المؤسسين وغيرهم من المساهمين مهتمين بنجاح المشروع ومعنيين بهذا النجاح. والحقيقة أن القانون الفرنسي يتضمن، في هذا الصدد، عددا من الآليات القانونية، منها ما يتعلق بزيادة الحوافز المالية (علاوات bonus، منح وجوائز primes، ومن هذه الآليات ما يسمح للمساهمين المؤسسين وغيرهم بالمشاركة في جزء من عوائد المشروع ومن أبرز الآليات في هذا الصدد هي الحصص التي يطلق عليها parts de carried interest وهذه الحصص هي طائفة من الحصص يتم حجزها لصالح أعضاء إدارة المشروع، وهي حصص تسمح لهؤلاء بالمشاركة في القيمة المضافة للمشروع عند التخارج، وغالبا ما يتم وصفها في نشرة الأكتتاب كباقي الحصص، ولا يجوز لمالكها التصرف فيها حتى نهاية المشروع، كما أن سداد قيمتها يكون بعد سداد قيمة باقى الحصص الأخرى، كما يجب ان تكون لهذه الحصص مزايا مالية وضرائبيه^٢.

وبالإضافة الى ذلك، يوجد أيضا من الآليات القانونية ما يعطى الحق لتملك جزء من رأس مال المشروع إذا ما توافرت شروط معينة: خيارات الاكتتاب أو شراء الأسهم، الأسهم المجانية، سندات الاكتتاب في حصص التأسيس المصدرة

(1) Carl Crafoord, Créer de la valeur au travers d'une opération de croissance externe: est-ce encore possible? Décideurs: Stratégie Finance Droit, 2007, n 90, pp. 48 et ss.

2 Bernard Daugeras, Le financement de la création et de la croissance des "start-up" de technologie, in Private equity et capitalisme français, La Documentation française, Paris, 2008, p. 299.

عن المشروع المراد تمويله bons de souscription de parts de créateurs d'entreprise (BEPCE)، أو كوبونات الاكتتاب فى الأسهم (BSA) أو نظام الادخار فى المشروع (PEE) plan d'épargne entreprise، أو حصص بالعمل (1)apports en industrie. وتتدرج كل هذه الآليات التى تجعل من مؤسسى المشروع المراد تمويله معنيين بنجاح المشروع، تحت ما يسمى stock options، وهى تستخدم للدلالة على الحقوق التى تخول تملك جزء من رأس المال التى يتم إصدارها فى إطار خطة جعل المؤسسين معنيين بنجاح المشروع plan d'interressement أو للإشارة إلى الآلية القانونية لخيارات الاكتتاب أو شراء الأسهم.

والحقيقة أن من شأن هذه الآليات القانونية التى تهدف إلى جعل المؤسسين للمشروع المراد تمويله والمساهمين فيه معنيين بنجاحه، تحفيز هؤلاء وجذب أصحاب الخبرات فى المشروعات محل التمويل، ولكن هذا التحفيز يجب ألا يصل إلى وضع هؤلاء المستثمرين على قدم المساواة مع صندوق استثمار رأس المال المخاطر وغيره من المشاركين فى رأس مال المشروع، حيث إن مقدمى التمويل يسعون إلى القيمة المضافة الناتجة عن تنمية المشروع، ومن ثم فهم يحملون أسهماً ممتازة تعطى أولوية لهؤلاء فى فائض القيمة هذا، ولا يكون للمساهمين المؤسسين سوى الحق فى الأرباح والإدارة وما تبقى صافياً من

(1) Philippe Merle, Droit commercial : sociétés commerciales, Dalloz, 12 éd., 2008, n 267, pp. 301 et ss; Alain Couret, Hervé Le Nabasque, Marie-Laure Coquelet, Thieery Granier, Didier Poracchia, Arnaud Raynouard, Arnaud Reygrobellet et David Robine, Droit financier, Dalloz, 2 éd., 2012, n 482, pp. 326 et ss.

الأموال، وذلك أن ما يحوزه هؤلاء لا يكون إلا أسهم عادية ومن ثم فهي تعطى حقوقاً عادية.

- خطاب النوايا الموجه من صندوق استثمار رأس المال المخاطر إلى المشروع المراد تمويله. وإذا كان الـ Business Plan يتم توجيهه من المشروع المراد تمويله إلى صندوق استثمار رأس المال المخاطر، فإن خطاب النوايا lettre d'intention يتم إرساله من صندوق استثمار رأس المال المخاطر إلى المشروع المراد تمويله. وغالبا ما يتضمن خطاب النوايا المبادئ الرئيسية والشروط الاقتصادية والقانونية لعملية التمويل والتي استخلصها الصندوق من مرحلة المناقشات بين الطرفين، وهو يأتي على غرار الـ Business Plan المعد بمعرفة المشروع المراد تمويله. والهدف من وراء هذا الخطاب هو إيجاد تفاهم مشترك بين الطرفين على الخطوط العريضة لعملية التمويل، وذلك كله قبل وضع العملية موضع التنفيذ.

ويجب الأخذ في الاعتبار أن توقيع الخطاب لا يعنى التزام الأطراف بتنفيذ عملية التمويل، وإنما يقتصر أثره على التزام الطرفين بمواصلة التفاوض بحسن نية بقصد التوقيع على اتفاق نهائى يتضمن التزام الطرفين بتنفيذ عملية التمويل. وتقاديا لأى قطع يتصف بالتعسف من جانب المشروع المراد تمويله، وذلك بعد أن يكون صندوق الاستثمار قد قطع شوطا كبيرا فى المفاوضات وتكبد الكثير من النفقات، فيمكن الرجوع إلى شرط يسمى Break up fee، وبمقتضى هذا الشرط يتقضى صندوق استثمار رأس المال المخاطر قطع المشروع المراد تمويله للمفاوضات بإرادته المنفردة، وذلك بالتحديد المسبق لقيمة التعويض المستحق والناشئ عن القطع المتعسف للمفاوضات، تعويض غالبا

ما يكون مساويا لمقدار المبلغ المحدد مسبقا من قبل الصندوق والذي سينفقه على المفاوضات^(١).

وحتى فى حالة غياب مثل هذا الشرط Break up fee، فإذا كان من المبادئ المستقرة مبدأ الحرية التعاقدية الذى بموجبه يستطيع الشخص أن يتعاقد أو لا يتعاقد، ويتفرع عن هذا حرته فى البدء فى مفاوضات أو عدم البدء، وحرية قطعها اذا كان قد بدأها، فان ثمة مبدأ آخر مستقر أيضا هو مبدأ عدم التعسف فى استعمال الحق، فاذا كان لصندوق استثمار راس المال المخاطر أو المشروع المراد تمويله، حق قطع المفاوضات، الا ان هذا الحق يجب الا يشكل تعسفا، فيعد خطأ تقصيرا يسأل من قام به مسئولية تقصيرية^٢. ويلاحظ أن معيار الخطأ فى قطع التفاوض هو إنعدام المبرر المشروع، فإذا لم ثمة مبرر مشروع لقطع المفاوضات، فإن هذا القطع يعد خطأ لمنافاته لقواعد حسن النية والامانة فى التفاوض، أما إذا وجد هذا المبرر، فلا نكون بصدد خطأ حتى ولو أضر من جرائه المتفاوض الآخر، والأمر فى النهاية يقاس بميعار موضوعى

(1)Jeremy Coller, Les conventions de break up fees, Quand l'acheteur verrouille sa cible, Décideurs: stratégie Finance Droit, 2007, n 88, pp. 28 et ss.

² " Si la liberté est le principe dans le domain des relations précontractuelles, y compris la liberté de rompre á tout moment les pourparlers, il n'en est pas moins vrai que lorsque ces derniers ont atteint en durée et en intensité un degré suffisant pour faire croire légitimement á une partie que l'autre est sur le point de conclure et, partant, pour l'inciter á certaines dépenses, la rupture est alors fautive, cause un préjudice et donne lieu á réparation", Cass. com. 20 mars 1972, JCP G, 1973, II, 17543.

ومن الواضح أن محكمة النقض الفرنسية قد أخذت بميعار إنعدام المبرر المشروع للقول بوجود خطأ فى قطع المفاوضات.

وليس بمعيار شخصى بعيدا عن الهوى أو الهزل أو الظروف الشخصية للمتفاوض^١.

وبما أن التمويل عن طريق رأس المال المخاطر من خلال صندوق استثمار رأس المال المخاطر، يترتب عليه دخول مستثمرين جدد أو مساهمين جدد إلى جانب المساهمين المؤسسين والمساهمين الموجودين، فيجب أن يتضمن خطاب النوايا كيفية إدارة الشركة التى تبقى لصالح المساهمين المؤسسين، من حيث تشكيل مجلس الإدارة وكيفية اتخاذ القرارات الإستراتيجية، وذلك إلى جانب تحديد ما يمكن نقله من معلومات إلى صندوق استثمار رأس المال المخاطر كمساهم جديد. وبالإضافة إلى ذلك كله، يجب أن يشتمل خطاب النوايا على نسبة صندوق استثمار رأس المال المخاطر فى رأس مال المشروع.

- **بداية وضع عملية التمويل موضع التنفيذ.** ويتوقع خطاب النوايا من قبل الطرفين، يتم الانتقال إلى مرحلة بداية تنفيذ عملية التمويل. وتتمثل هذه البداية فى الدخول فى مرحلة الـ *due Diligence* والتى لا تبدأ إلا إذا اتفق الطرفان على المسائل الرئيسية للعملية: حجم المبالغ اللازمة للتمويل، تقييم المشروع كخطوة أساسية لتحديد سعر الأسهم المصدرة عن المشروع، الإخراج المالى للعملية، الشروط الواردة باتفاقات المساهمين. وخلال هذه المرحلة يقوم مجموعة من المتخصصين فى المجال القانونى والمحاسبى والتمويلى، بالنيابة عن صندوق استثمار رأس المال المخاطر، بالبحث والتحرى عن المشروع المراد تمويله بصفة عامة، وعن مديرى المشروع وقطاع النشاط الذى يعمل فيه المشروع. ويتم هذا البحث والتحرى على ضوء المعلومات المرسله من مديرى المشروع إلى صندوق استثمار رأس المال المخاطر.

ويلعب *due Diligence* دورا مهما فى مجال تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة عن طريق رأس المال المخاطر، وذلك من خلال صندوق استثمار

^١ د. رجب كريم عبد اللاه، التفاوض على العقد، دراسة تأصيلية تحليلية مقارنة، دار النهضة العربية، رسالة دكتوراة جامعة القاهرة، ٢٠٠٠، ص ص ٥٩٥، ٥٩٦.

رأس المال المخاطر، وذلك لأنه يسمح لصندوق استثمار رأس المال المخاطر بالإحاطة بكل جوانب المشروع المراد تمويله، كما أنه يسمح لمديرى المشروع بالوقوف على حقيقة مدى تقدم المشروع ونموه فى ضوء الرأى الذى ينتهى إليه الخبراء، وما هى نقاط قوته ونقاط ضعفه، لتدعيم الأولى ومحاولة معالجة الثانية. والأهم من كل ذلك، أن الـ due Diligence يؤسس لعلاقة مشاركة صحيحة شفافة ومفيدة.

ولما كان من الممكن استثمار صندوق استثمار رأس المال المخاطر فى أوراق مالية مقيدة بالبورصة، فإن عملية الـ due Diligence التى تجرى على شركات مقيدة بالبورصة غالبا ما تكون قصيرة وغير مكتملة، ويرجع ذلك خضوع الإفصاح التى تلتزم به الشركات المقيدة لقيود وأحكام يجب على الشركة مراعاتها^(١)، كما أن هناك معلومات يحظر استخدامها أو استغلالها أو تداولها وإلا طبقت على المخالف عقوبات جنائية^(٢) وأخرى إدارية، وهذه المعلومات هى المعلومات الجوهرية des informations privilégiées^(٣).

(١) مثال ذلك ما تنص عليه اللائحة العامة لـ AMF:

" Tout émetteur ou toute autre personne agissant pour le compte de celui-ci qui prépare une opération financière susceptible d'avoir une incidence significative sur le cours d'un instrument financier ou sur la situation et les droits des porteurs de cet instrument financier doit, dès que possible, porter à la connaissance du public les caractéristiques de cette opération" et "Si la confidentialité est momentanément nécessaire à la réalisation de l'opération et si l'émetteur et la personne mentionnée à l'alinéa précédent sont en mesure de préserver cette confidentialité, elles peuvent prendre la responsabilité d'en différer la publication".

(٢) انظر المادة ٤٦٥-١-٢ من القانون النقدى والمالى الفرنسى والمادة ٦٤ من قانون سوق رأس المال المصرى الصادر بالقانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢.

(٣) وقد عرفت المادة ٣١٩ من قانون سوق رأس المال الصادر بالقانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ بأنها: "المعلومة أو المعلومات التى يكون لها تأثير ملموس على سعر الورقة

وإذا أسفر الـ due Diligence عن وجود تفاوت بين النتائج التي تم التوصل إليها من خلال البحث والتحري، وبين ما أفصح عنه الطرفان، الصندوق من الناحية والمساهمين المؤسسين في المشروع المراد تمويله، فيكون عندئذ من الممكن إجراء بعض التعديلات لمعالجة مثل هذا التفاوت. وإذا فشل الطرفان في هذه المعالجة، فمن الممكن تعليق العملية، بل يمكن إلغاؤها كلية.

وبالعكس إذا ما أسفر الـ due Diligence عن تطابق الواقع مع ما تم الإفصاح عنه عن المشروع المراد تمويله والصندوق الذي سيقوم بالتمويل، يقوم الصندوق بتوجيه إيجاب إلى الشركة المراد تمويلها يتضمن عرضاً بتقديم التمويل اللازم. وإذا ما صادف هذا الإيجاب قبولاً من جانب المشروع المراد تمويله، انعقدت العملية، وأصبح كل طرف محملاً بمجموعة من الالتزامات، التزامات ترد في مجموعة من المستندات القانونية التي يتم توقيعها بين الطرفين. ويأتي على رأس هذه المستندات اتفاق المساهمين *pacte d'actionnaire*، وذلك إلى جانب بروتوكول الاستثمار الذي يتضمن الأهداف المراد بلوغها، أحكام الاستثمار الذي سيقوم به صندوق استثمار رأس المال

المالية المطروحة أو القابلة للتداول، أو تأثير على القرارات الاستثمارية للمتعاملين عليها أو تأثير على اتجاهات التعامل في السوق. وتصيح المعلومة الجهرية معلنة، عندما يتم اتاحتها لجمهور المتعاملين في وقت واحد وبذات الطريقة وفقاً للقواعد والإجراءات الحاكمة والمنظمة للإفصاح بالبورصة".
وقد عرفها الفقه الفرنسي بانها:

" Constitue une information privilégiée une information précise qui n'a pas été rendue publique, qui concerne directement ou indirectement, un ou plusieurs émetteurs d'instruments financiers, ou un ou plusieurs instruments financiers, et qui si elle était rendue publique serait susceptible d'avoir une incidence sensible sur le cours des instruments financiers concernés ou le cours d'instrument financiers qui leur sont liés".

Alain Couret, Hervé Le Nabasque, Marie-Laure Coquelet, Thierry Granier, Didier Poracchia, Arnaud Raynaud, Arnaud Reygrobellet et David Robine, Droit financier, Dalloz, 3 ed., n 1427, p. 1056.

المخاطر، مع بيان التزامات كل طرف، كما يوقع الطرفان اتفاقات تنظم تنازل أى من المساهمين عن مشاركته المالية فى المشروع، وإعداد نشرة الاكتتاب فى الأوراق المالية التى سيكتتب الصندوق فيها. ولأهمية اتفاقات المساهمين، سنتناولها بالتفصيل على النحو التالى.

- **اتفاقات المساهمين pacte d'actionnaires**. عقد شركة المساهمة ونظامها الاساسى هما الدستور الذى يحكم الشركة داخليا فى علاقات المساهمين بعضهم البعض، كما يحكمها خارجيا فى علاقات الشركة بالاغيار الذين تتعامل معهم. ولكن ونظرا للتطور الذى دخل على التشريعات التى تحكم الشركات التجارية والذى أفسح المجال للحرية التعاقدية، ظهر ما يسمى باتفاقات المساهمين ينظم بموجبها المساهمين بعض الأمور التى لا يريدون تنظيمها أو النص عليها فى النظام الاساسى للشركة، وذلك لإعتبارت السرية أو لعدم إنضمام كل المساهمين إلى مثل هذه الاتفاقات.

وقد ساعد على إنتشار مثل هذه الاتفاقات، إلى جانب ما ذكر سلفا، هو بداية أقول مبدأ الإعتبار الشخصى لصالح الإعتبار المالى ليس فقط فى مجال شركات الأموال وانما ايضا فى مجال شركات الاشخاص، وذلك بفعل ما تفرضه البيئة الدولية من إعتبارات والميل التشريعى، والذى ظهر جليا من الاصلاح التشريعى الذى قام به المشرع الفرنسى فى مجال الأوراق المالية وكرس بموجبه مبدأ الحرية التعاقدية فى مجال إصدار اوراق مالية تعطى تصويتا مزدوجا أو تخول أولوية فى الأرباح أو أولوية فى الحصول على ما يخص المساهم من ناتج التصفية¹.

1 Alain Couret, Herve Le Nabasque, Marie-Laure Coquelet, Thierry Granier, Didier Poracchia, Arnaud Raynouard, Arnaud Reygrobellet et David Robine, Droit financier, Dalloz, 1er édition, 2008, n 375, p. 251.

وقد كان محصلة كل ذلك حق المساهمين أو بعضهم في تنظيم علاقاتهم الناشئة عن مساهمتهم في الشركة، بعيدا عن النظام الأساسي ولكن في حدود القانون. ويجب ملاحظة أن هذه الاتفاقات لا تسرى الا في مواجهة الأطراف الموقعين عليها تطبيقا لمبدأ نسبية أثر العقد ولا تسرى على غيرهم من المساهمين غير الموقعين على الاتفاق أو الشركة ذاتها، هذا على عكس النظام الأساسي الذي يطبق على كل المساهمين ويمكن الإحتجاج به في مواجهة الغير. كما يجب ملاحظة أن في حالة التعارض فيما بين نص في اتفاق مساهمين مع نص في النظام الاساسي، فالأولوية تكون للنظام الأساسي، فهذا الأخير هو الدستور الذي يحكم المساهمين، وأي اتفاق بين بعض المساهمين يخالف هذا النظام يكون غير قابل للتطبيق¹.

