

# دراسة شركات الاستحواذ ذات الأغراض الخاصة

يونيو 2022م

إدارة الأبحاث

"هذا المستند وما يحتويه من معلومات ووجهات نظر يعبر عن وجهة نظر معده ولا يعبر عن وجهة نظر هيئة السوق المالية، لذا تخلي الهيئة مسؤوليتها عما ورد فيه من معلومات وبيانات، ولا يمكن تحميل الهيئة أو منسوبها المسؤولية عن أي خسائر أو أضرار تنشأ عن استخدام هذا المستند، مع الأخذ بالاعتبار أن المعلومات والبيانات ووجهات النظر قابلة للتغيير دون إشعار مسبق"



## محتويات الدراسة

#	
4	المقدمة
5	التعريف بشركات الاستحواذ ذات الأغراض الخاصة
13	التجارب والممارسات الدولية
20	الأدبيات السابقة
23	المكاسب والمخاطر المحتملة
26	استطلاع آراء مؤسسات السوق المالية وأصحاب المصلحة
33	أبرز المشاهدات

# التعريفات

شركات الاستحواذ ذات الأغراض الخاصة	Special purpose acquisition company (SPAC)
هم الكيان أو فريق الإدارة الذي يؤسس شركة الاستحواذ ذات الغرض الخاص بهدف الاستحواذ على شركة قائمة	الرعاة (Sponsors)
غالباً تتضمن الوحدات المطروحة طرماً عاماً خيارات شراء، وعادة ما يكون سعر التنفيذ (Strike Price) أعلى من سعر الاكتتاب، وفي حال تفعيل الخيار تكون هناك تسوية نقدية بحيث يدفع المستثمر المبلغ مقابل الحصول على أسهم	خيارات الشراء (Warrants)
هي وسيلة تمويل من خلال عرض أسهم لمجموعة محدودة من المستثمرين باشتراطات معينة Registration Right تقوم بها عادة الشركات التي تحتاج إلى تمويل ويمكن إتمامها دون متطلبات تنظيمية	Private investment in public equity (PIPE)
هو حساب يخضع لقيود محددة، وتسمح هذه الحسابات بتجميع الأموال ووضعها في حساب بنكي لا يسمح بصرف الأموال منه ما لم تستوف شروط محددة	حساب ضمان (Escrow Account)

حظيت شركات الاستحواذ ذات الأغراض الخاصة (SPACs) باهتمام متزايد بسبب الارتفاعات الكبيرة التي حققتها منذ عام 2020م من حيث عدد الإدراجات وحجم الأموال المجمعة، إذ بلغت الأموال المجمعة في الولايات المتحدة الأمريكية (والتي تُعد أكبر سوق لهذه الشركات) في الربع الأول من العام 2021م إجمالي المبالغ المجمعة في سنة 2020م كاملة، إلا أن الربع الثاني لعام 2021م شهد انخفاضاً كبيراً في عدد الطروحات بحيث وصلت إلى 61 طرحاً فقط. هذه التطورات دفعت الكثير من الأسواق إلى محاولة مواكبة هذا التطور، ففي شهر مارس 2021م أعلنت بورصة سنغافورة عن استطلاع آراء العموم حول التنظيم الجديد لـ SPACs وأصدرت اللائحة التنظيمية في نهاية العام، وفي بريطانيا أعلنت هيئة الرقابة المالية عن استطلاع لتعديل بعض الأنظمة المتعلقة بالمنتج بهدف زيادة جاذبيته.

في عام 2020م، شكلت طروحات الشركات ذات الأغراض الخاصة ما نسبته 55% من الطروحات الأولية في الولايات المتحدة الأمريكية وبمتحصلات طرح بلغت 83 مليار دولار

في الربع الأول من عام 2021م، بلغت نسبة طروحات الـ (SPACs) 79% من الطروحات الأولية في الولايات المتحدة الأمريكية وبمتحصلات أكثر من 97 مليار دولار

بلغ عدد طروحات الـ (SPACs) للعام 2020م 248 طرحاً وبمتحصلات تتجاوز 83 مليار دولار، وللعام 2021م 613 طرحاً وبمتحصلات تجاوزت 162 مليار دولار

أعلنت مجموعة من الأسواق المالية مؤخراً (سويسرا، الإمارات العربية المتحدة، مصر، سنغافورة) السماح بتأسيس شركات الاستحواذ ذات الأغراض الخاصة

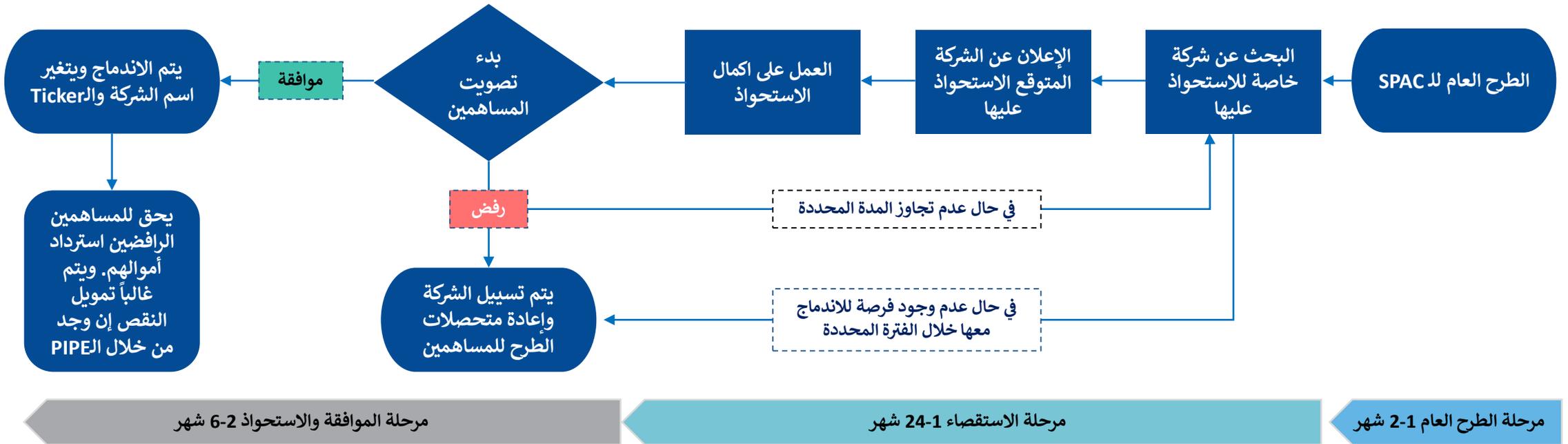
# التعريف بشركات الاستحواذ ذات الأغراض الخاصة



# تعريف شركات الاستحواذ ذات الأغراض الخاصة

شركات الاستحواذ ذات الأغراض الخاصة (SPACs): هي إحدى أنواع الشركات الصورية التي تؤسس دون عمليات تشغيلية لغرض واحد فقط وهو جمع الأموال عن طريق الطرح العام الأولي ومنح المكتتب وحدات في الشركة، لتدرج بعدها في السوق المالية حيث يتم تداول وحداتها ويطبق عليها نظام الالتزامات المستمرة كأى شركة مدرجة أخرى. وتودع بعد ذلك متحصلات الاكتتاب في حساب ضمان (Escrow Account) ولا يمكن لمؤسسي الشركة التصرف فيه حتى يتم إيجاد شركة للاندماج معها في فترة لا تتجاوز 18-24 شهراً.

## مخطط مراحل شركات الاستحواذ ذات الأغراض الخاصة



# تفصيل مراحل طرح شركات الاستحواذ ذات الأغراض الخاصة

- تقديم طلب للجهة التنظيمية بتسجيل ورقة مالية جديدة.
- التحضير للطرح العام الأولي لشركة الاستحواذ ذات الغرض الخاص.
- إعلان نشرة الإصدار التي تشمل كل تفاصيل الطرح مثل هيكلية الاندماج، التكاليف، إنشاء حساب الضمان، وخيارات الشراء للمؤسسين. وتركز نشرة الإصدار بشكل أساسي على الرعاية، وبدرجة أقل على تاريخ الشركة وعائداتها لأنها تفتقر إلى سجل الأداء أو تقارير الإيرادات.
- تودع الأموال بعد جمعها في حساب ضمان.

## مرحلة الطرح العام

1



## مرحلة الاستقصاء

2



## مرحلة الموافقة والاستحواذ

3



- تصويت المساهمين على عملية الاستحواذ.
- استكمال الإجراءات القانونية للحصول على الموافقة من الجهات التنظيمية.
- توقيع اتفاقية الاستحواذ.
- ينتهي الغرض من شركة الاستحواذ ذات الغرض الخاص وتتحول الشركة المستحوذ عليها إلى شركة مساهمة عامة مدرجة في السوق.

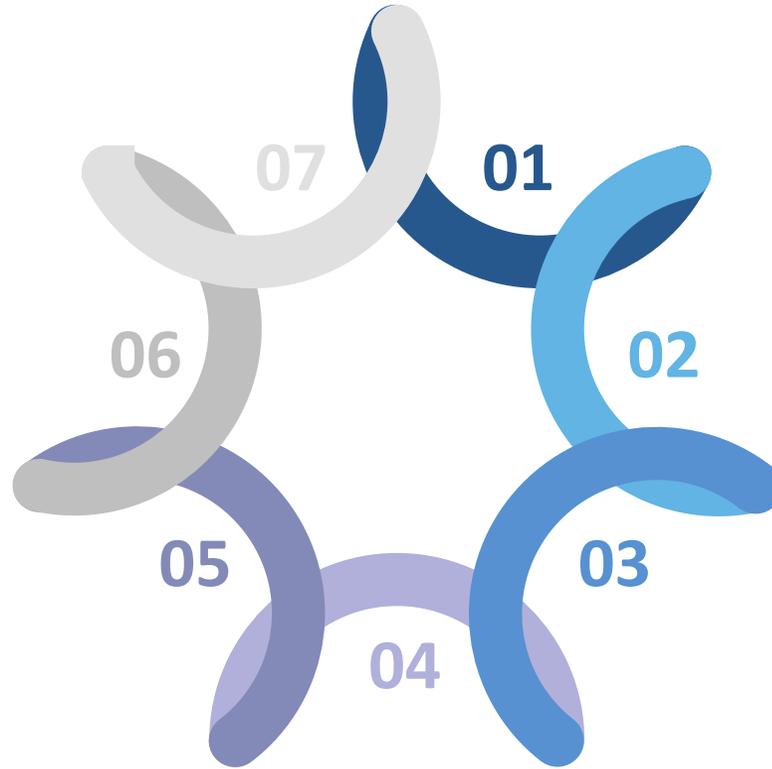
- بعد انتهاء الطرح العام وبدء تداول شركة الاستحواذ ذات الغرض الخاص يبدأ البحث عن شركة للاستحواذ عليها.
- عند إيجاد شركة للاستحواذ عليها:
  - ✓ إجراء فحص ناف للجهالة.
  - ✓ التفاوض حيال تفاصيل الاستحواذ.
  - ✓ إعلان نية الاستحواذ.

# دورة النقد لشركات الاستحواذ ذات الأغراض الخاصة

7 تخصيص أسهم الشركة وتوزيع حصص الملكية

6 إذا رأى الراعي الحاجة إلى زيادة رأس المال لإغلاق صفقة الاندماج مع شركة مستهدفة، فقد يصبح الترتيب لزيادة رأس المال من خلال (PIPE)\*

5 وقت التصويت، في حال رفض المستثمر الاستحواذ على الشركة المعلن عنها يسترد المستثمرون مبلغ الاكتتاب مع الفوائد



4 قد تُدفع التكاليف التشغيلية لإدارة (SPAC) من خلال الفوائد المتحصلة من حساب الضمان

1 بعد تسجيل الورقة المالية وتأسيس (SPAC) يدفع الراعي تكاليف تغطية رسوم الاكتتاب والمصروفات الأخرى والتكاليف التشغيلية المرتبطة بالطرح العام الأولي مقابل حصوله على خيارات الشراء (warrants)

2 يتم جمع الأموال خلال عملية الاكتتاب العام؛ إذ تطرح شركة (SPAC) للجمهور وتباع الأسهم وخيارات الشراء للمستثمرين

3 تودع المتحصلات من الاكتتاب العام في "حساب ضمان" حتى يجد الرعاة شركة للاستحواذ عليها

## مقارنة شركات الاستحواذ ذات الأغراض الخاصة مع أبرز المنتجات القائمة

العنصر	الطرح العام الأولي	شركات الاستحواذ ذات الغرض الخاص	الشركة المستحوذ عليها من SPAC	الإدراج المباشر	شركات الملكية الخاصة
التكاليف	عملية مكلفة للمصدر بسبب خصومات الاكتتاب والأتعاب المهنية	تتساوي التكاليف الكلية في الاكتتابات العامة وشركات الاستحواذ ذات الأغراض الخاصة	أقل من الطرح العام الأولي	الأقل من ناحية التكاليف للإدراج العام	أقل بكثير من الطرح العام وتتراوح بين 1-3% من حجم الصفقة
متوسط مدة الإدراج	طويلة	قصيرة	متوسطة	متوسطة	لا ينطبق
التقييم	يعتمد على التفاوض مع متعهد التغطية في وقت التسعير لتحديد المدى السعري	تحدد من خلال التفاوض	تحدد من خلال التفاوض	يكون هناك تقييم استرشادي	تحدد من خلال التفاوض
فترة الحظر	180 يوم	6-12 شهر للرعاي (SPAC)	180 يوم	لا يوجد	لا يوجد
دور البنك الاستثماري	متعهد التغطية/مستشار مالي	مستشار مالي للإدراج والاندماج والاستحواذ	مستشار اندماج واستحواذ	مستشار مالي	مستشار مالي
المتحصلات	متغيرة بناء على ظروف السوق	متغيرة بناء على ظروف السوق	متغيرة بناء على ظروف السوق	لا يوجد	أقل من مرحلة الإدراج العام
الالتزامات المستمرة	عالية	عالية	عالية بعد اكتمال عملية الاستحواذ	متوسطة	منخفضة
هدف الطرح/ الإدراج	رفع رأس المال/ تخارج	الاستحواذ على شركة قائمة وإدراجها في السوق	رفع رأس المال/ تخارج	تخارج	رفع رأس المال/ تخارج

# حاجة الأسواق المالية إلى شركات الاستحواذ ذات الغرض الخاص

تتشابه شركات الاستحواذ ذات الغرض الخاص مع العديد من المنتجات القائمة في السوق مثل الطرح العام الأولي والإدراج المباشر والملكية الخاصة، يقودنا هذا التشابه إلى التساؤل عن مدى حاجة السوق إلى شركات الاستحواذ ذات الغرض الخاص وما إذا كانت تقدم قيمة مضافة بدلاً عن المنتجات الأخرى، وعليه ما الذي يدفع المُصدر للتوجه إلى شركات الاستحواذ ذات الغرض الخاص عوضاً عن المنتجات الأخرى؟

3

## الملكية الخاصة

سيتوجه المُصدر إلى SPAC بدلاً من الملكية الخاصة للأسباب السابقة الذكر إلا ان SPAC تختلف عن صناديق الملكية الخاصة في:

- 1- ان الهدف الأساسي منها هو ان تصبح الشركة عامة (To Go Public) وتستفيد من مزايا الطرح العام مثل التخارج، تعزيز سيولة الأسهم، حوكمة أعمال الشركة، وغيرها من فوائد الأسواق المالية.
- 2- إمكانية الحصول على تمويل أعلى أو التخارج بمبالغ أكبر، إذ يبلغ متوسط الأصول المدارة للصناديق الخاصة في المملكة 120 مليون ريال فقط وهو ما يعد مبلغاً صغيراً جداً بالمقارنة مع ما يمكن ان توفره أسواق الأسهم.
- 3- انخفاض تقييم الشركة في حال توجهها للملكية الخاصة نتيجة خصم السيولة (Liquidity discount).