ورغم الخلاف حول صحة مثل هذه الاتفاقات وتباين مواقف كل من الفقه والقضاء في علاقة إتفاقات المساهمين بالنظام الأساسي للشركة وإيهما يعلو على الآخر، فقد انتشرت هذه الظاهرة وحققت نجاح منذ عام ١٩٧٠. ويرجع ذلك الى السرية التي تحقها هذه الاتفاقات، هذا إضافة الى أنه لا يربط ولا يلزم كل المساهمين، وإنما يلزم بعضهم².

إن آلية اتفاقات المساهمين من الآليات القانونية التي يكثر الرجوع اليها في مجال مشاركة رأس المال الخاص، من خلال آلية صناديق الاستثمار، في تمويل تأسيس المشروعات الصغيرة او المتوسطة (رأس المال المخاطر) أو تمويل توسعات مشروعات قائمة (راس مال تمويل المشروعات القائمة وتنميتها) أو تحويل ملكيتها (LBO). ويرجع السبب في ذلك الى أنه ينجح في المزاجه بين المتناقضات، اذ أنه ينظم المشاركة في رأس مال المشروع مع استبعاد جزء كبير من المخاطرة الناشئة عن مثل هذه المشاركة، كما أنها توضح المشاركة

¹ Cass. com, 2 juin 1987, Revue sociétés, 1988, p. 223, note J Mestre.

² F. Garrouste, Les capital-risqueurs adoucissent leurs pactes d'actionnaires, Option, Finance, n 698, 2002, pp. 19-20.

بأقلية فى رأس المال مع منح المستثمر صاحب هذه الأقلية حقوق مدعومة، أحيانا تكون اقوى من الحقوق التى تتمتع بها الأقلية ، سواء على المستوى المالى أو المستوى السياسى¹.

وبناء على ما سبق، يعد اتفاق المساهمين الذى يبرم بجانب النظام الأساسى للشركة فى مجال مشاركة صناديق استثمار الملكية الخاصة private equity مستندا مهما، ينظم التعايش فيما بين المساهمين، بما فيها صندوق الاستثمار ويحدد قواعد تعديل تقسيم رأس مال الشركة حتى بلوغ الهدف المرجو ألا وهو القيمة المضافة التى يسعى إلى تحقيقها صندوق رأس المال المخاطر. وفى مجال تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة بمعرفة صناديق استثمار رأس المال المخاطر، فإن اتفاق المساهمين هذا غالبا ما يسند إدارة المشروع ليس للمساهمين برأس المال المخاطر (والصندوق هو أحد هؤلاء المستثمرين فى الشركة أو المشروع المستهدف بالتمويل)، وإنما للمساهمين القدامى.

والحال هكذا، فحول هذه الاتفاقات تنتظم العلاقة فيما بين صندوق استثمار رأس المال المخاطر بوصفه شريكا فى رأس المال من ناحية، والمساهمين القدامى والمؤسسين للشركة المراد تمويلها من ناحية أخرى. ويطلق على اتفاق المساهمين فى مجال عمليات التمويل باستخدام رأس المال المخاطر الذى يعمل من خلال آلية صندوق الاستثمار، بأنه اتفاق يكون بحجم العملية (sur

1 " d'associer les contraires: organiser une prise de participation en capital en éliminant une grande parties des risques financiers qui doivent normalement en découler, formaliser une prise de participation minoritaire en accordant á l'investisseur des droits renforcés, parfois supérieurs á ceux des majoritaires, tant en termes financiers que politiques":

J.-J. Daigre, Les pactes d'actionnaires accompagnant les opérations de capital investissement, Option Finance, n 257, 3 mai 1993, p. 30.

(mesure)، إذ إنه يأخذ في حسابه حاجات كل عملية تمويل، ويعكس كل ما تم التوصل إليه من خلال المفاوضات بين الطرفين، وذلك كله في حدود القوانين واللوائح وما يتضمنه النظام الأساسي للشركة المستهدفة بالتمويل^(١). ومن أبرز الشروط التي تظهر في اتفاق المساهمين هو شرط الاسترداد أو الشفعة أو الأفضلية clause de préemption، والهدف من وراء هذا الشرط هو السماح لكل المساهمين في الشركة المستهدفة بالتمويل أو لبعض من بينهم الاستحواذ على أسهم الشركة المعروضة للبيع بالأولية عن غيرهم. ويترتب على شراء بعض الأسهم إعمالاً لهذا الشراء، زيادة حصة المساهم المستفيد من الشرط في رأس مال الشركة المستهدفة بالتمويل، أو على الأقل المحافظة على التوازن بين مجموعات المساهمين داخل الشركة. وفي إطار تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة برأس المال المخاطر من خلال آلية صناديق الاستثمار، فإن المساهمين الذين لهم الأولوية للاستفادة من الشرط المذكور هم المستثمرون من حملة رأس المال المخاطر، ثم يأتي في مرتبة تالية لهم المساهمون من المديرين في المشروع أو في الشركة محل التمويل^(٢).

(1) Vanina PAOLI-GAGIN et Véronique DE LALANDE, Capital-risque, Bulltin Joly bourse, 2004, n 71, p. 29

(2) "Tout transfer de valeur mobilières de la société, par un actionnaire du Groupe B a un tiers non actionnaire de la société, est soumis au droit de préemption dans les conditions ci-après visées.

Le droit de préemption s'exerce en priorité au profit des actionnaires du Groupe A, puis, le cas échéant, au profit des actionnaires du groupe B.

Les demandes d'exercice du droit de préemption sont traitées de la manière suivante:

-Chacun des actionnaires du groupe A a droit à un nombre de valeurs mobilières calculé au prorata du nombre d'actions qu'il détient par rapport au nombre total d'actions du groupe A.

-Si le nombre total de valeurs mobilières que les actionnaires du groupe A entendent préempter est supérieur ou égal au

المطلب الثالث

الشركات المؤسسة لغرض وحيد هو الاستحواذ والاندماج **SPACS (Special Purpose Acquisition Companies)**

١- تعريف ال SPAC . شركة الغرض الواحد بقصد الاستحواذ والاندماج
والتي تعرف باسم SPAC Special Purpose Acquisitions

nombre total de valeurs mobilières que l'actionnaire du groupe B envisage de transférer. Il sera procédé entre eux à une répartition à l'amiable ou, à défaut, au prorata du nombre d'actions qu'ils détiennent par rapport au total d'actions du groupe A.

- Si le nombre total de valeurs mobilières que les actionnaires du groupe A souhaitent préempter est inférieur au nombre total de valeurs mobilières que l'actionnaire du groupe B envisage de transférer. Les actionnaires du groupe A seront réputés avoir renoncé à exercer leur droit de préemption sur les valeurs mobilières et les actionnaires du Groupe B pourront exercer leur droit de préemption conformément à l'Article 2.2.6. ci-après.
- Si le nombre total de valeurs mobilières que les actionnaires du groupe B entendent préempter est supérieur ou égal au nombre total de valeurs mobilières que l'actionnaire du groupe B envisage de transférer, Il sera procédé entre eux à une répartition à l'amiable ou, à défaut, au prorata du nombre d'actions qu'ils détiennent par rapport au nombre total d'actions du groupe B.
- Si le nombre total de valeurs mobilières que les actionnaires du groupe A souhaitent préempter est inférieur au nombre total de valeurs mobilières que l'actionnaire du groupe B envisage de transférer, Les actionnaires du groupe A seront réputés avoir renoncé à exercer leur droit de préemption sur les valeurs mobilières et le transfert envisagé peut être réalisé, sous réserve de la mise en oeuvre éventuelle des dispositions de l'article 4 et de sa réalisation dans un délai de 90 jours à compter de la notification visée à l'article 2.2.3 ci-après.

Companies هي شركة ليس لها أي عمليات أو أنشطة سوى انها تسعى للقيد بالبورصة تمهيدا لطرح اسهم جديدة بقصد زيادة رأسمالها وذلك للحصول على الأموال اللازمة للاستحواذ على شركة أو أكثر من الشركات غير المقيدة بالبورصة والتي تعمل في مجال نشاط معين وتتميز بقابليتها للنمو ثم الاندماج فيها. ويتم تأسيس هذه الشركة بواسطة مؤسسين أو رعاة متخصصين ولديهم الخبرة في قطاع نشاط معين وذلك بالتعاون مع مستثمرين الذين يشكلون مع المؤسسين المساهمين في الشركة، حيث يتولى المؤسسون تأسيس الشركة اما المستثمرين فهم المكتتبون في اسهم الشركة بعد قيدها بالبورصة.

وقد نشأ هذا النوع من الشركات بالولايات المتحدة الامريكية تحت اسم شركات الشيكات على بياض¹ Blank Check Companies وذلك لغرض وحيد هو الاستحواذ أو اندماج شركات مستهدفة من الشركات الناشئة وبصفة خاصة في مجال التكنولوجيا والتقنيات الرقمية، عن طريق تأسيس شركة من المؤسسين (المساهمين الرئيسيين) كشركة رأس مال مخاطر، ويولي ذلك طرح أسهم زيادة رأس المال بالاكتتاب العام و/أو طرح خاص، ويتم استخدام حصيلة الاكتتاب بعد ذلك، بالاستحواذ على واحدة أو أكثر من الشركات أو المشروعات بعد الاكتتاب.

وقد سميت شركات الشيك على بياض نظرا لأنها ليس لها اية أنشطة أو عمليات بخلاف خطط عرضها العام من خلال القيد بالبورصة لجمع الاموال اللازمة للاستحواذ على شركة اخرى ثم الاندماج معها، كما انها ومن على جانب اخر لا تقدم عادة للمستثمرين بها اي وعود خاصة بالنتائج المالية او الاقتصادية للشركات المستهدف الاستحواذ عليها.

¹ انظر في تطور هذا النوع من الشركات:

PH. TOMAS, Special Puipose acquisition companies – Bientôt des special Purpose Acquisition Companies en France ? Rev.de Droit bancaire et financier n2, 10 mars 2016 spéc. n 3.

² Guillaume Dolidon et Lou Recht, Et si la pérenté des SPAC passait par la France ? La Tribun du 4 novembre 2021. Dolidon partners, 2021

وعلى ذلك يضم هذا النوع من الشركات نوعين من المساهمين : المؤسسين او
الرعاة من ناحية والمستثمرين من ناحية اخرى^١.

والمؤسسون هم الذين يتولون تأسيس الشركة SPAC مع تحمل الاعباء
المالية اللازمة للتاسيس. ويشاركون فى راس مال الشركة عن طريق تملك عدد
من الاسهم او الاوراق المالية المركبة ويطلق على مجموع ما يملكونه من
اسهم اسم Promote²، ويتم الاكتتاب فى ال Promote بسعر يتراوح من ٢
: ٣٪ من سعر الاكتتاب فى الاسهم الجديدة التى تصدرها الشركة بعد قيدها
ببورصة الاوراق المالية، ويشكل ال Promote ما يقرب من ٢٠٪ من راس
مال الشركة SPAC. وتجب ملاحظة انه على الرغم من قيد الشركة
بالبورصة، الا انه لا يتم قيد ال Promote ولا تتحول الى اسهم عادية مقيدة
الا بعد الاستحواذ على الشركة المستهدفة. وتختلف الشروط والاحكام التى
تنطبق على ال Promote من حالة الى اخرى بحسب شروط السوق القائمة
وقت قيد الشركة SPAC بالبورصة^٣.

وعند قيد الشركة SPAC بالبورصة، يشارك المستثمرون فى راس مال
الشركة عن طريق تملك ما يطلق عليه Units اى عدد من الوحدات تتكون كل
وحدة من بينها من عدد من الاسهم و عدد من الادوات المالية يتم قيدها ايضا
ببورصة الاوراق المالية على غرار الاسهم يطلق عليه اسم Warrant^٤. هذا

¹ Levée de fonds et SPAC – Avocats d'affaires. cet article est disponible sur le site internet: rwww,bm,legal/2019/08/03/levee-de-fonds-et-spac/,

² Special Purpose Acquisition Company, cet article est disponible sur le site internet: Wikipedia.org/wiki/Special_Purpose_Acquisition_Company

³ Rapport, Paris: place financiere en premiere ligne pour les SPAC, le Club des juristes, DECEMBRE 2021, pp.7 et ss.

^٤ كلمة Warrant هنا لا تعنى معناها المقصود فى القانون المالى والتى تعنى ضمان، وانما هى عبارة عن كوبون او شهادة تعطى الحق فى الاكتتاب فى اسهم زيادة راس مال ال SPAC فى المستقبل بشروط محددة سلفا. ولكى يمكن اصدار هذا النوع من الكوبونات او

الآخر يمكن استغلالها أو الاستفادة منه (أي الحصول على سهم) خلال مدة من ٣ إلى ٥ سنوات من تاريخ الاستحواذ على الشركة المستهدفة، ولا يقتصر تملك ال Units على المستثمرين، وإنما يمكن للمؤسسين تملكها عند قيد الشركة بالبورصة بنسبة لا تتعدى ٢٪ من حصيلة الاكتتاب عند زيادة رأس مال الشركة SPAC . ونظرا للوضع الخاص للمؤسسين، فغالبا ما يحظر عليهم التصرف أو التنازل عما يملكونه من Units أو Warrant خلال مدة محددة تمتد إلى سنة من تأسيس الشركة SPAC أو حتى يتجاوز رأس مال الشركة حدا معيناً^١.

وبتمام قيد الشركة ببورصة الأوراق المالية، فيتم التداول على أسهمها بالبورصة عادة بسعر يقارب سعر عرضها العام IPO، على أن يتم وضع حصيلة الأموال المكتتب فيها التي يدفعها المساهمون من المستثمرين مقابل ما يحصلون عليه من سهم في حساب بنكي لحين تحديد هوية الشركة التي سيتم الاستحواذ عليها، فإذا لم يتم الاستحواذ خلال ٢٤ شهر، وجب تصفية الشركة ورد الأموال إلى أصحابها من المستثمرين، وعندئذ يتحمل المؤسسين أو الرعاة خسارة ال Promote . ولتمكين المستثمرين ممن لم يوافق على عملية الاستحواذ من استرداد أمواله عن طريق إلزام الشركة بإعادة شراء أسهمهم بنفس سعر الاكتتاب، يجب أن يكون لدى الشركة في حسابها البنكي أموال كافية^٢.

٢- التفرقة بين ال SPAC وبين ال private equity: تعد ال SPAC

نظام وسط ما بين التمويل عن طريق ال private equity والذي يعد مالا

الشهادات، يلزم تبنى شكل للشركة SPAC يسمح بإصدار أوراق مالية مركبة أو مرتبطة بخيارات محددة.

Virna Rizzo, Jordan Le Gallo et Quentin Coppens, Il est urgent d'accueillir des SPACs à la Bourse de Paris, cet article est disponible sur le site internet; www.latribune.fr/opinions/tribunes/il-est-urgent-d-accueillir-des-epac-s-a-la-bourse-de-paris-882311.html

¹ Rapport, Paris: place financière en première ligne pour les SPAC, le Club des juristes, DECEMBRE 2021, pp.7 et ss.

² Rapport, Paris: place financière en première ligne pour les SPAC, le Club des juristes, DECEMBRE 2021, pp.7 et ss.

خاصا يتم تجميعه من مستثمرين مؤهلين من خلال طرح خاص او اكتتاب مغلق وهو عكس ال Public Equity والذي يتم تجميعه من الجمهور من خلال طرح الاسهم فى اكتتاب عام او طرح عام، وبين ال IPO التقليدى. فنظام ال SPAC يختلف عن ال private equity¹ من حيث ان مساهمة مؤسسى الشركة وفقا للنظام الاول تنمو وتتزايد فى راس المال بمجرد اتمام عملية الاستحواذ، وهذه المساهمة تكون قابلة للزيادة اذا كانت الشركة المستحوذة هى شركة واحدة وقابلة للنمو السريع، فى حين انه وفقا لنظام ال private equity والذي منه ال Venture capital فان النسبة التى يملكها مديروا الشركة المستهدفة القدامى فى راس مالها لا تنمو ولا تظهر الا بعد ان تصل الشركة المستهدفة بالتمويل الى القيمة المضافة النهائية التى يبحث عنها ال private equity فاذا ما بلغ المستثمر فى ال private equity القيمة المضافة المستهدفة فانه يتخارج ليبدأ دورة جديدة مع مشروعات صغيرة فى حاجة الى تمويل، اذ من المعروف ان راس المال الخاص يدخل فى تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة منذ مرحلة التأسيس لا لبقى وانما لتحقيق قيمة مضافة كبيرة ثم يتخارج ليبدأ دورة جديدة من التمويل لمشروعات اخرى، ومن ثم فراس المال الخاص لا يبحث عن فرص تحقيق ارباح قريبة وإنما تحقيق قيمة مضافة بعيدة بعد مرور فترة من التمويل وعند بلوغ المشروع الذى يتم تمويله درجة من النمو والانتاجية الكبيرة. هذا على خلاف ال SPAC الذى يعد ايضا آلية تمويل مثله فى ذلك مثل ال private equity فهى تسعى الى الاستحواذ على

¹ Guillaume Dolidon et Lou Recht, Et si la pérenité des SPAC passait par la France ? La Tribuna du 4 novembre 2021. Dolidon partners, 2021

انظر ايضا مؤلفنا : صناديق استثمار الملكية الخاصة Private equity funds : التمويل من المهد الى اللحد، مجلة القانون والاقتصاد، العدد السادس والثمانون، ٢٠١٣، ص ٣٢٦ وما بعدها.

شركة قابلة للنمو ثم تندمج فيها لى تمارس بعد ذلك نفس نشاط الشركة او الشركات المستهدفة، ومن ثم فان هذا النوع من الشركات لا يستحوذ على كيانات او شركات لى تنمو ويحصل منها على نصيبه فى القيمة المضافة، وانما لى يبقى ويندمج فيها ويمارس نفس نشاط الشركات المستهدفة.

٣- التفرقة بين ال SPAC وبين ال IPO التقليدى: ولا تعد آلية ال SPAC من قبيل ال IPO التقليدى حيث ان هذه الآلية الاخيرة تتم فى السوق الاولى اى السوق الذى يتم فيه تأسيس الشركة حيث تقوم هذه الاخيرة بطرح اسهمها للاكتتاب العام على الجمهور، حتى اذا ما تم الاكتتاب فى كامل راس المال الذى يشكل الحدود الدنيا لراس مال شركات الاكتتاب العام (مليون جنيه) او ٢٥٠ الف جنيه لشركات المساهمة المغلقة، والا فشل التأسيس ما لم تكن هناك شركة للترويج وضمان الاكتتاب تقوم بشراء ما تبقى من اسهم الشركة المطروحة للاكتتاب بشرط ان يكون قد تم بيع ما يزيد على نصف الاسهم المطروحة للاكتتاب، اما الاكتتاب فى اسهم الشركة ال SPAC يكون بعد ان تصبح اسهم الشركة مقبولة للقيود فى بورصة الاوراق المالية وذلك من خلال عملية IPO غير تقليدية.