2

## الإدراج المباشر

سيتوجه المُصدر لشركات الاستحواذ ذات الغرض الخاص بدلاً من الإدراج المباشر للأسباب الآنف ذكرها في الطرح العام الأولي إضافة إلى قدرة الشركة على رفع رأس مالها والحصول على النقد اللازم لتمويل احتياجاتها وهي آلية غير متوفرة في الإدراج المباشر.

1

## الطرح العام الأولي

يساعد الطرح العام الأولي الشركات على توفير النقد اللازم لأعمال الشركة بالإضافة إلى إدراجها في السوق العام والاستفادة من مزايا الأسواق المالية، وهو مشابه لما يمكن للSPAC تقديمه للمُصدر. إذاً لماذا يجب على المُصدر التوجه للSPAC بدلاً من الIPO؟ يعود ذلك إلى عدة أسباب:

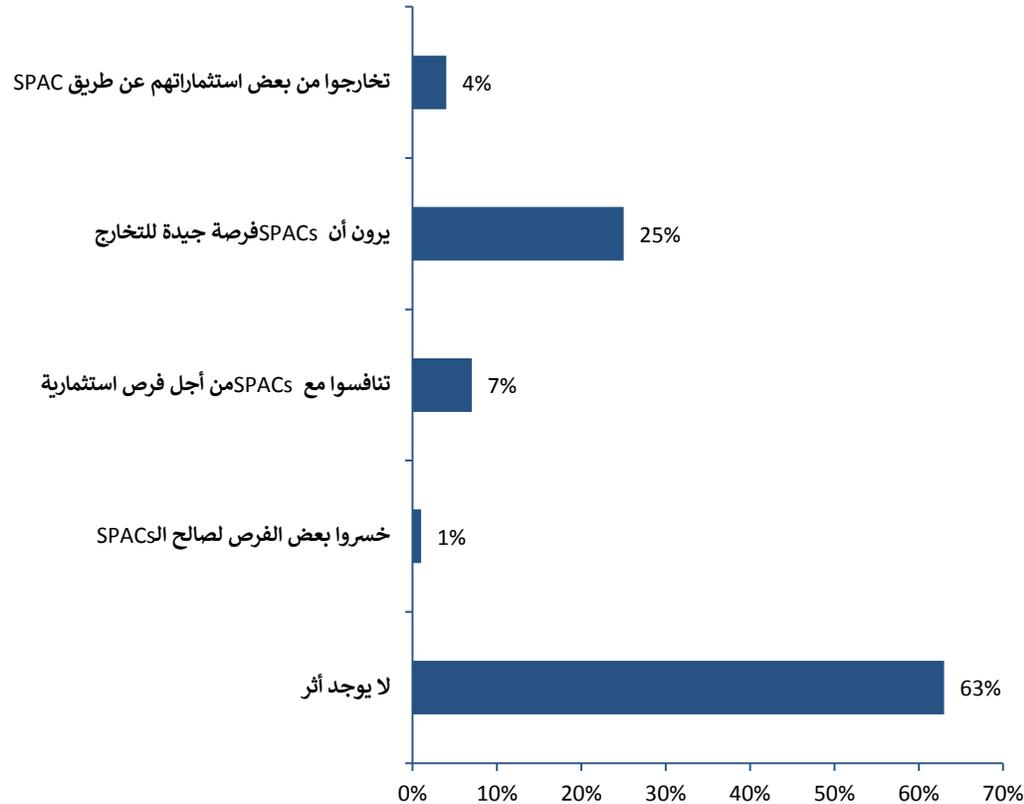
- 1- قدرة المُصدر على التفاوض على تقييم الشركة بما يتناسب مع رغبته. هذه المرونة غير موجودة في الطروحات العامة الأولية.
- 2- السرعة الكبيرة في الطرح والحصول على التمويل إذ لا تتجاوز عملية الاندماج 2-6 أشهر بالمقارنة مع الطرح العام الذي قد يستغرق عاماً كاملاً أو أكثر.
- 3- إمكانية حصوله على شراكة استراتيجية مع قيادات ذات خبرة بوسعها تقديم الدعم والإرشاد بعد اكتمال الطرح.

## نقاط القوة والضعف للإدراج المباشر وشركات الاستحواذ ذات الأغراض الخاصة

الإدراج المباشر	شركات الاستحواذ ذات الغرض الخاص	عنصر المقارنة
<ul style="list-style-type: none"> <li>- يكون تقييم الشركة عن طريق السوق (market driven price discovery).</li> <li>- المستثمرون في الشركة لا يترتب عليهم تخفيض للأسهم المملوكة (Dilution).</li> <li>- تكاليف أقل بالمقارنة مع شركات الاستحواذ ذات الأغراض الخاصة.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- تعد طريقة بسيطة وسريعة للشركة المندمجة.</li> <li>- مرنة أكثر وتوفر سيولة عالية للمستثمرين.</li> <li>- إمكانية وصول المستثمرين إلى شركات يصعب الوصول إليها.</li> </ul>	نقاط القوة
<ul style="list-style-type: none"> <li>- لا يمكن رفع رأس المال من خلال الإدراج المباشر بصيغته الحالية.</li> <li>- زيادة تذبذبها (Can be more volatile) مقارنة بشركات الاستحواذ ذات الأغراض الخاصة.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- تكاليف أعلى من الإدراج المباشر.</li> <li>- حالة عدم تأكد مرتفعة بالنسبة للمستثمرين فيما يخص الشركة المندمج معها وتقييمها.</li> <li>- الشركة المستهدفة غير متأكدة من حجم رأس المال الذي ستجمعه.</li> <li>- تباين المميزات بين الراعي والمستثمرين في شركات الاستحواذ ذات الغرض الخاص.</li> </ul>	نقاط الضعف

# الآثار المحتملة على المنتجات القائمة - استبانة أثر شركات الاستحواذ ذات الأغراض الخاصة على أداء الأعمال

اراء مديري صناديق الملكية الخاصة عن تأثير SPACs على أعمالهم



- أعدت شركة الأبحاث والبيانات PREQIN استبانة تستهدف مديري صناديق الملكية الخاصة لمعرفة تأثير شركات الاستحواذ ذات الغرض الخاص على أعمال صناديقهم.
- كيف تؤثر شركات الاستحواذ ذات الأغراض الخاصة في الملكية الخاصة؟ مع قيام SPACs بجمع أموال في الربع الأول من عام 2021 أكثر من عام 2020 بالكامل؟
- أشار الاستبانة إلى: ان 63% من المشاركين لا يرون تأثيراً للSPACs في الملكية الخاصة، 25% يرون ان SPACs يعطي فرصة للتخارج، 7% تنافسوا على فرص مع SPACs، 4% تخارجوا عن طريق SPACs و1% فقط خسروا فرصاً للSPACs.
- يتضح من الاستبانة انه لا يوجد أثر سلبي واضح لشركات الاستحواذ ذات الغرض الخاص على الملكية الخاصة، بل بالعكس توفر SPACs لشركات الملكية الخاصة فرصة اكبر للتخارج.

# أبرز التجارب والممارسات الدولية



# الممارسات التنظيمية لشركات الاستحواذ ذات الأغراض الخاصة (2/1)

المقارنة	الولايات المتحدة الأمريكية	ماليزيا	كوريا الجنوبية	سنغافورة	سويسرا
الشكل القانوني للشركة قبل الطرح	معظم SPACs تؤسس كشركات في ولاية ديلاوير، في حين يؤسس عدد منها خارج الولايات المتحدة (غالبًا جزر كايمان، وفي بعض الأحيان جزر فيرجن البريطانية أو جزر مارشال).	يجب أن تكون الشركة خاضعة لقوانين الشركات في ماليزيا	شركة مساهمة مدرجة أو شركة مسؤولة محدودة	لا يوجد قيود على الشكل القانوني للشركة	يمكن فقط إدراج شركات المساهمة بموجب القانون السويسري كشركات استحواذ ذات أغراض خاصة في البورصة السويسرية
الحد الأدنى للطرح	375 مليون ريال (100 مليون دولار) كقيمة سوقية و300 مليون ريال كقيمة للأسهم العامة	134 مليون ريال (150 مليون رنقت) على الأقل	9.8 مليون ريال (3 مليار وون كوري) على الأقل لإدراجها في سوق Kosdaq و 32.6 مليون ريال (10 مليار وون كوري) لسوق الأوراق المالية القابلة للتداول	410 مليون ريال (150 مليون دولار سنغافوري) على الأقل	97 مليون ريال (25 مليون فرانك سويسري) على الأقل
الشروط المفروضة على الراعي	عند تحديد مدى ملاءمة إدراج الـ (SPAC)، ستأخذ البورصة في الاعتبار خبرة وسجل الإدارة، طبيعة مكافآت الإدارة، ملكية فريق الإدارة في الـ (SPAC) وغيرها من الاعتبارات	يجب أن تثبت (SPAC) أن أعضاء فريق إدارتها لديهم الخبرة والمؤهلات والكفاءة، بالإضافة إلى شرط تملكهم 10% على الأقل من قيمة الـ (SPAC)	<ul style="list-style-type: none"> <li>يجب أن يكون أحد الرعاة شخصاً مرخصاً ل</li> <li>إذا كان المسؤول التنفيذي لـ (SPAC) قد أجرى شؤوناً تتعلق بالاندماج مع (SPAC) خلال آخر 5 سنوات، فيجب أن يتضمن بيان التسجيل للاندماج محتويات يمكنها تقييم أداء عمله، مثل التفاصيل المحددة للقضية، وسجلات الأداء السابقة</li> </ul>	يجب على الرعاة الاشتراك في 2.5-3.5% على الأقل من وحدات الاكتتاب العام .	تتطلب البورصة الإفصاح في نشرة الإصدار عن وصف تضارب المصالح المحتمل للمساهمين المؤسسين والجهات الراعية، إن وجد، ومجلس الإدارة والإدارة العليا، والتدابير المناسبة لتفاديها أو التخفيف من حدتها.
سعر الوحدة/ السهم	نظرًا لطبيعة الـ (SPAC) يقيم بناءً على توجه الرعاة المذكور في نشرة الإصدار حول حجم الهدف المتوقع، على أن لا يقل سعر الوحدة عن 15 ريالاً (\$4)	يجب أن يكون الحد الأدنى لسعر الورقة المالية الصادرة إلى فريق الإدارة 10% على الأقل من السعر الذي تُعرض به الأوراق المالية في إطار الطرح العام الأولي و60% على الأقل لمستثمري ما قبل الطرح	يحدّد سعر الطرح العام الأولي لـ (SPAC) من قبل الراعي والشركة الممثلة المسؤولة عن الاكتتاب العام من خلال التشاور. ومع ذلك، عادةً يحدّد سعر الاكتتاب العام عند 6.5 ريال لكل سهم	أن لا يقل سعر الوحدة عن 13.6 ريالاً (\$5)	البيانات غير متاحة
هل يوجد نسب محددة للموافقة على الاندماج؟	يجب الموافقة بأغلبية الأصوات	<ul style="list-style-type: none"> <li>يجب الموافقة على الاستحواذ بأغلبية حاملي الأوراق المالية التي لها حق التصويت والتي تمثل 75% على الأقل من إجمالي قيمة الأوراق المالية</li> <li>يجب على أعضاء فريق الإدارة والأشخاص المرتبطين بهم عدم التصويت على قرار الموافقة على الاستحواذ المؤهل.</li> </ul>	يجب الموافقة على الاستحواذ المقترح بما لا يقل عن ثلثي حقوق التصويت للمساهمين الحاضرين في الاجتماع العام وما لا يقل عن ثلث إجمالي الأسهم المصدرة والقائمة	يجب الموافقة بأغلبية الأصوات	يجب الموافقة بأغلبية الأصوات

## الممارسات التنظيمية لشركات الاستحواذ ذات الأغراض الخاصة (2/1)

المقارنة	الولايات المتحدة الأمريكية	ماليزيا	كوريا الجنوبية	سنغافورة	سويسرا
الاشتراطات على الشركة المستهدفة	- يجب أن تتجاوز قيمة الشركة 80% من قيمة الـ (SPAC) - إذا كانت الشركة المستحوذ عليها لا تستوفي متطلبات الالتزامات المستمرة، يلغى الإدراج	<ul style="list-style-type: none"> <li>• يجب أن تتجاوز قيمة الشركة 80% من قيمة الـ (SPAC)</li> <li>• يجب أن تكون الشركة المستحوذ عليها متوافقة مع سياسات الـ (SPAC) المنشورة في نشرة الإصدار، وإن كان هناك اختلاف كبير فيلزم موافقة هيئة الأوراق المالية</li> <li>• يجب أن يكون الاستحواذ ممثلاً لمجموعة من الاشتراطات</li> </ul>	يجب أن تتجاوز قيمة الشركة 80% من الأموال المودعة ابتداءً من نهاية آخر سنة عمل.	يجب أن تتجاوز قيمة الشركة 80% من الأموال المودعة	البيانات غير متاحة
مدة إدراج الشركة	سنتان قابلتان للتمديد عاماً إضافياً بعد أخذ الموافقات اللازمة	36-0 شهر	36-0 شهر	36-0 شهر	36-0 شهر

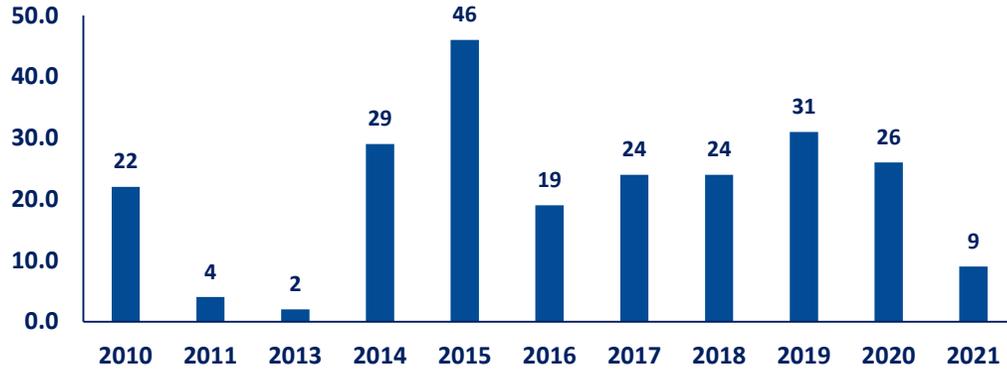
## ماليزيا:

- في أغسطس 2009م، بعد مشاورات مع أصحاب المصلحة، قدمت هيئة الأوراق المالية في ماليزيا إطار عمل لإدراج (SPACs) في السوق الرئيسية لبورصة الأوراق المالية لتعزيز نشاط الملكية الخاصة (Private Equity)، وتحفيز التحول المؤسسي وتشجيع عمليات الاندماج والاستحواذ.
- مع أنه يوجد اهتمام كبير بـ (SPACs)، لاحظت هيئة الأوراق المالية عدم التزام مقدمي الطلبات ومستشاريهم بالمبادئ الخاصة بإدراج SPAC بشكل متكرر، على الرغم من المشاورات والاجتماعات التي عُقدت قبل إطلاق إطار عمل الـ (SPAC).
- في ديسمبر 2013م، قامت هيئة الأوراق المالية الماليزية بتعديلات على اللائحة لتبسيط المفاهيم وإضافة بعض الاشتراطات مثل: حظر استخدام عائدات الطرح العام الأولي (IPO) لدفع مكافآت فريق الإدارة قبل إتمام عملية الاستحواذ، مما يحد من قدرة الإدارة على بيع الأوراق المالية المملوكة في (SPAC) قبل أن تكون الأصول المكتسبة مدرة للدخل.
- على الرغم من وجود المنتج في ماليزيا من عام 2009م إلا ان الإقبال عليه ضعيف. أدناه طروحات الـ (SPACs) في ماليزيا خلال الفترة (2009م – 2020م):

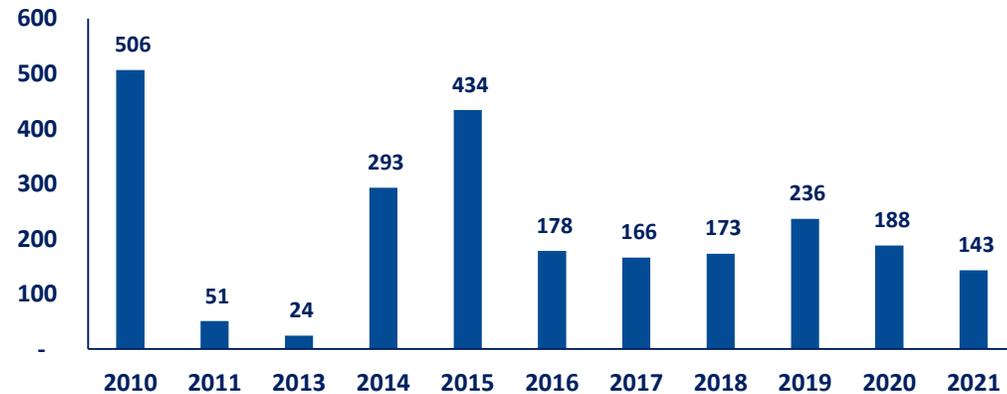
SPAC	سنة الطرح	متحصلات الطرح (M\$)	النتيجة
Hibiscus Petroleum Bhd	2011م	83.1	نجاح الاندماج مع شركة أخرى واستمرار تداول الشركة
CLIQ Energy Bhd	2013م	171	فشل الاندماج مع شركة أخرى، إلغاء الإدراج في 2016م
Sona Petroleum Bhd	2013م	171.6	فشل الاندماج مع شركة أخرى، إلغاء الإدراج في 2016م
Reach Energy	2014م	236.4	نجاح الاندماج مع شركة أخرى واستمرار تداول الشركة
Red Sena	2015م	114.3	فشل الاندماج مع شركة أخرى، إلغاء الإدراج في 2018م

## كوريا الجنوبية:

عدد الطروحات للفترة (2010-2021)



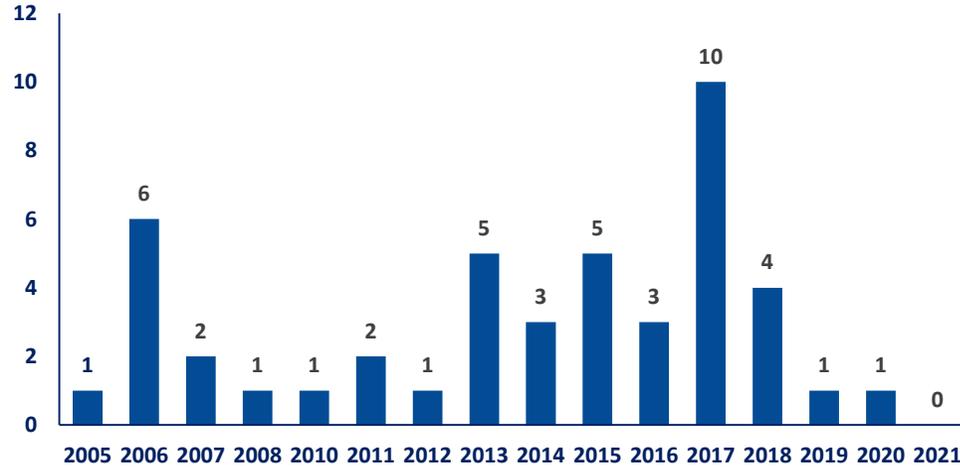
حجم المبالغ المجمعة بالمليون دولار للفترة (2010-2021)



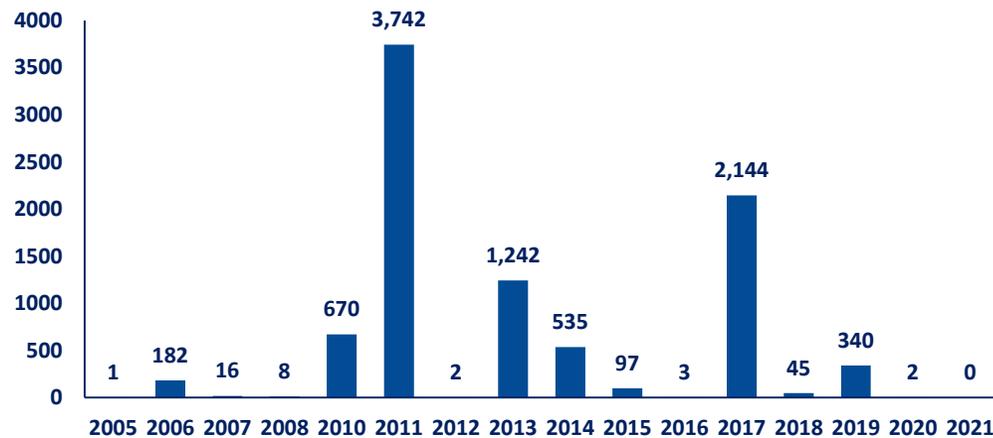
- في فبراير 2010م، تم طرح أول شركة استحواذ ذات غرض خاص في كوريا الجنوبية. نتيجة لها واجهت البورصة الكورية بعض المصاعب المتعلقة بالمنتج، منها الارتفاع الكبير في أسعارها.
- على الرغم من ذلك، شهدت شركات الاستحواذ ذات الأغراض الخاصة إقبالاً كبيراً في السنوات التالية. وشكلت ما نسبته 19.5% من إجمالي الطروحات الأولية للعام 2020م. وتشير إحدى الدراسات إلى أن الشركات التي لديها ملكية كبيرة من مساهمين مسيطرين تفضل الاندماج مع شركات الاستحواذ ذات الأغراض الخاصة على طرح العام الأولي، وتدل هذه النتيجة على أن دافع المساهمين المسيطرين هو تجنب إضعاف ملكيتهم. وجدت الدراسة أيضاً أن الشركات الناشئة الحاصلة على استثمارات جريئة تفضل الاندماج مع ال(SPACs) على طرح العام الأولي.
- وبالرغم من شيوعها إلا أنها تختلف في شروطها عن الأسواق الأمريكية، وأبرز هذه الاختلافات اشتراط كون أحد الرعاة شخصاً مرخصاً له، بالإضافة إلى إصدار أسهم فقط بدلاً من وحدات.