وعلى عكس عملية الادراج المباشر وهى تحدث عندما ترغب الشركة فى عدم اصدار اسهم جديدة وانما فتح الباب امام المساهمين فيها لبيع اسهمهم للجمهور، فتجرى عملية ال IPO غير التقليدية^١ عندما تقرر شركة ما انها تريد بيع اسهمها الى الجمهور من خلال البورصة، فتتقدم الشركة بطلب تسجيل الى الهيئة العامة للرقابة المالية فاذا وافقت هذه الاخيرة على الطلب تقوم الشركة بقيود عدد معين من اسهمها والتي ستصبح جهازة للبيع للجمهور من خلال اكتتاب عام بنشرة اكتتاب او طرح خاص بمذكرة معلومات. وبعبارة

Qu'est -ce qu'une IPO et comment fonctionne-t-elle ? IG^١
France, disponible sur le site internet :
www.ig.com/fr/actions/ipo-trading/qu-est-qu-une-ipo-et-comment-fonctionn-t-elle.

١٠٢ مجلة القانون والاقتصاد - عدد خاص بمؤتمر الكلية السنوى بعنوان
دور المشروعات المتوسطة والصغيرة ومتناهية الصغر فى تحقيق التنمية
المستدامة رؤية مصر ٢٠٣٠ يومى ٧-٨ نوفمبر ٢٠٢٢

مختصرة، تقوم الشركة بهذه العملية عندما ترغب فى زيادة راس مالها باصدار
اسهم جديدة وقيدها بالبورصة وبيعها عن طريق البورصة. والحقيقة ان عملية
الادارج المباشر هى اكثر سرعة واكل كلفة ولا تحدث اى تأثيرات على
مساهمات المساهمين القدامى فى راس مال الشركة، هذا كله على خلاف
عملية ال IPO غير التقليدية المستخدمة عند تأسيس ال SPAC^١
وبناء على ما سبق يقع نظام ال SPAC فى مرحلة وسط بين ال private
equity وبين ال IPO التقليدى.

ونظرا للمميزات المالية والاقتصادية لشركات SPAC، نجد ان هناك اهتمام
منقطع النظير من جانب الحكومات، وها هى الحكومة المصرية التى تحاول
جاهدة جذب هذا النوع من الشركات من خلال تأسيس بنية قانونية تناسب هذا
النوع من الشركات الذى يوفر التمويل اللازم للمشروعات الصغيرة والمتوسطة
والتي تعمل فى مجال التكنولوجيا، وذلك بعد نجاح شركة سويلف للنقل الذكى
التي نجح مؤسسها المصرى فى قيدها ببورصة ناسدك والتي استحوذت بالفعل
على بعض الشركات الامريكية واندمجت معها. وعلى ذلك تسعى الحكومة
المصرية الى تشجيع هذه الشركات على القيد بالبورصة المصرية بدلا من
قيدها فى البورصات الاجنبية.

هذا النوع من الشركات يجعل استفادة المشروعات المتوسطة والصغيرة لا
تقتصر فقط على بورصة المشروعات المتوسطة والصغيرة وانما تمتد للوصول
الى الاستثمارات من خلال البورصة.

٤- الاطار القانونى الحاكم للشركات ذات الاستحواذ: وتهدف هذه
الورقة الى عرض اهم مراحل حياة هذا النوع من الشركات لمعرفة مدى كفاية

Guillaume Dolidon et Lou Recht, Et si la pérennité des SPAC
passait par la France, la Tribune du novembre 2021.

تمويل المشروعات المتوسطة والصغيرة ومتناهية الصغر بين بنية تشريعية قائمة
وبنية تشريعية مأمولة

١٠٣

قوانين سوق المال وقوانين الشركات لاستيعاب المشكلات التي يطرحها هذا النوع من الشركات. وتظهر أهمية هذا السؤال في امرين:
الامر الاول: خلو اغلب القوانين من تنظيم كامل لشركات SPAC من ذلك القانون المصرى الذى ليس به تنظيم خاص متكامل لنشاط شركات ذات غرض الاستحواذ SPAC، باستثناء بعض القرارات الصادرة من مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية منها:

١-القرار رقم ١٧١ لسنة ٢٠٢١ الصادر بتاريخ ١٧/١١/٢٠٢١ بتعديل قرار مجلس ادارة الهيئة العامة للرقابة المالية رقم ٥٣ لسنة ٢٠١٨ بشأن ضوابط منح الترخيص واستمراره وقواعد تملك اسهم الشركات العاملة فى الانشطة المالية غير المصرفية، والذى اضاف الى القرار رقم ٥٣ لسنة ٢٠١٨ بعض المواد من المادة ١٢ مكرر الى المادة ١٢ مكرر تحت عنوان (القواعد المنظمة لمزاولة نشاط الشركات ذات الاستحواذ).

٢-القرار رقم ١٧٢ لسنة ٢٠٢١ بتاريخ ١٧/١١/٢٠٢١ بتعديل قرار مجلس ادارة الهيئة رقم ١١ لسنة ٢٠١٤ بشأن قواعد قيد وشطب الاوراق المالية بالبورصة المصرية. وبموجب هذا القرار استلزم المشرع ضرورة قيد اسهم الشركات ذات غرض الاستحواذ بالبورصة المصرية، وتلتزم هذه الشركات بتنفيذ طرح اسهمها للبيع بالبورصة خلال شهر من تاريخ تسجيلها لدى الهيئة، هذا من جانب.

ومن على جانب اخر استبعد القرار الشركات ذات غرض الاستحواذ (اذا كانت من الشركات الناشئة او الشركات التى تعمل فى المجالات الواعدة كمجال التكنولوجيا ومجال الابتكارات Innovation Companies او فى اى مجالات اخرى توافق عليها الهيئة وفقا للمبررات التى يقدمها لها المؤسسون/الرعاة Sponsors) من نطاق تطبيق احكام البنود ١٥ ، ٧^١ ، ٨^٢ من المادة

^١ أن تقدم الشركة طالبة القيد القوائم المالية لسنتين مالتين سابقتين على طلب القيد، على أن تكون هذه القوائم معدة وفقاً لمعايير المحاسبة المصرية وتمت مراجعتها وفقاً لمعايير المراجعة المصرية بواسطة أحد مراقبي الحسابات المقيدين بسجل الهيئة ومصديق عليها من الجمعية العامة للشركة والموثق محضرها لدى الجهة الإدارية المختصة.

١٠٤ مجلة القانون والاقتصاد - عدد خاص بمؤتمر الكلية السنوى بعنوان
دور المشروعات المتوسطة والصغيرة ومتناهية الصغر فى تحقيق التنمية
المستدامة رؤية مصر ٢٠٣٠ يومى ٧-٨ نوفمبر ٢٠٢٢

(٧) من قواعد القيد والشطب وكذا الاحكام المرتبطة بهذه البنود الواردة بذات
المادة (٧).

كما استبعد القرار الشركات ذات غرض الاستحواذ من نطاق تطبيق البند ٢
من المادة ٥١ فقرة اخيرة من قواعد القيد والشطب. (اذا كانت من الشركات
الناشئة او الشركات التى تعمل فى المجالات الواعدة كـ مجال التكنولوجيا ومجال
الابتكارات Innovation Companies او فى اى مجالات اخرى توافق
عليها الهيئة وفقا للمبررات التى يقدمها لها المؤسسون/ الرعاة Sponsors)

١ تقديم تعهدات بألا تقل نسبة احتفاظ المساهمين الرئيسيين بالشركة عن ٥١ % من الأسهم
المملوكة لهم في رأسمال الشركة حال توافرها، وإذا كان إجمالي الأسهم المحتفظ بها وفقاً
لذلك نسبته أقل من ٢٥ % من أسهم رأسمال الشركة المصدر، يتم استكمال نسبة الـ ٢٥
% من مساهمات أعضاء مجلس الإدارة ومؤسسي الشركة أو غيرهم من مساهمي الشركة،
وذلك لمدة لا تقل عن سنتين ماليتين من تاريخ الطرح بالبورصة أو من تاريخ القيد بالنسبة
للشركات التي طرحت أسهمها للاكتتاب العام في سوق الإصدار قبل القيد على أن يتم
الاحتفاظ بذات النسبة السابقة في أي زيادة لرأس مال الشركة لذات الفترة، وذلك فيما عدا
الأسهم المجانية.

ويجوز - بعد موافقة الهيئة والجمعية العامة العادية للشركة - أن تنتقل ملكية الأسهم المحتفظ
بها - جزء منها أو بالكامل - خلال مدة الاحتفاظ المشار إليها في حال كون المشتري بنكاً أو
شركة تأمين أو صندوق استثمار مباشر أو أحد الكيانات المتخصصة في الاستثمار أو
شخص اعتباري له خبرة وسابقة أعمال متميزة في مجال نشاط الشركة، وبشرط أن يتعهد
بالالتزام بشرط الاحتفاظ حتى نهاية المدة المقررة.

٢ أن لا تقل نسبة صافي الربح قبل خصم الضرائب عن آخر سنة مالية سابقة على طلب
القيد عن ٥ % من رأس المال المدفوع المطلوب قيده، على أن يكون صافي أرباح الشركة
قبل خصم الضرائب متولد من ممارسة الشركة لنشاطها المحقق لغرضها الوارد بنظامها
الأساسي وبشرط أن لا تقل نسبة صافي الربح قبل الضريبة بعد حسابه على أساس سنوي
بالقوائم المالية الدورية المثبت بها رأس المال المطلوب قيده والقوائم المالية الدورية التي
تليها - في حالة الانتهاء من إعدادها - عن نسبة ٥ % من رأس المال مرجحاً بالمدة.

وفي جميع الأحوال لا يجوز التعامل على أسهم الشركة خلال الفترة من تاريخ التسجيل
وحتى بدء التداول على هذه الأسهم إلا بموافقة الهيئة، ويعتبر القيد كأن لم يكن في حالة عدم
قيام الشركة بطرح أسهمها خلال شهر من تاريخ تسجيلها لدى الهيئة، ويجوز مد هذه المهلة
بموافقة الهيئة في الحالات التي تقدرها.

٣- يتم شطب اسهم الشركات ذات الاستحواذ SPAC وذلك فى حالتين : -عدم تنفيذ الاستحواذ على الشركة او الشركات المستهدفة خلال سنتين من تاريخ اتمام زيادة راس مال SPAC ، - اذا لم توافق الجمعية العامة غير العادية بالنسبة المقررة قانونا (تصدر قرارات الجمعية العامة غير العادية باغلبية ثلثى الاسهم الممثلة فى الاجتماع، وتصدر بأغلبية ثلاثة ارباع الاسهم الممثلة فى الاجتماع اذا كان القرار يتعلق بزيادة راس المال المرخص به او تخفيض راس المال او حل الشركة قبل الميعاد او تغيير غرضها او ادماجها او تقسيمها). وما دام ان الاستحواذ لم يذكر من بين القرارات التى تستلزم لصدورها - كما ذكرت المادة ٢٢٩ من اللائحة المشار اليها - ثلاثة ارباع الاسهم الممثلة فى الاجتماع، فىكون صدور قرار الاستحواذ باغلبية ثلثى الاسهم الحاضرة.

الامر الثانى: ان مهد هذا النوع من الشركات هى الولايات المتحدة الامريكية التى تعتنق النظام الانجلوامريكى، فى حين ان النظام السائد فى مصر هو النظام اللاتينى، فهل يمكن لدولة تبنى نظام نشأ وترعرع فى ظل نظام يختلف تماما عن النظام التى تنتمى اليه هذه الدولة مع الاخذ فى الاعتبار الفوارق الكبيرة بين النظامين.

تمهيد وتقسيم: وسوف نتناول هذه الآلية من خلال تتبع مراحل حياة شركات ال SPAC لمعرفة مدى كفاية الانظمة القانونية القائمة (قانون الشركات رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١ وقانون سوق راس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ بصفة خاصة) لاستيعاب المشكلات التى يطرحها هذا النوع من الشركات، لن يتسن لنا الوقوف على مدى كفاية الانظمة القانونية الحالية بصفة عامة وقوانين الشركات والقوانين الحاكمة لاسواق راس المال بصفة خاصة، وذلك لاستيعاب مشكلات هذه الشركات الا بتتبع مراحل حياتها والتى تبدأ من التأسيس (اولا) مرورا بمرحلة عمل الشركة قبل الاستحواذ (ثانيا) ثم مرحلة عمل الشركة عند اتمام عملية الاستحواذ نفسها (ثالثا).

١٠٦ مجلة القانون والاقتصاد - عدد خاص بمؤتمر الكلية السنوى بعنوان
دور المشروعات المتوسطة والصغيرة ومتناهية الصغر فى تحقيق التنمية
المستدامة رؤية مصر ٢٠٣٠ يومى ٧-٨ نوفمبر ٢٠٢٢

اولاً: قواعد تأسيس شركات SPAC

تمهيد وتقسيم. يلزم قيد الشركات ذات الاستحواذ ببورصة الاوراق المالية منذ البداية. وعلى ذلك، فان انسب شكل من اشكال الشركات يمكن ان يتخذه هذا النوع من الشركات هو شكل شركة المساهمة. وبمجرد تحديد شكل الشركة، يبدأ المؤسسون فى التفكير فى كيفية تجميع الاموال اللازمة للاستحواذ على شركة او اكثر من خلال طرح اسهم شركة SPAC للاكتتاب العام او الطرح الخاص عبر قيد اسهمها ببورصة الاوراق المالية.

شكل شركة SPAC :

وفقا للقانون المصرى، تعد الشركات ذات الاستحواذ SPAC من الشركات العاملة فى مجال الاوراق المالية، ومن ثم تخضع لقانون سوق المال تطبيقا لنص المادة ٢٧ من قانون سوق راس المال الصادر بالقانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢. كما انها تخضع لقانون الشركات رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١ فيما لم يرد بشأنه نص خاص فى قانون سوق راس المال. وعلى ذلك يلزم ان تتخذ شركات SPAC اما شكل شركة المساهمة او شكل شركة التوصية بالاسهم.

- **شكل شركة المساهمة.** يعد هذا الشكل هو انسب الاشكال للشركات SPAC وهو الاكثر استخداما فى العمل فى كثير من الدول. ولكنه لا يسمح بإصدار اسهم يمكن استردادها من الشركة المصدرة اثناء حياتها، اذ لا يجوز لشركات المساهمة فى مصر اصدار اسهم يمكن استهلاكها اثناء حياة الشركة وذلك حفاظا على مبدأ ثبات راس المال الذى يشكل الضمان العام الوحيد لدائتى الشركة. الامر الذى لا يتوافق مع جوهر نظام شركات SPAC والذى يسمح للمستثمرين من المكتتبين فى اسهمها استرداد قيمة ما اكتتبوا فيه من اسهم بنفس سعرها، وذلك فى حالة عدم موافقتهم على البقاء فى الشركة خصوصا فى حالة اعتراضهم على قرار الاستحواذ.

وللتغلب على هذه المشكلة، فقد اجرى المشرع الفرنسى اصلاحا على نظام الاوراق المالية بموجبه تم اطلاق حرية ادارة الشركة المساهمة فى اصدار اوراق مالية تعاقدية تكون مقرونة او مصحوبة ببعض الخيارات التى يتم الاتفاق عليها^١. والحقيقة ان هذا الاصلاح والذى يجيز للشركة SPAC اصدار اسهم ممتازة تلتزم الشركة المصدرة باعادة شراؤها بنفس سعر الاكتتاب، يسهم كثيرا فى استيعاب احد متطلبات شركات SPAC والتى توجب اتاحة الفرصة امام المستثمرين من المكتتبين فى راس مال شركات SPAC فى استرداد اموالهم حال فشل شركة SPAC فى الاستحواذ على الشركة او الشركات المستهدفة الاستحواذ عليها خلال المدة المحددة (٢٤ شهر فى القانون المصرى - ٣٦ شهرا فى دول اخرى) او حال اعتراضهم على قرار الاستحواذ. وندعو المشرع المصرى محاكاة المشرع الفرنسى فى تبني مبدا الحرية التعاقدية فى مجال الخيارات التى تتيحها الاوراق المالية وخاصة الاسهم وذلك حتى نفسح المجال امام هذه الشركات للعمل فى مصر.

وفى فى هذا الصدد، تلزم المادة ١٢ مكرر ٤ من قرار مجلس ادارة الهيئة العامة للرقابة المالية رقم ١٧١ لسنة ٢٠٢١ الشركة SPAC برد الاموال الى المستثمرين فى حالتين: ١- اذا لم تقم الشركة بتنفيذ عملية الاستحواذ خلال سنتين من تاريخ زيادة راسمالها عن طريق الاكتتاب العام او الطرح الخاص ولا

Ordonnance n 2004-604 du 24 juin 2004 portant réforme du régime des valeurs mobilières émises par les sociétés commerciales et extension à l'outre-mer de dispositions ayant modifié la législation commerciale prise sur le fondement de la loi d'habilitation n 2003-591.

بخصوص هذا الـ Ordonnance انظر:

Elizabeth Grimaux, Entre innovation et sécurité juridique l'ordonnance du 24 juin 2004 portant réforme du régime des valeurs mobilières, Lamy droit du financement, octobre 2004; Jacques Merle, La réforme des valeurs mobilières, Lamy Sociétés commerciales, n 174, Décembre 2004.

يدخل فى احتساب مدة السنتين المدة اللازمة لاندماجها مع الشركة المستحوذ عليها، ٢- اذا لم توافق الجمعية العامة غير العادية باغلبية ثلثى الاسهم الحاضرة. وفى هاتين الحالتين يتم شطب اسهم الشركة من القيد بالبورصة اجباريا ويتم تصفية الشركة، ولكن فى الحالة الثانية (عدم موافقة الجمعية العامة غير العادية) لا يتم شطب الاسهم وتصفية الشركة الا اذا لم تنقض سنتين على تاريخ اتمام زيادة راس مال الشركة SPAC او اذا استوفت الشركة SPAC الحد الادنى من راس المال اللازم لمباشرة نشاطها بعد زيادة راس مالها والبالغ ١٠٠ مليون جنيه كما يجب ايضا شطب اسهم الشركة اجباريا ومن ثم يلزم اتخاذ اجراءات تصفية الشركة. هذا وقد استلزم المشرع المصرى ان تتضمن نشرة الاكتتاب او مذكرة المعلومات الخاصة بزيادة راس مال الشركة SPAC ضوابط استرداد المستثمرين لأموالهم حال فشل عملية الاستحواذ.