## المملكة المتحدة:

عدد الطروحات للفترة (2021-2005)

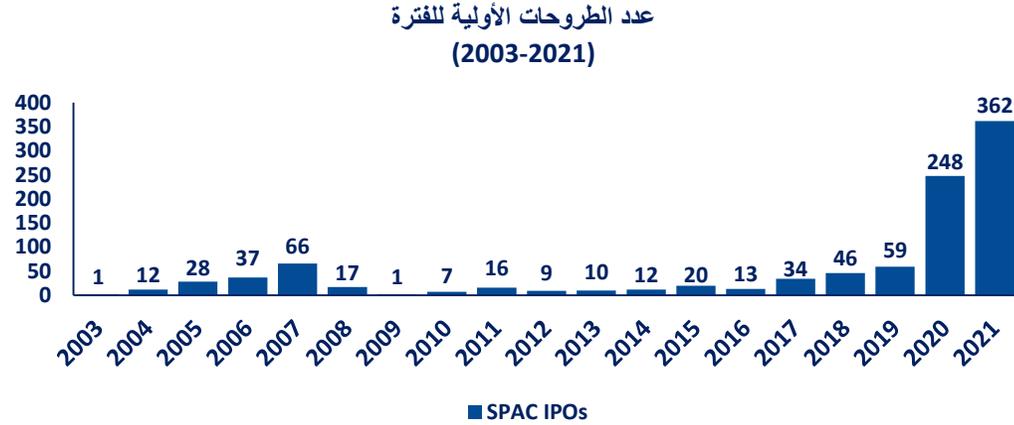


حجم المبالغ المجمعة بالمليون دولار للفترة (2021-2005)



- شهدت المملكة المتحدة أول طرح لشركة استحواذ ذات غرض خاص عام 2005م، مع عدم وجود تشريعات جاذبة للمستثمرين آنذاك.
- تختلف شروطها الحالية بالمقارنة مع المتاح في الأسواق الأميركية، كعدم تطلب إطار زمني لإتمام العملية، وغياب حق المستثمرين في التصويت على الصفقات.
- في أبريل من العام 2021م، نشرت هيئة الرقابة المالية ورقة تستشير فيها أصحاب المصلحة حول تشريعات جديدة تهدف إلى تحفيز إدراج المزيد من شركات الاستحواذ ذات الغرض الخاص\*.
- تستهدف التشريعات المقترحة الشركات ذات الطرح المرتفع على وجه الخصوص، ويتبين ذلك في اشتراطها حداً أدنى لحجم الشركة، إلى جانب الإلزام بمستوى عالٍ من الإفصاح.
- عدد الطروحات القائمة 33، مع توقف تداول 13 منها لإيجادها أهداف استحواذ.
- تشكل الشركات ذات الطرح الأقل من 6.8 مليون دولار أميركي 65% من إجمالي المتداول، و 77% من المتوقف تداولها لإيجادها أهداف استحواذ.

## الولايات المتحدة الأمريكية:



- بدأت الشركات الصورية في الولايات المتحدة في ثمانينيات القرن الماضي، ونظرًا لصغر قيمتها كانت لا تحتاج إلى التسجيل في هيئة الأوراق المالية بالإضافة إلى أن معظمها كان يتداول خارج المنصة.
- غياب القوانين والتشريعات شكل بيئة خصبة للنصب والاحتيال، مما دعا الجهات التنظيمية إلى تغيير بعض الأنظمة وأهمها استحداث قانون 419 الذي يلزم هذه الشركات بالاحتفاظ بـ 90% من المتحصلات في حساب ضمان.
- تقدمت بورصة نيويورك وناسداك بطلب لهيئة الأوراق المالية للسماح بتداول شركات الاستحواذ ذات الأغراض الخاصة في عام 2008.
- شكلت طروحات الـ (SPAC) في عام 2020 م ما نسبته 55% من إجمالي الطروحات في السوق الأمريكي، وجمعت 83 مليار دولار لتشكل 46% من إجمالي المبالغ المجمعة في الطروحات.
- بلغ عدد طروحات الـ (SPAC) في الربع الأول من 2021 م ما يعادل مجموع الطروحات في عام 2020 م، إلا أن الربع الثاني شهد انخفاضاً بنسبة 79% مقارنة بالربع الأول لتصل الطروحات إلى 61 طرحاً فقط.
- أوجب هذا الزخم على هيئة الأوراق المالية إطلاق أكثر من تحذير متعلق بجودة الإفصاحات والرعاة.

# الأدبيات السابقة



# وجدت الدراسة أن شركات الاستحواذ ذات الأغراض الخاصة التي تكون بقيادة أو يشارك في قيادتها مشغل تتفوق في الأداء على الشركات التي تكون بقيادة مستثمر فقط\*

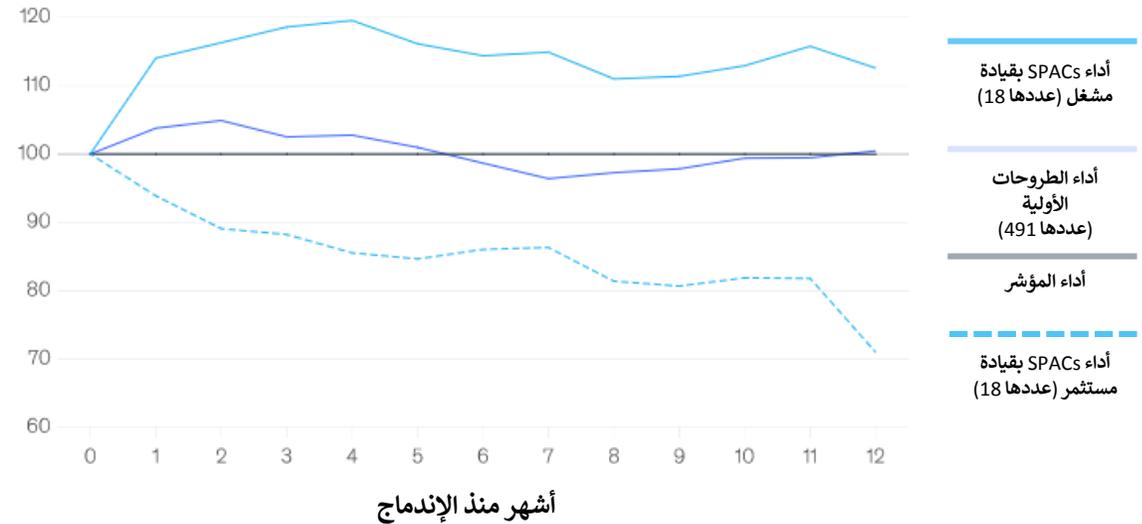
التركيز على صناعة / قطاع: % من الإجمالي



نموذج الحوكمة: % من الإجمالي



SPAC share-price performance,<sup>1</sup> index (100 = market index<sup>2</sup>)