وبعد ان يقرر المشرع المصرى التزام الشركة SPAC برد اموال المستثمرين المكتتبين فى اسهمها على النحو السابق على الرغم من مخالفة ذلك لقانون الشركات الذي لا يجيز استهلاك الاسهم اثناء حياة الشركة على عكس السندات، يعود ويناقض نفسه فى المادة ١٢ مكرر ٩ والتي تقرر ان المساهمين المعترضون على قرار الاستحواذ يمكنهم التخارج من الشركة خلال ٣٠ يوما من تاريخ التصويت على هذا القرار من خلال احدى الوسائل التالية:
١- بيع اسهمهم فى البورصة، ٢- شراء الشركة لاسهمهم كأسهم خزينة، ٣- شراء ممولين إضافيين لاسهمهم.

والى جانب شكل الشركة المساهمة، يوجد نموذج شركات التوصية بالأسهم التي تضم نوعين من الشركاء: الشركاء المتضامنون وهم يقابلون المؤسسين فى شركات SPAC وهؤلاء يملكون - وفقا لنظام شركة التوصية بالأسهم - سلطة ادارة الشركة الامر الذى يمكنهم من تكوين فريق مستقر وفعال لإدارة الشركة

SPAC، والشركاء المساهمون وهم يقابلون المستثمرين في شركة SPAC وهؤلاء هم من يقدمون الاموال اللازمة للاستحواذ على الشركات المستهدفة. ولكن على الرغم من ذلك، يبقى هذا الشكل من اشكال الشركات مجهولا مهجورا من جانب الكثير من المستثمرين، هذا بالاضافة الى انه لا يتناسب مع كثير من متطلبات شركات SPAC.

تجميع الأموال اللازمة لإتمام عملية الاستحواذ:

بعد اختيار شكل الشركة، يعكف المؤسسون على كيفية تجميع الاموال اللازمة لاتمام عملية الاستحواذ على الشركات المستهدفة. ويتم ذلك عن طريق زيادة راس مال شركة SPAC من خلال طرح اسهمها للاكتتاب العام او الطرح الخاص بعد قبول قيدها بالبورصة، الامر الذي يستلزم اعداد نشرة الاكتتاب واضحة ودقيقة تكون قادرة على جذب المكتتبين في الاسهم المطروحة جنبا الى جنب مع المؤسسين. ليكتمل بذلك المساهمين في الشركة.

وتجب ملاحظة ان المستثمر المكتتب في هذا النوع من الشركات لا يوافق على تمويل مشروع محدد او انشطة محددة كما هو المقرر في الشركات بصفة عامة، وانما يوافق تمويل الاستراتيجية التي اقترحها المؤسسون لشركة¹ SPAC.

- اعداد نشرة الاكتتاب : لا تختلف شروط ادراج شركات SPAC في البورصة عن شروط الادراج التقليدية باستثناء المعلومات الواجب الافصاح عنها بمناسبة القيد تكون اكثر في حالة الادراج التقليدية.

لكي تكون نشرة الاكتتاب جاذبة للمكتتبين وتحصل على موافقة الجهة الرقابية ، فانها يلزم ان تشتمل على مجموعة من المعلومات الدقيقة والواضحة ترتبط معظمها بالنشاط المراد تمويله باموال الاكتتاب من النواحي القانونية

¹ Anne TAFFIN, SPAC: quell est ce nouveau moyen d'investir en Bourse qui a seduit Xavier Niel ? cet article est disponible sur le site internet : www.maddyness.com/2021/04/08/spac-bourse-entreprise-mediawan-xavierr-niel/.

والمالية والمحاسبية، وذلك حتى يتمكن المستثمر من اتخاذ قراره الاستثمارى
بالاكتتاب من عدمه، وبقدر وضوح ودقة المعلومات التى تحويها النشرة تتج
عملية الاكتتاب والعكس صحيح. والحال هكذا، يبدو صعبا اعداد نشرة اكتتاب
توافق عليها الجهة الرقابية عند انشاء شركة SPAC وذلك لان هذه الاخيرة لا
تمارس اية أنشطة فى البداية وحتى تقديم طلب بقيدها بالبورصة واستحواذها
على الشركة المستهدفة. وفى هذه الحالة، يكون من الصعب الزام المؤسسين
بتقديم قوائم مالية سنوية عن نشاط الشركة، حيث لا تمارس هذه الاخيرة اية
نشاط حتى تمام عملية الاستحواذ على الشركة او الشركات المستهدفة خلال
سنتين من تمام زيادة راس مال الشركة SPAC، فاذا ما تم الاستحواذ واندمجت
الشركة SPAC فى الشركة محل الاستحواذ، تبدأ الشركة الاولى فى ممارسة
نفس نشاط الشركة الثانية.

وحلا لمشكلة عدم ممارسة شركة SPAC لأى أنشطة فى بدايتها، نرى
ضرورة قيام الجهات الرقابية بإعداد نشرة اكتتاب نموذجية تتوافق مع جوهر
وخصائص شركات SPAC، نشرة تتضمن وصفا معقولا واضحا مفصلا لبعض
المسائل التى تحقق توازنا بين مصالح مؤسسي الشركة والمستثمرين المكتتبين
فى اسهمها وتمنع تعارض المصالح بينهما.

وفى هذا الصدد تنص المادة ١٢ مكرر ٧ من قرار مجلس إدارة الهيئة
العامة للرقابة المالية رقم ١٧١ لسنة ٢٠٢١ الصادر بتاريخ ١٧/١١/٢٠٢١
على ضرورة اشمال نشرة الاكتتاب او مذكرة المعلومات الخاصة بزيادة راس
مال الشركة SPAC على الحد الأدنى من البيانات التالية:

- ١- بيانات عامة عن الشركة.
- ٢- خبرات مؤسسو الشركة/ الرعاية
- Sponsors . ٣ - مخاطر الاستثمار.

- ٤- القطاعات المستهدفة والضوابط الاستثمارية. ٥- ضوابط الاسترداد. ٦- وسائل تجنب تعارض المصالح
- ٧- الاطار المنظم لادارة راس مال الشركة بما فى ذلك الاموال المحصلة من الاكتتاب. ٨- شركة خدمات الادارة. ٩- الاشخاص المرتبطة والاطراف ذوو العلاقة. ١٠- الحوافز و/او المميزات المقرر منحها لمؤسسين/الرعاة.
- ومن على جانب آخر، يشترط المشرع الأوروبي هو الآخر ضرورة اشمال نشرة الاكتتاب فى اسهم زيادة راس مال الشركة SPAC على عدد من البيانات تتناسب وطبيعة هذه الاخيرة الخاصة، الامر الذى يؤكد اهمية ما نطالب به من اعداد نشرة اكتتاب نموذجية، وهذه البيانات هي^١:
- ١-كيفية جريان العمل داخل الشركة SPAC . ٢- قواعد حوكمة كيفية عمل الشركة SPAC.
- ٣-الاستراتيجية التى تتبناها الشركة والاهداف المستهدف تحقيقها. ٤- كيفية حفظ الاموال المتحصلة من الاكتتاب لحين اتمام الاستحواذ على الشركة او الشركات المستهدفة. ٥- خبرة اعضاء مجلس ادارة الشركة.
- ٦- المخاطر التى يتحملها المستثمرين خاصة المخاطر المتولدة عن تعارض المصالح بين المؤسسين من ناحية والمستثمرين من المكتتبين من ناحية اخرى.
- ٧- تحديد المساهمين الذين يشكلون الاغلبية فى الجمعية العامة للشركة - طبيعة الحقوق المرتبطة بالأوراق المالية التى يتم اصدارها. ٨- احكام اتمام عملية الاستحواذ de-SPAC (السلطة المختصة بالاستحواذ - المعلومات الواجب الافصاح عنها - طريقة التمويل - الخ....).
- وطبقا لنص المادة ١٢ مكرر ٣ من قرار مجلس ادارة الهيئة العامة للرقابة المالية رقم ١٧١ لسنة ٢٠٢١، تلتزم الشركة SPAC بتنفيذ عملية الطرح خلال شهر من تاريخ تسجيلها لدى الهيئة^٢.

^١ AEMF, SPAC prospectus disclosure and investor protection considerations, 15 Juill. 2021.

^٢ ووفقا للقرار ١٧١ تلتزم الشركة بتقديم طلب تسجيل للهيئة وفقا لقرار مجلس ادارة الهيئة رقم ١٢١ لسنة ٢٠١٧ الصادر بشأن شروط ومتطلبات التسجيل لدى الهيئة للشركات

- **المستثمرون.** كما سبق واشرنا وطبقا للنظام الأمريكى لشركات SPAC، يحصل المستثمرون عند ادراج الشركة ببورصة الاوراق المالية على Units وتشتمل كل وحدة على جزئين يتمثل الاول فى سهم اما الثانى فيشكل جزء من اداة مالية تسمى Warrant. ويمكن للمستثمرين استغلال ال Warrant بتحويلها الى اسهم خلال مدة تمتد من ٣ : ٥ سنوات بعد تمام عملية الاستحواذ، كما يمكنهم طلب اعادة شراؤها بسعر مخفض من قبل شركة SPAC. ولا يوجد مثيل لهذه الآلية لمشاركة المستثمرين فى راس مال الشركة SPAC فى القانون المصرى، اذ ان ما تطرحه شركة SPAC عبارة عن اسهم عادية مثلها فى ذلك مثل الاسهم التى تطرحها شركات المساهمة التقليدية. واذا كان المشرع المصرى يجهل نظام ال Units الأمريكى، الا انه يعرف نظام الاسهم الممتازة التى يمكن منحها للمستثمرين لتمكينهم من استرداد اموالهم عند فشل عملية الاستحواذ او اذا رفضتها الجمعية العامة غير العادية وتصفية الشركة، اذ ان هذه الاسهم تخول اصحابها من المستثمرين اولوية فى ناتج التصفية قبل المؤسسين. وادراكا من المشرع المصرى فى عام ٢٠١٨ لأهمية الاسهم الممتازة، فقد اجاز مؤخرا للشركة اصدار اسهم ممتازة اذا وافقت على ذلك الجمعية العامة غير العادية فى اية مرحلة من مراحل حياة الشركة، وذلك بعد ان كان يشترط لإصدار هذه النوع من الاسهم النص عليه ابتداء فى النظام الأساسى للشركة.

هذا وقد بين قرار الهيئة العامة للرقابة المالية رقم ١٧١ لسنة ٢٠٢١ الاطار القانونى لمشاركة المستثمرين فى راس مال الشركة، اذ اشترط فى المادة ١٢

مكرر ٥ من القرار المشار اليه ألا تقل نسبة الاشخاص الاعتبارية عن ٥٠٪ من رأس مال الشركة على الا تقل نسبة المؤسسات المالية و/ او المستثمرين المؤهلين عن ٢٥٪ من رأس مالها. ويتعين الا يقل رأس المال المصدر والمدفوع للشركة عن ١٠ مليون جنيه على ان تتم زيادته الى ما لا يقل عن ١٠٠ مليون جنيه عن طريق الاكتتاب العام او الطرح الخاص بناء على الخطة الاستثمارية للاستحواذ على الشركة او الشركات المستهدفة. ويبدو ان الهيئة هنا تعامل الشركة كشركة رأس مال مخاطر من حيث رأس المال المصدر وتستلزم ان يكون مدفوعا بالكامل ولا يقل عن ١٠ مليون جنيه وكما لا تجيز زيادة رأس المال المرخص به عن عشرة امثال رأس المال المصدر.

ويا ليت المشرع المصرى - تشجيعا منه على انشاء هذا النوع من الشركات - قد تبني ما تبناه المشرع الفرنسى من حرية تعاقدية لتحديد الخيارات المرتبطة بالاسهم ومنها الحق فى استرداد قيمتها او اعادة شراؤها من قبل الشركة المصدرة بنفس سعر الاكتتاب، ومن امثلة ما تبناه المشرع الفرنسى: ١- الاسهم الممتازة التى تلتزم الشركة بإعادة شراؤها actions de preference stipulées rachetables ، وهى على غرار preferred redeemable shares التى يعرفها قانون الولايات المتحدة الأمريكية، ٢- خيار حامل السهم فى الاكتتاب من عدمه ويكون له عندئذ استرداد قيمته من الشركة اذا فشل مشروع الاستحواذ على الشركات المستهدفة، ومثال ذلك الكوبونات أو الشهادات التى تخول حق الاكتتاب فى الأسهم Bons de Souscription d'actions (BSA). وهذه الورقة المالية تخول للمستثمر

1 فى فرنسا قبل عام ١٩٨٥، كان يجب ارتباط إصدار هذه الكوبونات باصدار أوراق مالية مثل السندات المرتبطة بكوبونات تعطى حق الإكتتاب فى أسهم. اما بعد ١٩٨٥، أصبح من الممكن اصدار كوبونات تعطى حق الاكتتاب مستقلة عن إصدار أية أوراق مالية أخرى. ويشترط لإصدار هذه الكوبونات ضرورة صدور قرار من الجمعية العامة غير العادية بناء على اقتراح من مجلس إدارة الشركة، أو بناء على تقرير مستقل من قبل مراقب حسابات الشركة، أنظر:

حق الاكتتاب فى راس مال الشركة PACE بعد التأكد من نجاح عملية الاستحواذ ومدى قابلية الشركة المستهدفة للنمو واعطاء قيمة مضافة، فاذا ما تأكد المستثمر من ذلك، سيقوم باستعمال حقه فى الاكتتاب، وعندئذ تصبح هذه الكوبونات راس مال واقعى للمشروع وليس احتماليا، أما إذا فشل المشروع وبالتالي لم يحدث نمو فى حصته، فهنا لا يمارس حقه فى الاكتتاب ويستطيع أن يسترد قيمة الشهادات ويرحل عن المشروع.

وبالإضافة لكل ما سبق، تشكل الورقة المالية (BSA) أداة لتصحيح سعر الاكتتاب، بمعنى أن (BSA) تستخدم كآلية تسمح بتصحيح، فى وقت لاحق، سعر الاكتتاب فى ورقة مالية معينة بموجب بلوغ أو عدم بلوغ الاهداف المرجوة من قبل مديرى المشروع، سواء من ناحية الكم أو من ناحية الكيف، أو بمقتضى وقوع بعض الأحداث مثل زيادة رأس المال لاحقا بسعر أقل من سعر الاكتتاب فى أول مرة^١. ولتحقيق هذا الهدف يتم تحديد سعر متغير prix

Philippe MERLE, Droit commercial : Sociétés commerciales, Dalloz, 5 ed., n 365, p. 361.

ولا يعرف المشرع المصرى، على حد علمنا، مثل هذه الكوبونات، وإنما يعرف حق الإكتتاب الثابت للمساهمين القدامى عند زيادة رأس مال الشركة. وقد أجاز المشرع المصرى تداول هذا الحق، خلال فترة الإكتتاب فى الزيادة، سواء منفصلا أو بالتبعية مع الأسهم الأصلية (المادة ٣٠ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال الصادر بالقانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢). وقد أجاز المشرع المصرى مؤخرا قيد حق الإكتتاب هذا ببورصة الأوراق المالية.

^١ " Mécanisme permettant de corriger à posteriori le prix de l'investissement en fonction de l'atteinte ou non de certains objectifs, qualitatifs ou quantitatifs, ou de la survenance de certains événements, tel par exemple qu'une augmentation de capital ultérieure à un prix inférieur": ASSOCIATION Française des investisseurs en capital (AFIC), Capital-risque: Guide des bonnes pratiques, Exemples chiffrés et formules, Glossaire du capital-risque, Modèle de la lettre d'intention, ed. 2010, p. 75.

glissant كمقابل ل BSA، سعر متغير بحسب النتائج التي يحققها مديري المشروع^١. هذا السعر المتغير غالبا ما يستخدم كوسيلة لمناهضة ظاهرة ال dilution^٢، ومن ثم وفي حالة زيادة رأس المال والذي سيكون السهم فيه بسعر أقل من سعر السهم في الاكتتاب الأول، والسبب فشل المديرين في بلوغ الأهداف المحددة، هنا يجوز للمستثمر أن يمارس حقه في الاكتتاب، بما يحوزه من شهادات اكتتاب، وذلك بسعر الاكتتاب الجديد. كأن ال (BSA) هو أداة تسمح للمستثمر بالمحافظة على نسبة مشاركة في رأس المال تعادل النسبة التي كانت له عند الاكتتاب الأول، فهي تشكل حائط قانوني يمنع الاضرار بالمستثمرين نتيجة انخفاض قيمة الاوراق المالية المصدرة عن المشروع. وبعبارة أخرى، فإن سعر شهادات الاكتتاب هو سعر متغير، فاذا نجح المشروع فمن الطبيعي أن ترتفع قيمة هذه الشهادات، وهذا هو الطبيعي، وقد تنخفض قيمة هذه الشهادات بنفس قيمة الانخفاض التي أصابت الاوراق المالية المصدرة عن المشروع لعدم بلوغ الاهداف المرجو تحقيقها، وبالتالي ستظل حصة المستثمر المساهم كما هي لن يصيبها النقص.

^١ Françoise MONOD, Les enjeux stratégiques du pacte d'actionnaires, Banque stratégie n 180, mars 2001, p. 16.

^٢ وهي ظاهرة عبارة عن انخفاض حصة المساهم في رأس المال. فعندما لا يشارك مساهم، الذي يمتلك نسبة معينة من رأس المال، في اصدار جديد من الأسهم بما يوازي ما يملكه من نسبة في رأس المال قبل الإصدار، فإن حصته في رأس المال سوف تنخفض في رأس المال. فمثلا مساهم يمتلك ١٠٠ سهم من إجمالي اسهم شركة ما ١٠٠٠ سهم، ومن ثم وعندما تقوم الشركة باصدار ١٠٠٠ سهم جديد، ومن ثم سيصبح عدد الأسهم ٢٠٠٠ سهم، ولا يقوم هذا المساهم في الاكتتاب في الاسهم الجديدة، فان نسبته في رأس المال سوف تنخفض بكل تأكيد، فبعد أن كانت نسبته ١٠٪ من رأس المال، ستنخفض لتصبح ٥٪ من إجمالي رأس المال.

ويمكن أن نكون بصدد ظاهرة ال dilution، عندما لا يكون الانخفاض ليس في نصيب المساهم في رأس المال، وإنما يلحق الانخفاض الاسهم التي بحوزته نتيجة للنتائج السيئة للمشروع، فاذا كان المساهم قد اشترى السهم ب ١٠٠ جنيه، فان تدهور نتائج المشروع وعدم بلوغه للنتائج المرجوة، سيؤدي بالضرورة الى انخفاض قيمة السهم، فيصبح مثلا ٨٠ جنيه بعد ان كان مائة جنيه.

- المؤسسون: هم مساهمون ذو وضع خاص بشركة SPAC وإذا كان المستثمرون يحصلون على Units، فالمؤسسين يشاركون فى راس المال عن طريق الحصول على اسهم من نوع آخر يطلق عليها Promote . ويكتتب المؤسسون فى هذا النوع الخاص من الاسهم بسعر يعادل من ٢ : ٣ % من سعر الاكتتاب فى الاسهم المطروحة عند قيد اسهم شركة SPAC فى البورصة ، وتشكل ال Promote ٢٠٪ من حقوق التصويت فى شركة SPAC. ولا يتم تداول هذه الاسهم عند قيدها بالبورصة ولا يمكن تحويلها الى اسهم عادية الا بعد تمام عملية الاستحواذ de-SPAC. وبالتوازي مع حصول المؤسسون على ال Promote، يمكن لهم المشاركة فى راس مال الشركة SPAC بنسبة ٢ : ٣ من مجموع راس المال بعد قيد الشركة بالبورصة، وذلك عن طريق الاكتتاب فى الاسهم العادية مثلهم فى ذلك مثل المستثمرين من المكتتبين.

وتنص المادة ١٢ مكرر من قرار مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية رقم ١٧١ لسنة ٢٠٢١ على ان تكون مساهمة المؤسسون ٥٪ من راس مال الشركة بعد زيادة راس المال، ويجب الا تقل نسبة مساهمتهم عن عشرة ملايين جنية عند تأسيس الشركة. كما يجب عليهم الاحتفاظ بما يملكونه من اسهم فى راس مال الشركة لمدة سنتين من تاريخ تأسيسها او حتى تمام عملية الاستحواذ ايها اقرب، وبعد ادنى سنة بعد اتمام عملية الاستحواذ ولا يدخل فى احتساب هذه المدة الفترة اللازمة لاتمام إجراءات الاندماج^١ ولا يجيز المشرع المصرى حصول المؤسسين على اى حوافز او مميزات الا بعد اتمام عملية الاستحواذ

^١ المادة ١٢ مكرر ٥ من قرار مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية رقم ١٧١ لسنة ٢٠٢١ المنظم لضوابط عمل شركات SPAC

على الشركة أو الشركات المستهدفة وذلك على النحو المفصّل عنه في نشرة
الاكتتاب أو مذكرة المعلومات بحسب الاحوال^١.

ثانياً: شركات SPAC في المدة ما قبل الاستحواذ على الشركات المستهدفة

- **تمهيد وتقسيم.** بمجرد قيد الشركة ببورصة الاوراق المالية وتتمام عملية
زيادة راس المال، يلزم وضع حصيلة الاكتتاب في اسهمها في حساب بنكي
خلال مدة البحث عن الشركة أو الشركات المراد الاستحواذ عليها، ونتساءل هل
يمكن خلال المدة ما بين القيد واكتمال عملية الاستحواذ تطبيق قواعد الحوكمة.

وضع اموال الشركة SPAC في حساب بنكي:

وهنا نعرض على التوالي لتعريف الحساب البنكي، قبل بيان العلة من وضع
اموال الشركة في هذا الحساب حتى تمام عملية الاستحواذ.

- **تعريف الحساب البنكي Sequestre .** وفقاً للنظام الأمريكي^٢، يلزم بعد
تمام قيد الشركة بالبورصة وتتمام الاكتتاب في الاسهم المطروحة وضع مجموع
الاموال المحصلة في حساب بنكي وذلك حتى اتمام عملية الاستحواذ. ويتم
الايداع بموجب عقد يخول البنك سلطة ادارة المبالغ المودعة في هذا الحساب
حتى استخدامها في الاستحواذ على الشركة أو الشركات المستهدفة. ونظراً
لطابعه التعاقدى فيتميز هذا الحساب بمرونة كبيرة من ناحية تحديد اتعاب
البنك وتحديد من يتحملها المؤسسون ام المستثمرون وكيفية السحب من
الحساب، الخ

وطبقاً للمادة ١٢ مكرر من قرار مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية
رقم ١٧١ لسنة ٢٠٢١ ، يعد هذا الحساب حساباً خاصاً يتم فتحه لدى احد
البنوك المرخص لها من البنك المركزي، يتم الاحتفاظ فيه بكامل راس مال

^١ المادة ١٢ مكرر ٤ من قرار مجلس ادارة الهيئة العامة للرقابة المالية رقم ١٧١ لسنة
٢٠٢١ المنظم لضوابط عمل شركات SPAC.

^٢ Rapport de Groupe de travail presidé par Jean Arthuis, Paris:
place financière en première ligne pour les SPAC, Le club des
jurists, décembre 2021, p. 45.

الشركة ذات غرض الاستحواذ بما فى ذلك حصيلة الاكتتاب العام او الطرح الخاص، وذلك فيما عدا المصاريف اللازمة لتأسيس وترخيص الشركة واتعاب مراقب الحسابات واتعاب شركة خدمات الادارة. وهذه احدى النقاط الجوهرية لنظام شركات SPAC التى يتفق فيها المشرع المصرى مع الولايات المتحدة الامريكية مهد نظام هذا النوع من الشركات.

- العلة من وراء وضع راس مال الشركة فى حساب بنكى. ويتم وضع اموال الشركة فى حساب بنكى لسببين: يتمثل الاول فى انه يضمن للمساهمين غير الراغبين فى اتمام عملية الاستحواذ امتلاك الشركة الاموال اللازمة التى تمكنهم من استرداد مقابل الاسهم التى اكتتبوا فيها او اعادة شراء هذه الاسهم، وكذا سداد اموال المستثمرين بالاولوية عن المؤسسين عند التصفية المبكرة للشركة نتيجة الفشل فى تحديد الشركة او الشركات المستهدفة بالاستحواذ. وعلى ذلك فان من يتحمل فشل الشركة فى ايجاد شركات مستهدفة بالاستحواذ او ايجادها ولكن لا تتوافر فيها الشروط اللازمة والتى يأتى على راسها قابليتها للنمو واستجماعها لشروط قيدها بالبورصة.

**تطبيق قواعد الحوكمة على الشركة SPAC قبل تمام الاستحواذ
:de-SPAC**

والحقيقة ان مدى تمكن مساهمى الشركة SPAC من مراقبة عملية الاستحواذ تعتمد على قواعد حوكمة الشركة¹ SPAC. هل يمكن تطبيق قواعد الحوكمة على الشركة SPAC؟ خصوصا قبل تمام الاستحواذ حيث لا تباشر

¹ Anne TAFFIN, SPAC: quell est ce nouveau moyen d'investir en Bourse qui a seduit Xavier Niel ? cet article est disponible sur le site internet : www.maddyness.com/2021/04/08/spac-bourse-entreprise-mediawan-xavierr-niel/.

الشركة اية أنشطة، ثم انه ولنفس السبب كيف يمكن تحديد اتعاب اعضاء مجلس الادارة.

- **تطبيق قواعد الحوكمة على الشركة SPAC.** تخضع شركة SPAC بمجرد قيدها ببورصة الاوراق المالية لنفس القواعد والاحكام التي تخضع لها الشركات المقيدة بالبورصة، وذلك لضمان حسن عمل اجهزتها وجودة وصحة المعلومات التي تفصح عنها، الامر الذى لا يشكل فقط حماية للمساهمين فيها وانما حماية للسوق ومنع تعارض المصالح وفى النهاية حسن اختيار الشركة او الشركات المستهدفة. والسؤال الذى يطرح نفسه هنا اذا كان لا مشكلة فى تطبيق قواعد الحوكمة وقواعد القيد على الشركة بعد الاستحواذ، فهل يمكن تطبيق نفس القواعد على الشركة قبل اتمام عملية الاستحواذ ؟

والحقيقة اذا كان من الصعب تطبيق كل قواعد الحوكمة على الشركة بعد القيد وقبل الاستحواذ حيث لا تمارس الشركة اية أنشطة، الا انه ليس هناك ما يمنع من تطبيق بعض القواعد مثل الخاصة بتجنب تعارض المصالح عند تحديد الشركة المستهدفة اذ من الممكن ان تكون للأخيرة علاقات وتعاملات مع مجموعة المؤسسين هذا من ناحية، ومن ناحية اخرى فمن الممكن ان يشكل حق المستثمرين فى الانسحاب من الشركة تربة خصبة لتعارض المصالح حيث ان هؤلاء يمكنهم استغلال هذا الحق ويفرضوا اختيار شركة مستهدفة معينة تربطهم بها مصالح. وسواء تولد تعارض المصالح فى جانب المؤسسين او من جانب المستثمرين، تفرض قواعد الحوكمة على عضو مجلس الادارة بإبلاغ المجلس عن مواقف تتعارض فيها المصالح ويمتنع عليه حضور اية مناقشات او المشاركة فى تصويت لخدمة مواقف تتعارض فيها المصالح.

وبالمقابل توجد قواعد للحوكمة لا تتناسب مع طبيعة شركة SPAC ومنها تحديد اتعاب اعضاء مجلس الادارة حيث ان الشركة لا تمارس اية أنشطة فى الفترة ما بين تأسيسها وحتى بعد قيدها وقبل الاستحواذ على الشركة او الشركات المستهدفة. وفى كل الاحوال، يجب على المؤسسين بيان المواقف

١٢٠ مجلة القانون والاقتصاد - عدد خاص بمؤتمر الكلية السنوى بعنوان
دور المشروعات المتوسطة والصغيرة ومتناهية الصغر فى تحقيق التنمية
المستدامة رؤية مصر ٢٠٣٠ يومى ٧-٨ نوفمبر ٢٠٢٢

التي تتعارض فيها المصالح وما يمكن تطبيقه من قواعد الحوكمة من عدمه فى
نشرة الاكتتاب، على الرغم من ان مثل هذا التصرف يمكن ان يعطى صورة
سيئة عن الشركة فيؤثر ذلك على اقبال المكتتبين على الاكتتاب فى اسهمها
عند قيدها ببورصة الاوراق المالية.

وتنص المادة ١٢ مكرر ٨ من قرار مجلس ادارة الهيئة العامة للرقابة
المالية رقم ١٧١ لسنة ٢٠٢١ على انه بعد اتمام اجراءات زيادة راس المال،
يعاد تشكيل مجلس الادارة وتسرى على الشركة قواعد حوكمة الشركات المقيد
لها اوراق مالية بالبورصة^١

- **أتعاب المديرين.** تستلزم دول مثل امريكا ان تكون اتعاب اعضاء المجلس
فى صورة اسهم يتم منحها لهم حتى يكونوا معنيين بنجاح الشركة. كما ان
هناك بعض قواعد الحوكمة تدعو اعضاء مجلس الادارة الى شراء اسهم فى
الشركة وان تكون هذه الاسهم متناسبة مع حجم الاتعاب المقرر حصولهم
عليها. كما توجد انظمة اخرى تربط الاتعاب بنتائج الشركة بعد اتمام عملية
الاستحواذ. ولاستبعاد سيطرة المجلس على الشركة، فتحظر قواعد الحوكمة
تجاوز مشاركة عضو مجلس الادارة المستقل فى راس المال ١٠ %، بل تحظر
على اغلبية الاعضاء الحصول الا على نسبة محددة من راس المال.

ولا يجيز المشرع المصرى حصول المؤسسين على أي حوافز او مميزات الا
بعد اتمام عملية الاستحواذ على الشركة أو الشركات المستهدفة وذلك على
النحو المفصّل عنه فى نشرة الاكتتاب او مذكرة المعلومات بحسب الاحوال^٢.

^١المادة ١٢ مكرر ٨ من قرار مجلس ادارة الهيئة العامة للرقابة المالية رقم ١٧١ لسنة
٢٠٢١ بشأن القواعد المنظمة لمزاولة نشاط الشركات ذات غرض الاستحواذ Special
Purpose Acquisition Company (SPAC).

^٢ المادة ١٢ مكرر ٤ من قرار مجلس ادارة الهيئة العامة للرقابة المالية رقم ١٧١ لسنة
٢٠٢١ المنظم لضوابط عمل شركات SPAC.

البحث عن الشركة او الشركات المستهدفة:

بمجرد انتهاء الشركة SPAC من عملية الاكتتاب وتحصيل الاموال اللازمة للاستحواذ، فلا يكون امام اعضاء مجلس الادارة سوى بلوغ هدف واحد الا وهو البحث على الشركة او الشركات المراد الاستحواذ عليها. وهم هنا لا يتمتعون بحرية كبيرة ، وانما هم ملتزمون بمدة معينة، وبقطاع نشاط معين، كما انهم ملتزمون بتجنب تعارض المصالح.

- المدة التي يجب خلالها اختيار الشركة المستهدفة وتنفيذ عملية الاستحواذ. وفقا للنظام الأمريكي، فيجب على الشركة تحديد هوية الشركة المراد الاستحواذ عليها خلال مدة معينة، فاذا لم تنجح الشركة فى اختيار الشركة المستهدفة خلال هذه المدة، كان للمستثمرين استرداد اموالهم من الشركة، وعندئذ يجب شطب الشركة من البورصة ثم تصفيتها ويكون من حق المستثمرين من المكتتبين فى راس مال الشركة الحصول على اموالهم بالأولوية عن المؤسسين الذين قد يتعرضون لخسارة اغلب راس مالهم المسمى ال Promote.

وتتباين الانظمة القانونية فى تحديد هذه المدة فهناك دول تحدها بسنتين (مصر) ودول تستلزم عدم تجاوزها ٣٦ شهر (سنغافورة) وهناك دول لا تحدد هذه المدة وانما تترك للمؤسسين حرية تحديدها فى النظام الأساسى للشركة (فرنسا). وقد تلاحظ قريبا انه من الممكن تضمين النظام الأساسى بندا يمنح الشركة مدة تكميلية هى ٦ شهور او منح المساهمين حق التصويت على مد هذه المدة.

وتنص المادة ١٢ مكرر ٣ من قرار مجلس ادارة الهيئة العامة للرقابة المالية على انه يجب تنفيذ عملية الاستحواذ خلال سنتين من تاريخ اتمام زيادة راس المال عن طريق الاكتتاب العام او الطرح الخاص وفقا لتقرير الافصاح المعتمد من الهيئة، ولا يدخل فى هذه المدة الفترة اللازمة لإتمام اجراءات الاندماج. فاذا مضت هذه المدة دون تنفيذ عملية الاستحواذ، تلتزم الشركة SPAC برد الاموال الى المستثمرين، ويتم شطب الشركة اجباريا من القيد.

- قيمة الشركة المستهدفة والقطاع الذى تعمل فيه. اذا كانت طبيعة الشركة SPAC هى عدم ممارستها لأية أنشطة حتى بعد قيدها بالبورصة وقبل اتمام عملية الاستحواذ، الا انه من المفضل ان يتم تحديد قطاع النشاط الذى تمارسه الشركة المراد الاستحواذ عليها منذ البداية، وذلك لمساعدة المستثمرين من المكتتبين فى اتخاذ قرارهم الاستثمارى. وفى هذا الصدد تتباين مواقف الجهات الرقابية فمنها ما يستلزم تحديدها قبل القيد بالبورصة اذا ما تم تحديدها ابتداء بشكل موسع (SEC امريكا) ومنها ما يستلزم تحديد هذا النشاط بشكل مفصل منذ البداية (AMF فرنسا)^١. وبصفة عامة، اصبح من اللازم وصف النشاط الذى تمارسه الشركة المستهدفة فى مستندات قيد الشركة بالبورصة لان مثل هذا التحديد سيكون لازماً لإتمام عملية الاستحواذ نفسها.

ولا يقف الامر عند تحديد النشاط الذى تمارسه الشركات المستهدفة، بل يلزم تحديد قيمة هذه الشركة بالنظر الى راس مال الشركة SPAC، فتوجد انظمة تستلزم الا تقل قيمة الشركة عن ٨٠٪ من راس مال الشركة التى تريد الاستحواذ (القانون المصرى^٢) وهناك دول تشترط نسب اكبر.

والحقيقة ان عملية اختيار الشركة المستهدفة من قبل المؤسسين هى عملية محفوفة بالمخاطر اذ ليس من السهل ايجاد شركات مستهدفة جادة وقابلة للنمو فى نفس الوقت. فقد اثبتت التجربة ان هناك شركات مستهدفة قامت بالتزوير فى مستندات محاسبية بهدف المبالغة فى الارباح التى تحققها، واخرى تقوم

^١ Rapport de Groupe de travail presidé par Jean Arthuis, Paris: place financière en première ligne pour les SPAC, Le club des jurists, décembre 2021, p. 45.

^٢ المادة ١٢ مكرر ٩ من قرار مجلس ادارة الهيئة العامة للرقابة المالية رقم ١٧١ لسنة ٢٠٢١ بشأن القواعد المنظمة لمزاولة نشاط الشركات ذات غرض الاستحواذ Special Purpose Acquisition Company (SPAC)

بأعمال غش وكذب بخصوص التكنولوجيا التي تستخدمها والنتائج التي تحققها،
ومن ثم يلزم الاهتمام بالتقرير النافى للجهالة الذي يجب عمله على الشركة
المستهدفة due diligence .

وتستلزم المادة ١٢ (٩ مكرر) من قرار الهيئة العامة للرقابة المالية الخاص
بهذا النوع من الشركات ان تكون الشركة او الشركات المستهدف الاستحواذ
عليها مستوفية لقواعد القيد بالبورصة المصرية، على ان تستثنى تلك الشركات،
كما هو الحال بالنسبة لشركة SPAC، من البنود ٥، ٧، ٨، من المادة ٧ من
قواعد القيد والشطب، اذا كانت من الشركات الناشئة او التي تعمل في
المجالات الواعدة كمجال التكنولوجيا ومجال الابتكارات او في أي مجالات
اخرى توافق عليها الهيئة وفقا للمبررات التي يقدمها المؤسسين/ الرعاة.