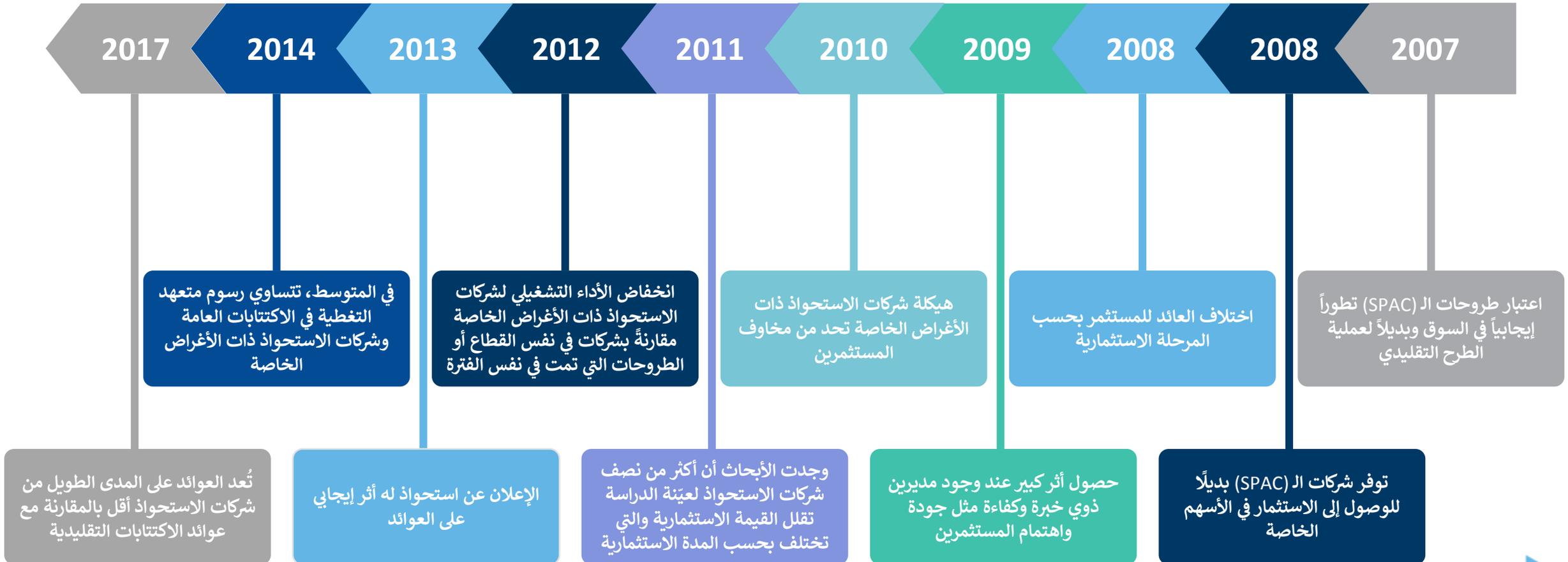


- شملت دراسة ماكنزي 36 شركة استحواذ ذات أغراض خاصة للفترة 2015م – 2019م وكان حجم طرحها 200 مليون دولار أو أكثر مع توافر معلومات تداولها لمدة 12 شهراً
- تبين من الدراسة أنه بعد عام واحد من إتمام عملية الاستحواذ، تم تداول الشركات التي يقودها مشغلون أعلى بـ 10% من مؤشر قطاعها وأفضل من شركات الاستحواذ ذات الأغراض الخاصة الأخرى (بما يصل إلى 40%)
- وقد خلصت الدراسة إلى أن الشركات التي يقودها مشغل تختلف في نقطتين: التخصص بشكل أكثر فعالية، وتحمل مسؤولية نجاح عملية الدمج
- أغلب هذه الشركات التي تشمل مشغلين ذوي خبرة تعطي إشارة إلى المستثمرين عن التخصص وتركيز الموارد بشكل أفضل (أخذًا بالاعتبار محدودية المدة المتاحة لإتمام الإندماج). إضافة إلى ذلك، يأخذ المشغل ذو الخبرة في الغالب دورًا في مجلس الإدارة بعد الاندماج، مما يساعد على تحسين وتطوير الأداء والحوكمة

\*بقيادة أو يشارك في قيادتها مشغل تعني أن يكون رئيس مجلس الإدارة أو الرئيس التنفيذي لديه خبرة سابقة على مستوى تنفيذي (C-level)

المصدر: ماكنزي آند كومباني

# من خلال البحث ودراسة الأدبيات السابقة، يتبين أن أول بحث أكاديمي حول شركات الاستحواذ ذات الأغراض الخاصة ظهر عام 2007م في وقت موازٍ لظهور الأدبيات القانونية والمالية بحسب الآتي



# المكاسب والمخاطر المحتملة



# المكاسب المحتملة من شركات الاستحواذ ذات الأغراض الخاصة على 3 محاور



السرعة: يمكن أن تستغرق عملية اندماج شركة (SPAC) من ثلاثة إلى أربعة أشهر (نتيجة لتجاوز متطلبات الطرح العام التقليدي)، وهي أقصر بكثير من 12-24 شهرًا في الاكتتاب العام الأولي التقليدي

اليقين: على عكس الاكتتابات العامة الأولية التقليدية، يمكن للشركات التفاوض بشأن شروط طرحها العام، مما يمنح الموظفين والمساهمين مزيدًا من الثقة فيما يتعلق بالطرح وسعره

شراكة استراتيجية: تقدم بعض ال (SPACs) قيادات ذات خبرة يمكن للشركة استخدامها للدعم والإرشاد بعد اكتمال الطرح

انخفاض العبء التنظيمي: انخفاض المتطلبات التنظيمية على الشركات الخاصة في عملية الاستحواذ مقارنة بعمليات الاكتتاب العام



خيار الاسترداد: إذا لم يتمكن الرعاة من العثور على شركة مستهدفة خلال عامين أو إذا كان المستثمرين غير راضين عن عملية الاستحواذ المختارة، فيمكن للمساهمين خلال الطرح ارجاع أسهمهم مقابل استرداد أموالهم

فرص ربح إضافية: يمكن للمستثمرين المؤسسيين الاستثمار في (SPAC) وشراء أسهم إضافية بعد الاستحواذ من خلال خيارات الشراء (Warrants)

خيارات استثمارية: إمكانية وصول المستثمرين إلى شركات خاصة يصعب الوصول إليها، مع إمكانية رفضهم الاندماج والحصول على أموالهم



سهولة الوصول إلى رؤوس الأموال: عملية الاكتتاب العام لشركة (SPAC) بسيطة نسبيًا، إذ تواجه الشركة الصورية متطلبات تنظيمية أقل من الاكتتاب العام التقليدي

احتمالية الربح العالية: يحصل الرعاة عادةً على 20% من أسهم (SPAC) بعد الاكتتاب العام، مما قد يؤدي إلى أرباح بملايين الدولارات حتى لو انخفضت أسهم الشركة المستهدفة بعد الاندماج

الاستثمار في الشركات المتقدمة (Mature): يسمح اندماج (SPAC) للجهات الراعية بالاستثمار في شركات خاصة في مراحل لاحقة، ومن المحتمل أن تساعد في دفع استراتيجية ما بعد الاكتتاب العام، أي تجاوز المراحل المبكرة والاستثمار في مراحل النضج

# المخاطر المحتملة من شركات الاستحواذ ذات الأغراض الخاصة

محدودية الوقت: عادة ما يكون لدى الرعاة عامان للعثور على شركة والاستحواذ عليها، أو تعاد أموال المستثمرين. وإذا اقترب الموعد النهائي، فقد يندفع الرعاة للعثور على أي شركة من الممكن الاستحواذ عليها



جودة الراعي/الشريك الاستراتيجي: يراهن المستثمرون الأوائل على الرعاة وليس على الشركة. الأمر الذي يمنح الرعاة الكثير من القوة ويشكل مخاطر على المستثمرين



التكاليف على الشركة المستهدفة: يدفع الرعاة مبالغ رمزية مقابل 20% من أسهم شركة (SPAC) قبل الاستحواذ. هذا يؤدي إلى خسارة مكلفة في حقوق الملكية للشركة المستهدفة



الإفصاحات الدورية والإقرارات المتعلقة بالاستحواذ: تؤثر جودة الإفصاحات الدورية وتضمينها لأهم البيانات الجوهرية في القرار الاستثماري وعملية التقييم للأفراد والشركات المستثمرة



الاستثمار بناء على دخول أفراد ذوي سمعة أو شهرة: يعتمد نجاح الشركة على خبرة الراعي، لذلك عادة ما يتم دعمهم من قبل أفراد أو شخصيات عامة ذات سمعة قوية من المشاهير لجذب المستثمرين



شراء الأسهم بعد الطرح أقل جاذبية: يحصل المستثمرون في الطرح على السهم وخيارات الشراء (warrants) في حين أن أي مستثمر يشتري من السوق يحصل على الأسهم فقط مما يقلل جاذبية الاستثمار