- تعارض المصالح المتولد عن اختيار الشركة المستهدفة. وتشهد التجربة
الامريكية على وجود تعارض للمصالح عند البحث عن الشركة المستهدفة^١. وعند
الرقابة على مواقف يمكن ان يتولد عنها تعارض مصالح، يلزم الاخذ في الاعتبار
شخصية كل مؤسس من مؤسسى الشركة وكذا مجال النشاط الذي يمارسه، اذ من
المتوقع ان يفضل المؤسسون اختيار شركات تعمل في نفس المجال او ترتبط بهم
او بأي من بينهم بعلاقات تجارية وذلك بغض النظر عن مدى قابلية الشركة
للنمو. وقد يستغل المستثمرون حقهم فى الانسحاب من الشركة واسترداد اموالهم
للضغط على المؤسسين فى اختيار شركة لهم فيها مصلحة.

وتتعدد الوسائل والادوات لتجنب تعارض المصالح والتي تبدأ بالزام كل عضو
من اعضاء مجلس الادارة او من المستثمرين بالإفصاح عن اية مواقف تتم عن
وجود تعارض مصالح، اذ لا يمكن تجنب تعارض المصالح الا بعد تحديد
مواطن التعارض. وعندئذ يمكن الزام المؤسسين بالرجوع الى رأى محايد

^١ Rapport de Groupe de travail presidé par Jean Arthuis, Paris: place financière en première ligne pour les SPAC, Le club des jurists, décembre 2021.

fairness opinions بخصوص الشركة المستهدفة، او منع المؤسسين او المستثمرين من التصويت للاستحواذ على شركة يكون لأى فرد من افراد هاتين الطائفتين علاقات بهما، كما يمكن اخذ موافقة المستثمرين من خلال الجمعية العامة للشركة للموافقة على اختيار الشركة المستهدفة، او ربط اتعاب اعضاء مجلس الادارة بالنتائج التى تحققها الشركة المستهدفة بعد الاستحواذ، اطالة المدة التى لا يجوز للمؤسسين التنازل عن اسهمهم، الخ..

ولتجنب تعارض المصالح ومنع المبالغة فى قيمة الاسهم الصادرة عن الشركة المستهدفة تحقيقا لمصلحة المؤسسين او المستثمرين اذا كان لأى منهما مثلا علاقات تجارية مع الشركة المستهدفة، الزم المشرع الشركة SPAC بتقييم الشركة او الشركات المستهدفة عن طريق الاستعانة بأحد المستشارين الماليين المستقلين المقيدين لدى الهيئة مع الالتزام بمعايير التقييم للمنشآت الصادرة عن مجلس ادارة الهيئة.

ثالثا: مرحلة عمل شركات SPAC عند الاستحواذ على الشركات المستهدفة

- تمهيد وتقسيم. تعد مرحلة اتمام الاستحواذ هى اخر مراحل حياة شركة SPAC. وبمجرد تأكيد الاستحواذ، فيلزم تحديد احكام ونتائج نهاية العملية. وبتمام الاستحواذ تندمج الشركة فى الشركة او الشركات المستهدفة، ومن ثم تبدأ الاولى ممارسة نشاط الثانية.

الاستحواذ على الشركة المستهدفة.

بمجرد تحديد الشركة المستهدفة، فيلزم عرض مشروع قرار الاستحواذ متضمنا كافة التفاصيل المتعلقة بنشاط الشركة او الشركات المستهدفة على الاجهزة المختصة داخل الشركة. ولما كان من المتصور الا يوافق على الاستحواذ كل

المستثمرين، فيكون من الطبيعي فتح الباب اما الرافضين او المناهضين لعملية الاستحواذ في طلب اعادة شراء اسهمهم من قبل الشركة.

- موافقة الجمعية العامة للشركة على اختيار الشركة المستهدفة.
اختيار الشركة المستهدفة يكون بحسب الاصل من اختصاص مدير الشركة.
ولكن العمل جرى في كثير من الاحيان على ضرورة موافقة كل من مجلس الادارة والجمعية العامة للمساهمين في الشركة بأغلبية بسيطة او اغلبية موصوفة.

ولكن نظرة على قواعد الباب ١٢ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق راس المال الصادر بالقانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ نجد ان اختيار الشركة المستهدفة واتمام عملية الاستحواذ انما يرجع الى مجلس ادارة الشركة الراغبة في الاستحواذ ولا شأن للجمعية العامة للشركة في هذا الصدد. وعلى العكس من ذلك، فقد استلزمت المادة ١٢ (مكرر ١٠) من قرار مجلس ادارة الهيئة العامة للرقابة المالية رقم ١٧١ لسنة ٢٠٢١ المتضمن القواعد المنظمة لمزاولة نشاط الشركات ذات غرض الاستحواذ، عرض مشروع قرار الاستحواذ متضمنا كافة التفاصيل المتعلقة بنشاط الشركة او الشركات المستهدف الاستحواذ عليها على الجمعية العامة غير العادية للشركة، ويقتصر التصويت هنا على المستثمرين من المكتتبين ومن ثم لا يجوز للمؤسسين واشخاصهم المرتبطة التصويت على هذا القرار. ويلزم ان يحصل القرار على اغلبية ثلثي الاسهم الممثلة في الاجتماع. فاذا تحققت الاغلبية اللازمة لصدور القرار، كان للمساهمين المعترضين على قرار الاستحواذ التخرج من الشركة اما ببيع اسهمهم في البورصة او شراء الشركة لأسهمها كاسهم خزينة او شراؤها من قبل ممولين اضافيين، فاذا لم تتحقق هذه الاغلبية يتم شطب الاسهم اجباريا من البورصة، ويلزم اتخاذ اجراءات تصفية الشركة، ما لم تنقض سنتين على تاريخ اتمام اجراءات زيادة راس مال الشركة او ما لم تستوفى الشركة الحد الادنى من راس المال اللازم لمباشرة نشاطها بعد زيادة راس مالها والبالغ مائة مليون جنية

ويبدو غريبا التعارض بين الباب ١٢ الخاص بالاستحواذ والذى لا يستلزم موافقة الجمعية العامة على الاستحواذ وبين قرار الهيئة العامة للرقابة المالية رقم ١٧١ والذى يستلزم موافقة الجمعية العامة غير العادية على الاستحواذ، اذ ان هذا الاستحواذ انما يخضع للباب ١٢ (بشرط ان تكون الشركة المستهدفة مقيدة بالبورصة او طرحت اسهمها فى اكتتاب عام او طرح عام) حيث ان المادة ١٢ مكرر ٤ تقرر ان الاستحواذ انما يتم بالاستحواذ : ١- نسبة ١٠٠٪ على راس المال او حقوق التصويت ويتبعها الاندماج، ٢- الاستحواذ على نسبة ميطرة من راس المال او حقوق التصويت تجاوز النسب اللازمة لاتخاذ قرار الاندماج المشار اليه بالبند (١)، ٣- الاستحواذ على نسبة تمثل اغلبية مطلقة من راس المال او حقوق التصويت.

والحقيقة اننا لا نتفق مع الهيئة العامة للرقابة المالية من ضرورة الحصول على موافقة الجمعية العامة غير العادية على اتمام عملية الاستحواذ وخصوصا اذا كان الاكتتاب فى اسهم شركة SPAC اكتتابا عاما حيث سيكون الحصول على موافقة الجمعية العامة غير العادية صعبا ان لم يكن مستحيلا وخصوصا اذا كانت الشركة المستهدفة من المشروعات الصغيرة او المتوسطة فى مرحلة التأسيس حيث تكون المخاطر مرتفعة، هذا بخلاف لو ان طرح اسهم شركة SPAC تم من خلال طرح خاص الذى يتوجه الى مستثمرين مؤهلين، فعندئذ يكون الحصول على الموافقة اكثر سهولة. ومن ثم فنرى عدم تطلب موافقة الجمعية العامة على الاستحواذ وقصر الامر على موافقة مجلس الادارة وهذا هو ما تأخذ به معظم الدول ومنها امريكا مهد هذا النظام^١. وخصوصا اذا اخذنا فى الاعتبار ان المشرع

^١ Rapport de Groupe de travail presidé par Jean Arthuis, Paris: place financière en première ligne pour les SPAC, Le club des jurists, décembre 2021.

الفرنسي لا يستلزم الحصول على موافقة الجمعية العامة والاكتفاء بموافقة مجلس الإدارة وذلك لجعل السوق الفرنسي أكثر تنافسية في جذب هذا النوع من الشركات للقيود في البورصة الفرنسية. ويترك المشرع الفرنسي الأمر للحرية التي يتمتع بها المساهمين عند تحرير النظام الأساسي للشركة أو اتفاقات المساهمين أو العقود التي يتم إبرامها بين المؤسسين والمستثمرين.

- حق المستثمرين في طلب إعادة شراء أسهمهم من قبل الشركة
SPAC. وفقا للنظام الأمريكي، تلتزم الشركة دائما برد اموال المستثمرين اذا لم تتمكن الشركة من الاستحواذ على الشركة المستهدفة خلال المدة المحددة. ويتم هذا الامر في القانون الأمريكي عن طريق منح المساهمين حق الاسترداد Redemption وفي القانون الفرنسي بالرجوع الى الاسهم الممتازة القابلة لإعادة شراؤها من الشركة action de preference rachetables. وفي القانون المصري بالزام الشركة برد اموال المستثمرين دون بيان آلية الرد.

اما في القانون المصري، فاذا لم تنجح الشركة في الاستحواذ على شركة اخرى خلال سنتين من تاريخ اتمام زيادة رأس المال، فهنا تلتزم الشركة برد اموال المستثمرين المكتتبين دون بيان آلية الرد. ويترتب نفس الاثر اي رد اموال المستثمرين اذا لم توافق الجمعية العامة غير العادية بنسبة الثلثين على عملية الاستحواذ. اما اذا تمت الموافقة بنسبة التصويت المطلوبة (الثلثين)، فيجوز للمساهمين المعترضين على قرار الاستحواذ التخارج خلال ٣٠ يوم من تاريخ التصويت على هذا القرار ويكون التخارج بأحد طرق ثلاثة: ١- بيع الاسهم في البورصة، ٢- شراء الشركة لأسهمهم كأسهم خزينة، ٣- شراء ممولين اضافيين PIPES لأسهمهم (المادة ١٢ مكرر ٩ من قرار الهيئة العامة للرقابة المالية رقم ١٧١ لسنة ٢٠٢١).

ومن الواضح ان المشرع المصري انما يعترف للمستثمر بمكنة الاسترداد اذا لم تتم عملية الاستحواذ خلال مدة سنتين من تمام عملية زيادة رأس المال او اذا لم تحصل العملية على النسبة المقررة للتصويت في الجمعية العامة غير

العادية^١ دون ان يوضح آلية الاسترداد كما هو الحال فى القانون الأمريكى والقانون الفرنسى، كما انه يمنح المستثمر مكنة بيع اسهمه اذا اعترض على قرار الاستحواذ. فيما عدا هذه الحالات الثلاثة فالمستثمر ملزم بالبقاء فى الشركة عكس الممارسات الدولية التى تمنحه حق الانسحاب من الشركة فى كل وقت قبل الاستحواذ وبعده.

وإذا كان نظام ال SPAC طبقا للنموذج الأمريكى يقرر حق المستثمرين فى استرداد اسهمهم من الشركة المصدرة بنفس سعر الاكتتاب فيها، فان هذا يعنى عدم تحمل المستثمرين اية خسارة على عكس المؤسسين. وهنا لا يمكن تكييف هذا الشرط بانه شرط اسد الذى يعد شرطاً باطلا ويمتد هذا البطلان الى عقد الشركة نفسه لأنه يهدم احد اركان عقد الشركة وهو اقتسام الارباح والخسائر^٢. الامر الذى يشكل عقبة امام تبني نظام ال SPAC.

وقد تعرضت محكمة النقض الفرنسية الى هذه المسألة بمناسبة نزاع يتلخص فى أن أحد المستثمرين وافق على المشاركة فى رأس مال شركة ما عن طريق شراء ٣٠٠ سهم بسعر ١٠٠ فرنك للسهم الواحد بالإضافة لعلاوة إصدار. ونظرا لمشاركته التى تعد على أهميتها قليلة جدا، فقد أبرم وعدا بإعادة شراء مع المساهمين القدامى، بموجبه يلتزم هؤلاء المساهمين بشراء الاسهم التى اشترها المستثمر الجديد بسعر اصدارها بما فيها علاوة الاصدار، مع دفع فائدة سنوية ١٤٪. وعندما أراد المستثمر

^١ ووفقا للممارسات الدولية اذا رفض قرار الاستحواذ اكثر من ٣٠٪ ممن له حق التصويت وممثلين فى الاجتماع، فهنا تجد الشركة نفسها ملزمة بالبحث عن شركة اخرى.
Anne TAFFIN, SPAC: quell est ce nouveau moyen d'investir en Bourse qui a seduit Xavier Niel ? cet article est disponible sur le site internet : www.maddyness.com/2021/04/08/spac-bourse-entreprise-mediawan-xavierr-niel/.

^٢ انظر مؤلفنا صناديق استثمار الملكية الخاصة : التمويل من المهد الى اللحد، دار النهضة العربية، ٢٠١٥، بند ١٢، ص ٢٥ وما بعده، بند ١١٨، ص ٢٣٦.

الجديد تفعيل الوعد، رفض المساهمون القدامى الشراء، على أساس ان هذا الوعد باطل لانه يدخل فى نطاق شروط الأسد المحرمة.

وقد انتهت محكمة النقض الفرنسية فى هذا الصدد إلى نتيجة رائعة^١، نتيجة تعد مشجعة لازدهار هذا النوع من الشركات SPAC، وهى تتمثل فى أن الاتفاق الذى تم إبرامه بين المستثمرين حاملى رأس المال المخاطر وباقى المساهمين فى المشروع والذى بموجبه يتم ضمان بيع أسهم حاملى رأس المال المخاطر بنفس السعر الذى دفعه المستثمر عند الاكتتاب فى السهم، لا يعد من شروط الاسد الذى يؤثر فى ركن اقتسام الارباح والخسائر كأحد الاركان اللازمة لصحة عقد الشركة، وبالتالي يودى الى بطلان عقد الشركة فى القانون المصرى واعتبارها غير مكتوبة وفقا للقانون الفرنسى^٢. واستندت المحكمة فى تبرير ذلك بأن مستثمر رأس المال الخاص أو رأس المال المخاطر هو فى النهاية ممول او دافع أموال، ومن ثم فمن الطبيعى أن يضمن سداد استثماراته أو الحصول عليها عند التخارج.

ويعد ما استقرت عليه محكمة النقض هو تأكيد على ما استقرت عليه محكمة استئناف باريس^٣، وشايعها الفقه الذى خلص الى أن ثمة مساهمين فى الشركة

^١ " 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 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/Rosler, D. 2004, p. 3144, obs. A Lienhard; Droit et Patrimoine, février 2005, p. 133. obs. D. Poracchia

ونطمع فى القريب العاجل فى حكم مماثل من محكمة النقض المصرية، لانه سيعد اعترافا بصحة الاتفاقات التى على اثرها يشارك راس المال المخاطر ورأس مال تمويل التوسعات، فى تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة. وبذلك تتوفر الطمأنية والأمان لدى المستثمرين من هذا النوع.

^٢ المادة ١٨٤٤-١ الفقرة ٢ من القانون المدنى الفرنسى.

^٣ CA Paris , 17 avril 1996, Azer et autres c/ SA Inovelf et autres, Bull. joly. bourse, 1996, pp. 808 et ss.. note Alain COURET; CA

١٣٠ مجلة القانون والاقتصاد - عدد خاص بمؤتمر الكلية السنوى بعنوان
دور المشروعات المتوسطة والصغيرة ومتناهية الصغر فى تحقيق التنمية
المستدامة رؤية مصر ٢٠٣٠ يومى ٧-٨ نوفمبر ٢٠٢٢

يجب النظر إليهم على أنهم مجرد مستثمرين يقترب موقفهم وتفكيرهم من موقف
وتفكير حملة السندات، وهم بذلك يعدون مساهمون مختلفون عن المساهمين
الذين تتوافر لديهم روح الشريك وروح المشاركة^١.

والحقيقة ان هذه المشكلة تكون اكثر حدة فى كل من القانون الأمريكى والقانون
الفرنسى عنه فى القانون المصرى حيث ان قرار الهيئة العامة للرقابة المالية
رقم ١٧١ لم يشترط او لم يفرض على الشركة الالتزام بإعادة شراء اسهم
المساهمين غير الراغبين فى عملية الاستحواذ بنفس سعر الاكتتاب، بل اجاز
لهؤلاء المستثمرين بيع اسهمهم فى البورصة او شراء الشركة لهذه الاسهم
كاسهم خزينة او بيعها لممول إضافي. والحقيقة ان ما قرره المشرع المصرى
سوف يشكل مانعا لكثير من المستثمرين من الاكتتاب فى اسهم مثل هذا النوع

Paris, 15 septembre 2000, Rosseler c/Belkhefa, Droit societes
fevrier, 2001, pp. 19 et s; Bull. joly boues, 2001, note Alin
COURET, pp. 47.

" Faut-il qualifier ces bailleurs de fonds d'associés ou prendre^١
acte de leur état d'esprit proche de celui d'un obligataire, pour
les qualifier d'investisseurs et leur appliquer ainsi un droit des
sociétés Un droit des sociétés expurgé des dispositions
qui ne sont fondées que sur l'exigence d'un affectio societatis
qui n'anime nullement ces investisseurs? La distinction nous
semble des plus féconde , non seulement pour apprécier le
caratère léonin d'une stipulation, mais également comme arête
sur pourrait s'articuler harmonieusement le droit des sociétés. Il
est absurde de véhiculer plus longtemps l'idée que tous les
actionnaires sont des associés.Rendons une cohérence en
droit des sociétés en distinguant parmi ces actionnaires ceux
qui sont de simples investisseurs de ceux qui, véritablement,
ont âme d'associé. C'est autour de cette idée que doit
dorénavant se construire le droit des sociétés par actions.:

F.-X. Lucas, Revue sociétés, janvier, 2001, p. 19.

من الشركات، اذ لا يدرون ما اذا كانوا سيتمكنون من بيع اسهمهم بنفس سعر
الاكتتاب ومن ثم عدم تحملهم اية خسارة.

نهاية عملية الاستحواذ

تتعدد طرق اتمام عملية الاستحواذ، حتى اذا ما تمت العملية فنبحث عندئذ
موطن الشركة الجديد بعد اندماجها فى الشركة المستحوذ عليها.

- طرق اتمام عملية الاستحواذ. طبقا للمادة ١٢ مكرر ٤ من قرار الهيئة
العامة للرقابة المالية رقم ١٧١ يتم الاستحواذ على الشركة او الشركات
المستهدفة وفقا لأي من البدائل الآتية :

١- الاستحواذ بنسبة ١٠٠٪ على راس المال او حقوق التصويت ويتبعها
الاندماج فى الشركة.

٢- الاستحواذ على نسبة مسيطرة من راس المال او حقوق التصويت تجاوز
النسبة اللازمة لاتخاذ قرار الاندماج المشار اليه بالبند الاول.

٣- الاستحواذ على نسبة تمثل اغلبية مطلقة من راس المال او حقوق
التصويت.

ويتم الاستحواذ هنا بأحد طرق ثلاثة^١: ١- اما عن طريق قيام شركة
SPAC بشراء كل الاسهم المصدرة عن الشركة المستهدفة، وفى هذه الحالة لن
يصبح المساهمين فى هذه الاخيرة مساهمين فى SPAC بصفة مباشرة، حيث
ان اتمام عملية الاستحواذ يتوقف على مدى كفاية الاموال لشراء كل اسهم
الشركة المستهدفة، وفى هذه الحالة يمكن ل SPAC عمل طرح خاص لعدد
من المستثمرين المؤهلين للحصول على اموال اضافية لاستكمال العملية وشراء
كل الاسهم، ٢- كما يمكن ان يتم الاستحواذ عن طريق apport en nature
حيث تستحوذ شركة SPAC على كل اصول الشركة المستهدفة، وفى مقابل

^١ Rapport de Groupe de travail presidé par Jean Arthuis, Paris: place financière en première ligne pour les SPAC, Le club des jurists, décembre 2021, p. 45.

ذلك تقوم ال SPAC بإصدار اسهم جديدة لصالح المساهمين فى الشركة او الشركات المستهدفة، وفى هذه الحالة تجب مراعاة تجاوز اى من المساهمين فى الشركة المستهدفة الذى يتصرف بمفرده او مع اشخاص مرتبطة لنسبة معينة تتمثل فى 30% من راس مال او حقوق التصويت فى الشركة SPAC (القانون الفرنسى) او الثلث من راس مال او حقوق التصويت فى الشركة SPAC (مصر)، سيلتزم بتقديم عرض شراء إجباري لشراء كل ما تبقى من اسهم الشركة المستهدفة، ٣- واخيرا يمكن ان يتم الاستحواذ عن طريق الاندماج بين ال SPAC من ناحية والشركة المستهدفة من ناحية حيث يمكن ان تبتلع الاولى الثانية او العكس، كما يمكن ان تمتزج الشركتين فى بعضهما لتكوين شركة جديدة.

- **موطن الشركة بعد الاندماج فى الشركة المستحوذ عليها.** وفقا لأغلب الانظمة القانونية، من المتصور ان يختلف مكان وجود مركز الادارة عن مكان قيد اسهم الشركة. وبمقتضى مركز الادارة الرئيسى للشركة المستهدفة ومركز الادارة الرئيسى لشركة SPAC وما سيترتب على اندماج الشركتين، تتعد الحلول لتحديد مكان الشركة الجديدة ومن ثم تحديد القانون الواجب التطبيق.

واستغلالا للمكانات الكثيرة المتاحة لتحديد مكان الشركة الجديدة، فمن المتصور قيد شركة مستهدفة اجنبية فى البورصة المصرية مع بقاء مركز ادارتها الرئيسى فى دولة اخرى مختلفة. وهنا فالجهات الرقابية مدعوة لتشجيع قيد الشركات المستهدفة الاجنبية فى البورصة المحلية^١.

المطلب الرابع

مقارنة بين بنية تشريعية قائمة قبل القانون رقم ١٥٢ لسنة ٢٠٢٠ وبنية تشريعية مأمولة لنجاح تجربة تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة

- تمهيد وتقسيم. سنحاول هنا الوقوف على ابرز الفوارق ما بين البنية التشريعية للمشروعات المتوسطة والصغيرة قبل صدور القانون رقم ١٥٢ لسنة ٢٠٢٠ بإصدار قانون تنمية المشروعات المتوسطة والصغيرة ومتناهية الصغر، وكذا القانون ١٤١ لسنة ٢٠١٤ لتنظيم نشاط تمويل المشروعات المتوسطة والصغيرة ومتناهية الصغر والمعدل بالقانون رقم ١٥٥ لسنة ٢٠٢٢ (اولا) والبنية التشريعية المأمولة بعد هذه القوانين (ثانيا).

اولا: البنية التشريعية للمشروعات المتوسطة والصغيرة قبل صدور القانون رقم ١٥٢ لسنة ٢٠٢٠، والقانون ١٤١ لسنة ٢٠١٤ المعدل بالقانون رقم ١٥٥ لسنة ٢٠٢٢

-تمهيد وتقسيم. سوف نعرض هنا للتعديلات التي تم ادخالها على البنية التشريعية للمشروعات المتوسطة والصغيرة التي كانت قائمة قبل صدور القانون رقم ١٥٢ لسنة ٢٠٢٠، والقانون ١٤١ لسنة ٢٠١٤ المعدل بالقانون رقم ١٥٥ لسنة ٢٠٢٢.

التعديلات التي جاء بها القانون ١٥٢ لسنة ٢٠٢٠ بشأن تنمية المشروعات المتوسطة والصغيرة ومتناهية الصغر:

• قانون تنمية المشروعات المتوسطة والصغيرة والمتناهية الصغر يتضمن العديد من الحوافز والإعفاءات الضريبية والمزايا التحفيزية ، التي توفر ضمانات النجاح لتلك المشروعات. حيث يقول الدكتور " السيد محمود صقر رئيس قطاع المناطق والمراكز والمنافذ " فى تعليقه على القانون المذكور حيث ذكر ان القانون المذكور "أتاح فرص كبيرة لم يحظى بها الممولون من قبل ، موضحاً أن القانون يتضمن نظاماً ضريبياً مُبسّطاً ودائماً لهذه المشروعات؛

يساهم فى تخفيف الأعباء الضريبية، وتيسير الإجراءات لهذه المشروعات ،
لافتاً إلى أن قيمة المبيعات أو رقم الأعمال الذى لم يتجاوز ٢٥٠ ألف جنيه
تكون الضريبة ألف جنيه سنوياً، وإذا قلت عن ٥٠٠ ألف جنيه تكون الضريبة
٢٥٠٠ جنيه، وإذا قلت عن مليون جنيه تكون الضريبة ٥ آلاف جنيه سنوياً،
وإذا تراوحت قيمة المبيعات السنوية من مليون إلى أقل من ٢ مليون جنيه
تكون الضريبة ٥٪ من حجم قيمة المبيعات . وإذا تراوحت من ٢ مليون إلى
أقل من ٣ مليون تكون الضريبة ٧٥٪، وإذا تراوحت من ٣ مليون إلى ١٠
مليون جنيه تكون الضريبة ١٪ ، موضحاً أنه يتم تحديد حجم أعمال المشروع
الخاضع للمعاملة الضريبية المبسطة كل خمس سنوات من واقع ما تُجرىه
مصلحة الضرائب من فحص ، ويُحاسب الممول ضريبياً فى السنوات الخمس
التالية على أساس نتيجة الفحص ، مشيراً إلى أن المصلحة قد وفرت كافة
النماذج التى يحتاجها أصحاب المشروعات الصغيرة ومتناهية الصغر على
البوابة الالكترونية للخدمات الضريبية".

١-وضع تعريف موحد للمشروعات المتوسطة والصغيرة ومتناهية الصغر .

٢-اصدار قوانين جديدة لتسهيل تمويل المشروعات المتوسطة والصغيرة ووضع
ضوابط لهذا التمويل.

٣-ايجاد آليات لحماية

التعديلات التى جاء بها القانون ١٤١ لسنة ٢٠١٤ والمعدل بالقانون ١٥٥ لسنة ٢٠٢٢:

١- تسهياً على العميل فى الحصول على التمويل اللازم الذى يحتاجه وكذا
مساعدة جهة التمويل فى الحصول أقساط التمويل استحدث المشرع نظام
الوساطة فى منح أو تحصيل التمويل، وهو نشاط يزاوله شخص اعتبارى يقوم
بإعداد وتجهيز ملف طالب التمويل لتقديمه للشركة أو الجمعية أو المؤسسة

الأهلية للحصول على التمويل وتعريف العميل بمخاطر التمويل وتقديم المشورة الفنية له (أي للعميل) أو يقوم بتحصيل أقساط التمويل وسدادها لجهة التمويل^١.
٢- ولتعزيز فرض جهات التمويل في تحصيل الأقساط المستحقة على العميل استحدث المشرع نظام الكفالة بأجر وهي عقد بمقتضاه يكفل شخص الوفاء بالتزام عميل تمويل المشروعات المتوسطة والصغيرة ومتناهية الصغر بأن يتعهد (أي الكفيل) للشركة أو الجمعية أو المؤسسة الأهلية بأن يفي بهذا الالتزام إذا لم يف به العميل نفسه، وذلك نظير أجر^٢.

**ثانياً: البنية التشريعية المأمولة للمشروعات المتوسطة والصغيرة
بعد صدور القانون**

رقم ١٥٢ لسنة ٢٠٢٠، والقانون ١٤١ لسنة ٢٠١٤ المعدل
بالقانون رقم ١٥٥ لسنة ٢٠٢٢

- تمهيد وتقسيم. نعرض هنا ما يجب ادخاله او تعديله على البنية التشريعية
المأمولة لتمويل المشروعات المتوسطة والصغيرة.

**اولاً: ضرورة تبنى مبدأ الحرية التعاقدية للحقوق المترتبة بالأسهم
على غرار ما فعله المشرع الفرنسي.**

٢٧- تبنى مبدأ الحرية التعاقدية بالنسبة للحقوق المترتبة بالأسهم. يلزم تبنى
المشرع المصرى ما تبناه المشرع الفرنسي - تشجيعاً منه على تمويل المشروعات
المتوسطة والصغيرة - من حرية تعاقدية لتحديد الخيارات المترتبة بالأسهم ومنها
الحق فى استرداد قيمتها او اعادة شراؤها من قبل الشركة المصدرة بنفس سعر
الاكتتاب، ومن امثلة ما تبناه المشرع الفرنسي: ١- الاسهم الممتازة التى تلتزم الشركة
المصدرة بإعادة شراؤها *actions de preference stipulées rachetables* ،
وهى على غرار *preferred redeemable shares* والتى يعرفها قانون الولايات

١ المادة (٢/٥) المضافة بموجب القانون رقم ١٥٥ لسنة ٢٠٢٢ بتعديل بعض احكام
القانون رقم ١٤١ لسنة ٢٠١٤.

٢ المادة (٢/٦) المضافة بموجب القانون رقم ١٥٥ لسنة ٢٠٢٢ بتعديل بعض احكام
القانون رقم ١٤١ لسنة ٢٠١٤.

المتحدة الأمريكية، ٢- خيار الاكتتاب فى السهم من عدمه، فاذا قرر مالك هذا الخيار عدم الاكتتاب فيستطيع عندئذ استرداد قيمته من الشركة اذا فشل مشروع الاستحواذ على الشركات المستهدفة، ومثال ذلك الكوبونات أو الشهادات التى تخول حق الاكتتاب فى الأسهم (BSA) Bons de Souscription d'actions. وهذه الورقة المالية تخول للمستثمر حق الاكتتاب فى رأس مال الشركة PACE بعد التأكد من نجاح عملية الاستحواذ ومدى قابلية الشركة المستهدفة للنمو واعطاء قيمة مضافة، فاذا ما تأكد المستثمر من ذلك، سيقوم باستعمال حقه فى الاكتتاب، وعندئذ تصبح هذه الكوبونات رأس مال واقعى للمشروع وليس احتماليا، أما إذا فشل المشروع وبالتالي لم يحدث نمو فى حصته، فهنا لا يمارس حقه فى الاكتتاب ويستطيع أن يسترد قيمة الشهادات ويرحل عن المشروع.

وبالإضافة لكل ما سبق، تشكل الورقة المالية (BSA) أداة لتصحيح سعر الاكتتاب، بمعنى أن (BSA) تستخدم كآلية تسمح بتصحيح، فى وقت لاحق، سعر الاكتتاب فى ورقة مالية معينة بموجب بلوغ أو عدم بلوغ الاهداف المرجوة من قبل مديرى المشروع، سواء من ناحية الكم أو من ناحية الكيف، أو بمقتضى وقوع بعض الأحداث مثل زيادة رأس المال لاحقا بسعر أقل من سعر الاكتتاب فى أول مرة. ولتحقيق هذا الهدف يتم تحديد سعر متغير prix glissant كمقابل ل BSA، سعر متغير بحسب النتائج التى يحققها مديرى المشروع^١. هذا السعر المتغير غالبا ما يستخدم كوسيلة لمناهضة ظاهرة ال dilution^٢، ومن ثم وفى حالة زيادة رأس المال الذى سيكون السهم فيه

^١ Françoise MONOD, Les enjeux stratégiques du pacte d'actionnaires, Banque stratégie n180, 2001, p. 16.

^٢ وهى ظاهرة عبارة عن انخفاض حصة المساهم فى رأس المال. فعندما لا يشارك مساهم، الذى يمتلك نسبة معينة من رأس المال، فى اصدار جديد من الأسهم بما يوازى ما يملكه من نسبة فى رأس المال قبل الإصدار، فإن حصته فى رأس المال سوف تنخفض فى رأس

تمويل المشروعات المتوسطة والصغيرة ومتناهية الصغر بين بنية تشريعية قائمة وبنية تشريعية مأمولة

١٣٧

بسعر أقل من سعر السهم في الاكتتاب الأول، والسبب فشل المديرين في بلوغ الأهداف المحددة، هنا يجوز للمستثمر أن يمارس حقه في الاكتتاب، بموجب بما يحوزه من شهادات اكتتاب، وذلك بسعر الاكتتاب الجديد. كأن ال (BSA) هو أداة تسمح للمستثمر بالمحافظة على نسبة مشاركة في رأس المال تعادل النسبة التي كانت له عند الاكتتاب الأول، فهي تشكل حائط قانوني يمنع الاضرار بالمستثمرين نتيجة انخفاض قيمة الاوراق المالية المصدرة عن المشروع. وبعبارة أخرى، فإن سعر شهادات الاكتتاب هو سعر متغير، فإذا نجح المشروع فمن الطبيعي أن ترتفع قيمة هذه الشهادات، وهذا هو الطبيعي، وقد تنخفض قيمة هذه الشهادات بنفس قيمة الانخفاض التي أصابت الاوراق المالية المصدرة عن المشروع لعدم بلوغ الاهداف المرجو تحقيقها، وبالتالي ستظل حصة المستثمر المساهم كما هي لن يصيبها النقص.

٢٩- زيادة رأس مال الشركات **SPAC**. احوال القرار المنظم لنشاط الشركات ذات الاستحواذ الى القواعد العامة في قانون الشركات وقانون سوق رأس المال بشأن زيادة رأس المال. وبالرجوع الى هذه القواعد فان زيادة رأس المال المصدر للشركات المقيدة بالبورصة يكون من اختصاص الجمعية العامة العادية بموجب اجراءات طويلة ومعقدة.

ونرى في هذا الصدد ضرورة اجراء تعديل تشريعي يعطى لمجلس ادارة الشركة سلطة زيادة رأس المال المصدر على غرار ما هو مقرر لزيادة رأس مال الشركات غير المقيدة اوراقها ببورصة الاوراق المالية.

المال. فمثلا مساهم يمتلك ١٠٠ سهم من إجمالي اسهم شركة ما ١٠٠٠ سهم، ومن ثم وعندما تقوم الشركة بإصدار ١٠٠٠ سهم جديد، ومن ثم سيصبح عدد الأسهم ٢٠٠٠ سهم، ولا يقوم هذا المساهم في الاكتتاب في الاسهم الجديدة، فان نسبته في رأس المال سوف تنخفض بكل تأكيد، فبعد أن كانت نسبته ١٠٪ من رأس المال، ستنخفض لتصبح ٥٪ من إجمالي رأس المال.

ويمكن أن نكون بصدد ظاهرة ال **dilution**، عندما لا يكون الانخفاض ليس في نصيب المساهم في رأس المال، وإنما يلحق الانخفاض الاسهم التي بحوزته نتيجة للنتائج السيئة للمشروع، فإذا كان المساهم قد اشترى السهم ب ١٠٠ جنيه، فان تدهور نتائج المشروع وعدم بلوغه للنتائج المرجوة، سيؤدي بالضرورة الى انخفاض قيمة السهم، فيصبح مثلا ٨٠ جنيه بعد ان كان مائة جنيه.

هذا وقد وضعت البورصة المصرية ضوابط زيادة راس مال الشركات ذات الاستحواذ تتمثل فى :

- ١- تكون زيادة رأس المال المصدر للشركة بإصدار أسهم جديدة على أن تحدد قيمة تلك الأسهم على أساس القيمة العادلة لها في وقت الإصدار.
- ٢- أن يكون زيادة رأس المال بناءً على تقرير من أحد المستشارين الماليين المعتمدين لدى هيئة الرقابة المالية لهذا الغرض، ويجب أن يكون المستشار مستقلاً عن الشركة والأشخاص المترتبة وأعضاء مجالس إدارتها ومراقبي الحسابات، ولا تربطه بهم أي مصالح مشتركة.
- ٣- إذا كانت القيمة المحددة تزيد من القيمة الاسمية تجنب الزيادة في حساب احتياطي.
- ٤- إذا كانت القيمة المحددة أقل من القيمة الاسمية للسهم تعين على الشركة تخفيض القيمة الاسمية للسهم بما فيها الأسهم القائمة إلى تلك القيمة وحساب رأس المال وفقاً لها.
- ٥- إذا كانت القيمة المحددة أقل من الحد الأدنى للقيمة الاسمية للسهم المقرر قانوناً تكون قيمة الأسهم بما فيها الأسهم القائمة بالحد الأدنى مع تخفيض عدد أسهم الشركة وحساب رأس المال وفقاً لذلك.
- ٦- مراعاة أحكام اللائحة التنفيذية للقانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ فيتم اعمال حقوق الأولوية للمساهمين القدامى في الاكتتاب في زيادة أسهم رأس المال بأسهم اسمية نقدية يكون للمساهمين القدامى حق الأولوية في الاكتتاب في أسهم الزيادة كل بحسب عدد الأسهم التي يمتلكها، وذلك بشرط أن يتساوى جميع المساهمين من ذات المرتبة في التمتع بهذه الحقوق مع مراعاة ما يكون للأسهم الممتازة (إن وجدت) من حقوق أولوية خاصة بها على أنه يجوز للجمعية العامة غير العادية بناءً على طلب مجلس الإدارة وللأسباب التي يقرها

مراقب الحسابات أن تطرح أسهم الزيادة كلها أو بعض منها للاكتتاب العام مباشرة دون أعمال حقوق الأولوية للمساهمين القدامى.

٧- يتم إخطار المساهمين القدامى بإصدار أسهم الزيادة- في حالة تقرير حقوق أولوية خاصة بهم- بالنشر أو بكتاب مسجل على حسب الأحوال طبقاً لما هو منصوص عليه باللائحة التنفيذية للقانون ١٥٩ لسنة ١٩٨١، ولا يجوز أن يتضمن النظام النص على اقتصار هذا الحق على بعض المساهمين دون البعض الآخر، مع عدم الإخلال بما يتقرر للأسهم الممتازة من حقوق.

ونظرة على هذه الضوابط نجد منها ما هو جيد ومنها ما لا يتوافق مع آلية شركة SPAC، فالجيد يتمثل في ضرورة تقييم الشركة وتحديد سعر السهم بقيمته العادلة التي يحددها مستشار مالي مستقل معتمد من الهيئة. ولكن الشرط الخاص بإعمال حقوق الأولوية نجده غير متناسب مع شركة SPAC نظراً لأن إعمال حقوق الأولوية سيعطى الفرصة للمؤسسين لامتلاك أغلب راس مال الشركة بوصفهم المساهمين القدامى، مع أنه وفقاً للنظام الأمريكي الذي نشأت في ظلّه شركات SPAC يشترط ألا تتعدى ملكية المؤسسين في راس مال الشركة عن ٢٠٪ وتكون أغلبية راس المال مملوكة للمستثمرين المساهمين الجدد من المكتتبين في راس مال الشركة بعد قيدها ببورصة الأوراق المالية. هذا بالإضافة إلى أن المؤسسين ممنوعون من الاكتتاب في راس المال إلا بنسب قليلة جداً الأمر الذي لا يتصور معه أعمال حقوق الأولوية.

وتفادياً لهذه العقبة يمكن عرض الأمر على الجمعية العامة غير العادية بناء على طلب مجلس الإدارة ولأسباب التي يقرها مراقب الحسابات لتقرر طرح أسهم الزيادة كلها أو بعض منها للاكتتاب العام مباشرة دون أعمال حقوق الأولوية للمساهمين القدامى. هذا مع الأخذ في الاعتبار أن صدور القرار يحتاج إلى أغلبية موصوفة لا تقل عن ثلثي الأسهم الممثلة في الاجتماع.

٣٠- سلطة الموافقة على مشروع قرار الاستحواذ. طبقاً للمادة ١٢ مكرر ٩ من قرار مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية رقم ١٧١ لسنة ٢٠٢١، فإن

الموافقة على مشروع قرار الاستحواذ يكون من اختصاص الجمعية العامة غير العادية للشركة. والحقيقة اننا نرى ان يكون التصويت من مجلس ادارة الشركة وليس من الجمعية العامة غير العادية التى صدور قراراتها يحتاج الى اغلبية مرتفعة تصل الى الثلثين الامر الذى يجعل من صدور الموافقة على قرار الاستحواذ امرا صعبا. ويبقى الامر صعبا حتى ولو حظر المشرع على المؤسسين واشخاصهم المرتبطة التصويت على قرار الاستحواذ.

٣١- تعديل قواعد القيد والشطب . فى هذا الصدد اضافت الهيئة العامة للرقابة المالية مادتين لتسهيل قيد شركات SPAC هما المادة ٧ مكرر، ٧ مكرر ١:

١- المادة ٧ مكرر والتي تنص على ان " يجب قيد اسهم الشركات ذات غرض الاستحواذ الخاص بالبورصة المصرية، وتلتزم هذه الشركات بتنفيذ الطرح خلال شهر من تاريخ تسجيلها لدى الهيئة، وفى جميع الاحوال، لا تسرى فى شأن شركات ال SPAC البنود (٥، ٧، ٨) من المادة ٧ والتي تتعلق على التوالى بالزام الشركة التى تريد القيد فى تقدم القوائم المالية عن ثلاث سنوات سابقة على القيد ونسبة الربح التى يجب الا تقل عن ٥٪ من راس مال الشركة فى السنة السابقة على القيد.

٢- المادة ٧ مكرر ١ والتي تنص على انه يجب ان تكون الشركة او الشركات المستهدف الاستحواذ عليها من الشركات ذات غرض الاستحواذ SPAC مستوفاة لقواعد القيد بالبورصة المصرية، على ان تستثنى تلك الشركات من البنود (٨، ٧، ٥) من المادة ٧ من قواعد قيد وشطب الاوراق المالية بالبورصة المصرية، والاحكام المرتبطة بهذه البنود بذات المادة اذا كانت من الشركات الناشئة او الشركات التى تعمل فى المجالات الواعدة، كمجال التكنولوجيا ومجال الابتكارات او

فى مجالات اخرى توافق عليها الهيئة وفقا للمبررات التى يقدمها
المؤسسون/الرعاة.

٣- وازافت الهيئة فقرة اخيرة للمادة ٥٣ فى فقرتها الاخيرة على انه يتم
شطب اسهم الشركات ذات غرض الاستحواذ SPAC اذا لم يتم تنفيذ
الاستحواذ على الشركة او الشركات المستهدفة خلال سنتين من تاريخ
اتمام زيادة راس مال شركة ال SPAC او اذا لم تصل نسبة التصويت
بالموافقة على الاستحواذ المقترح على الشركة او الشركات المستهدفة
الى النسبة القانونية المتطلبة فى هذا الشأن على النحو الوارد بقرار
مجلس ادارة الهيئة رقم ١٧١ لسنة ٢٠٢١.
كما ان البورصة اقترحت بعد التعديلات منها :

١- اضافة مادة جديدة (مادة ٨ مكرر) والتي تنظم عملية قيد أسهم الشركات
المصرية ذات غرض الاستحواذ (SPAC) ، وذلك تماشياً مع أفضل
الممارسات العالمية فى هذا الشأن، والتي تجيز قيد أسهم الشركات
المصرية التي يكون غرضها الوحيد هو الاستحواذ، على أن ينص نظامها
الأساسي على أن حصيلة زيادات رؤوس الاموال تستثمر فى أوعيه
ادخارية ذات عائد ثابت ومجنبة لدى متلقي الاكتتابات لحين الاستحواذ
٢- فى حال عدم القيام بعمليات استحواذ خلال سنتين من تاريخ القيد
سوف يتم رد الأموال للمستثمرين بالعائد المحقق لها ويتم شطبها وفقاً
للبنء (٩) من هذه المادة، على أن تكون الشركة متعاقدة مع أحد مديري
الاستثمار المرخص لهم من الهيئة العامة للرقابة المالية العاملين
بمجال الاستثمار المباشر أو رأسمال المخاطر.

٣- إدخال بعض التعديلات على المادة ٤٤ من قواعد قيد وشطب الأوراق
المالية بالبورصة، لتسهيل عمليات استحواذ الشركات المقيدة على
شركات غير مقيدة بشرط التزام الشركات محل الاستحواذ بمعايير
الحوكمة كاملة وتحقيقها معدل نمو مركب بموجب الإيرادات، بما يفتح

المجال لرفع رأس المال السوقي للشركات المقيدة بالبورصة من خلال استحوادها على كيانات كبيرة بما يأتي بالنفع على سوق المال المصري والاقتصاد ككل.

ثانيا: المتطلبات غير التشريعية

٣٢- **تمهيد وتقسيم.** تتمثل هذه المتطلبات فى ضرورة نشر الوعى بهذا النظام ليس فقط بين اوساط المستثمرين وانما ايضا بين الموظفين القائمين على تطبيق هذا النظام، ضرورة اعداد نشرة اكتاب نموذجية تأخذ فى الاعتبار الطبيعة الخاصة لشركات SPAC، كما يلزم اعداد عقد ابتدائي ونظام اساسي خاص بهذا النوع من الشركات.

٣٣- **نشر الوعى بهذا النوع من انواع الشركات بين اوساط المستثمرين والقائمين على تطبيق هذا النظام من عمال الهيئة.** ولن يتم ذلك الا بعد اعداد الادلة والكتيبات الشارحة لهذا الالية وكيفية عملها والقواعد القانونية الحاكمة. كما يلزم بيان ان ثمة اطار قانونى يحكم هذه الشركات مع ضرورة تبسيط احكامه، كل ذلك مع ضرورة طمأنة المستثمرين من عدم وجود عقبات قانونية قد تؤدى الى عرقلة عمل هذه الالية.

ومن على جانب اخر، يجب نشر قواعد القيد والشطب فى البورصة المصرية وشرحها وتبسيطها وكيف ان هذه القواعد لا تشكل اية مشكلة فى سبيل قيد شركات SPAC، وخصوصا بعد ان استبعدت الهيئة العامة للرقابة المالية تطبيق بعض البنود من المادة السابعة من قواعد القيد والشطب والخاصة بتقديم القوائم المالية عن ثلاثة سنوات سابقة على القيد ونسبة الربح المتحققة قبل القيد وغير ذلك من القواعد.

كما يجب شرح وتبسيط الجوانب المختلفة لحياة هذه الشركات للعاملين بالهيئة العامة للرقابة المالية من خلال تنظيم دورات تدريبية لهم، وذلك منذ تأسيسها وحتى

تمام الاستحواذ على الشركات المستهدفة، مع ضرورة بيان العلة من كل حكم جاء بالقرار المنظم لعمل هذه الشركات وذلك من خلال مذكرة ايضاحية محكمة ومفصلة وشارحة لكل النصوص والاحكام بشكل مهني واضح دون لبس او غموض.

٣٤- اعداد نشرة اكتتاب نموذجية لشركات SPAC. وذلك مراعاة للطبيعة الخاصة لشركة SPAC والتي لا تمارس اية أنشطة في بداية حياتها وحتى تمام الاستحواذ والاندماج في الشركة المستهدفة، حيث تبدأ الشركة SPAC في ممارسة نفس نشاط الشركة المستحوذ عليها. ومراعاة لهذه الطبيعة واهمية نشرة الاكتتاب في مساعدة المستثمرين من المكتتبين في اتخاذ قرارهم الاستثماري بالاكتتاب من عدمه وخصوصا اذا كانت الاسهم مطروحة من خلال اكتتاب عام حيث تتوجه النشرة الى جمهور غير محدد سلفا، وليس من خلال طرح خاص حيث تتوجه مذكرة المعلومات الى مستثمرين مؤهلين لديهم الملاءة المالية والخبرة الكافية للاكتتاب في هذا النوع من الشركات، فقد حرصت الهيئة العامة للرقابة المالية على ضرورة اشمال النشرة على بعض البيانات الهامة (مخاطر الاستثمار - تجنب تعارض المصالح - القطاعات المستهدفة والضوابط الاستثمارية - الاطار المنظم لإدارة راس مال الشركة بما في ذلك الاموال حصيلة الاكتتاب - الخ). ولا ندري لماذا ذكرت الهيئة من ضمن بيانات نشرة الاكتتاب ضوابط الاسترداد اى استرداد المستثمرين ممن لا يرغبون في عملية الاستحواذ مقابل الاسهم التي اكتتبوا فيها وبنفس سعر الاكتتاب من الشركة المصدرة ذاتها، مع ان القانون المصرى الحاكم للشركات لا يسمح باسترداد قيمة الاسهم اثناء حياة الشركة على عكس السندات، وذلك احتراماً لمبدأ ثبات راس المال الذى يشكل الضمان العام الوحيد لدائنى الشركة. يضاف الى ذلك ان المشرع المصرى فى القرار رقم ١٧١ ذكر ثلاث آليات عن طريقها يستطيع من خلالها المساهمين المعترضين على قرار الاستحواذ التخارج من الشركة ليس من بينها الاسترداد، وهذه الآليات هى: - بيع الاسهم بالبورصة، شراء الشركة لأسهمهم كاسهم خزينة ، ٣- شراء ممولين اضافيين لأسهمهم.

كما ان المشرع ذكر ايضا كلمة الاسترداد فى المادة ١٢ مكرر ٩.
والحقيقة ان ما ذكره المشرع المصرى من آليات تخارج لا تضمن للمستثمرين
اهم ضمانه يتمتعون بها فى ظل هذا النظام كما نشأ فى امريكا الا وهو حقهم
فى استرداد مقابل اسهمهم بنفس سعر الاكتتاب، الامر الذى سيشكل عقبة فى
سبيل جذب كثير من المستثمرين للاكتتاب فى اسهم هذا النوع من الشركات.
ووفقا للنظام الأمريكى، فحق الاسترداد لا يقتصر فقط على من صوت ضد
قرار الاستحواذ وانما يثبت لكل المستثمرين.

ان نجاح عملية الاكتتاب وتغطية كافة الاسهم المطروحة يتوقف على ضرورة
تحرير نشرة الاكتتاب بطريقة واضحة ومفصلة وشفافة حتى يتمكن المستثمر
اتخاذ قراره بالاكتتاب من عدمه، فنشرة الاكتتاب يجب ان تبين بشكل واضح لا
لبس فيه كل عناصر الاخراج المالى لعملية الاستحواذ من بيان شروط استخدام
ال promote، احكام الحساب البنكى الذى تصب فيه حصيلة مساهمات
المستثمرين من المكتتبين وكيفية السحب والصرف منه الى آخره، شروط اعادة
شراء الاسهم التى اکتتب فيها المستثمرين من المساهمين فى الشركة، مدى
امكانية زيادة راس مال الشركة والحصول على اموال جديدة من خلال عملية
طرح لاسهم جديدة للاكتتاب العام، الخ... ومن خلال التجربة فغالبا ما يكون
المكتتبين من المستثمرين المؤهلين (اوروبا) او المستثمرين النظاميين (فرنسا).

٣٥- اعداد عقد ونظام أساسى خاص بشركات SPAC. والحقيقة ان الهيئة
العامة للرقابة المالية قامت مشكورة بإعداد العقد والنظام الأساسى لهذا النوع من
الشركات، ولكن لنا على هذا النظام الأساسى الملاحظات الآتية:

- المادة ٧ من عقد الشركة تتكلم عن التزام الشركة برد الاموال الى المستثمرين
اذا لم تتم عملية الاستحواذ خلال سنتين من تاريخ اتمام زيادة راس المال عن
طريق الاكتتاب العام او الطرح الخاص. هذا على الرغم من المشرع المصرى

لا يقرر مكنة الاسترداد للمستثمرين فى القرار المنظم للعملية وهو القرار ١٧١ لسنة ٢٠٢١.

- المادة ٣ من النظام الأساسى للشركة تتكلم عن ان غرض الشركة الوحيد هو راس المال المخاطر بغرض الاستحواذ على نسب ملكية فى كيانات او شركات. فى حين ان المادة ١٢ مكرر ٢ تقرر ان غرض الشركة يقتصر على الاستحواذ على نسب ملكية فى كيانات او شركات. والحقيقة لا ندرى لماذا قرر المشرع ان غرض الشركة راس المال المخاطر، مع ان راس المال المخاطر ليس غرضه الاستحواذ وانما غرضه تمويل مشروعات واعدة وقابلة للنمو وهى فى مرحلة التأسيس ليس بهدف السيطرة وانما لتنمية المشروع والحصول على قيمة مضافة من خلال تقديم التمويل والمساعدة الفنية فى الانتاج والتسويق وغير ذلك من مساعدات.

- المادة ٩ من النظام الأساسى تتكلم عن طريقة سداد الاسهم بالتقسيم وبيعها عند عدم سداد ثمنها، مع ان المادة ٧ من نفس النظام تقرر انه يجب الا يقل راس مال الشركة المصدر والمدفوع عن ١٠ ملايين جنيه.

يتوقف نجاح هذا النوع من الشركات على ضرورة :

١- الاهتمام ب due diligence (التقرير النافى للجهالة) للشركة المستهدفة: حيث اثبتت التجربة فى الولايات المتحدة الامريكية التى تعد مهد هذه الشركات قيام بعض الشركات المستهدفة بتزوير فى بعض المستندات المحاسبية لإظهار الشركة بانها تحقق ارباح (streaming Akazoo) واخرى قامت بالتزوير فى مستندات خاصة بالتكنولوجيا المستخدمة او فى القوائم المالية للشركة، وهذه امور كشفتها ال SEC فى الولايات المتحدة الامريكية.

٢- العمل على تجنب تعارض المصالح المحتمل ما بين المؤسسين والمستثمرين ممن يكتتبون فى راس مال الشركة SPAC , وينشأ تعارض المصالح من احتمال تفضيل المؤسسين لاختيار شركات مستهدفة ترتبط

معهم بعلاقات اقتصادية قديمة وذلك على حساب مصلحة المستثمرين، وقد يقوم المؤسسون باختيار شركة مستهدفة دون دراسة كافية ودون التأكد من مدى قابليتها للنمو، خوفا من انقضاء المدة التى يلزم ان تنتهى خلالها عملية الاستحواذ، وعندئذ يلزم تصفية الشركة ومن ثم خسارة المؤسسين للأموال التى انفقوها على تأسيس الشركة والقيمة المضافة المنتظرة التى ستنتج من ما يملكونه من promote و warrante بعد اتمام عملية الاستحواذ. ولا يوجد نوع من التوازن فيلزم تملك المستثمرين جزء من ال promote وتدعيم حقهم فى طلب اعادة شراء اسهمهم من قبل الشركة، وعندئذ سيظهر تعارض مصالح ولكن فى هذه الحالة لصالح المستثمرين الذين سيستخدمون ما يملكونه من وسائل ضغط (تملك جزء من ال promote - طلب اعادة شراء اسهمهم) على المؤسسين لاختيار شركات مستهدفة يكون لهم مصلحة فى الاستحواذ عليها والاندماج فيها.

٣- يجب على الجهات الرقابية فرض رقابة صارمة على خطوات عمل شركة ال SPAC وذلك للتأكد من صدق المعلومات التى تتضمنها الإفصاحات المطلوبة سواء من جانب المؤسسين او من جانب الشركات المستهدفة عند اتمام عملية الاستحواذ. وتعد ال SEC فى امريكا رائدة فى هذا المجال حيث انها تفرض جزاءات على كل من يفصح عن معلومات كاذبة غير صحيحة او يتجاهل عن عمد حجب معلومات هامة يفرض القانون الافصاح عنها، بل ان ال SEC لا تتردد فى تحريك الدعاوى الجنائية ضد من يقترف أى من هذه المخالفات التى تشكل جرائم فى حالات محددة وفقا للقانون الأمريكى.