عدم القدرة على الامتثال للمتطلبات التنظيمية: يجب على الشركة بعد الإدراج مباشرة الامتثال للمتطلبات التنظيمية كالتقارير المالية والإفصاحات الدورية. يجب الاستعداد لهذه المتطلبات مبكراً وإلا قد تشكل خطراً ذا تكلفة عالية على الشركة



وجود فرصة استثمارية ذات جودة: مع ازدهار شعبية الـ (SPACs)، ربما يكون هناك العديد من (SPACs) وليس هناك شركات كافية للاستحواذ عليها. قد يتسبب هذا في انهيار الطلب على هذا النوع من الاستثمار أو الاستحواذ على شركات متعثرة



جودة الشركة المستهدفة: قد تغري (SPAC) الشركات التي تحتاج إلى النقد بسرعة ولديها صعوبات مالية أسوأ من الاكتتابات العامة العادية، مما يؤدي إلى عوائد منخفضة للمستثمرين



استخدام متحصلات الطرح: في حال عدم تحديد أوجه استخدام متحصلات الطرح والنسبة المسموح صرفها من المتحصلات قد يؤدي هذا إلى إساءة استخدام النقد المتاح



تضارب المصالح بين متعهد التغطية والمستثمرين: في حال كان متعهد التغطية مستشاراً مالياً لعملية الاندماج وأنعابه مدفوعة بعد اكتمال الاستحواذ مما يتعارض مع مصلحة المساهمين



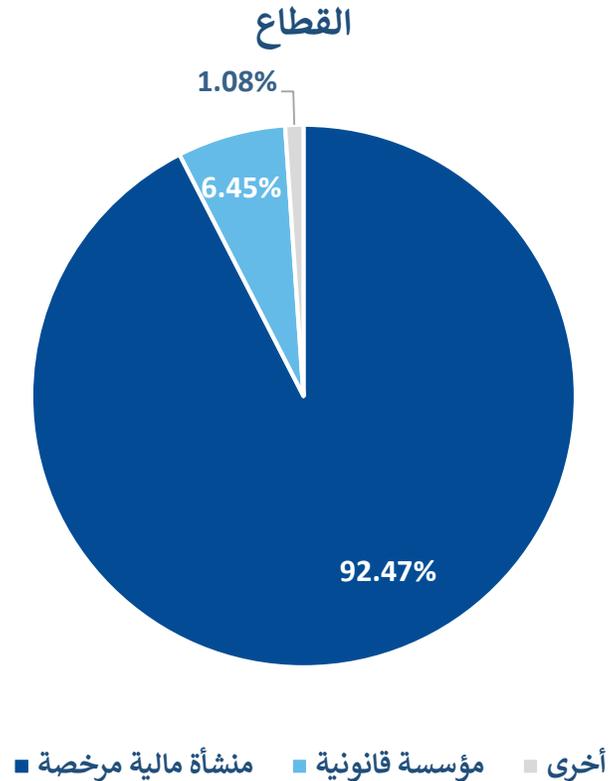
تضارب المصالح بين الراعي والمستثمرين: يُعد إكمال عملية الاستحواذ بغض النظر عن جدواها من مصلحة الراعي بحكم هيكل الشركة، مما يشكل تضارب مصالح مع المساهمين بشكل مباشر



# استطلاع آراء مؤسسات السوق المالية وأصحاب المصلحة



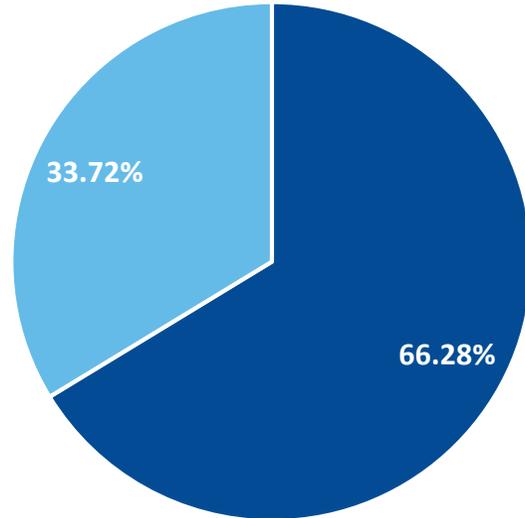
## نتائج استطلاع آراء مؤسسات السوق المالية (3/1)



- تم اطلاق استبانة بهدف معرفة آراء مؤسسات السوق المالية والاستفادة من خبراتهم بشأن شركات الاستحواذ ذات الأغراض الخاصة، وقد تم تحديد الفئات المستهدفة التالية (رئيس تنفيذي، مدير إدارة الأصول، مدير المصرفية الاستثمارية، مديري المحافظ والمحللين الماليين). بالإضافة إلى إرسال الاستطلاع إلى مجموعة من المستشارين القانونيين.
- حصل الاستطلاع على 94 تجاوباً، وشكلت ردود مؤسسات السوق المالية ما نسبته 92.47% من إجمالي الردود.
- أبرز مشاهدات الاستطلاع هو عدم معرفة 33.72% من المشاركين بآلية عمل وطرح شركات الاستحواذ ذات الأغراض الخاصة. بالإضافة إلى توقع 76.19% من المشاركين تلقي طرح شركات الاستحواذ ذات الأغراض الخاصة قبولاً في السوق المالية.

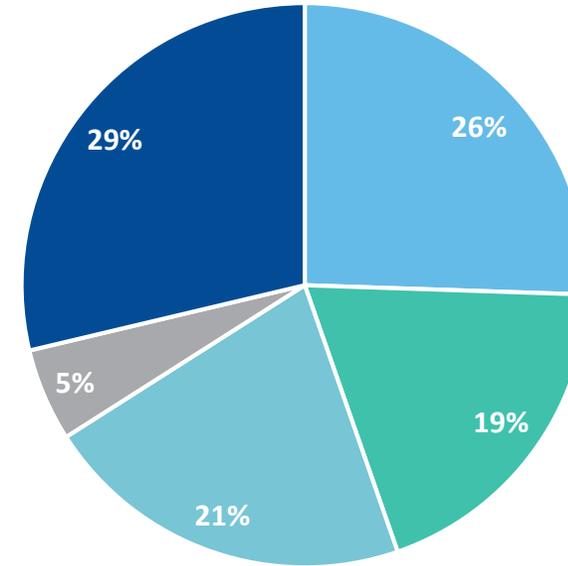
## نتائج استطلاع آراء مؤسسات السوق المالية (3/2)

هل لديك معرفة أو اطلاع على آلية عمل وطروحات شركات الاستحواذ ذات الأغراض الخاصة (SPACs)؟



■ نعم ■ لا

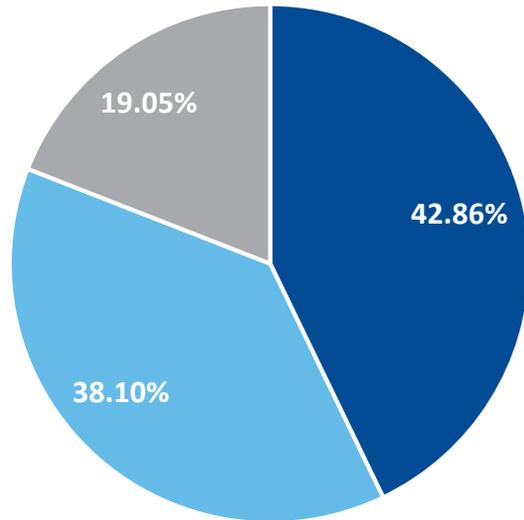
المنصب



■ رئيس تنفيذي ■ مدير إدارة الأصول ■ مدير المصرفية الاستثمارية ■ شريك ■ أخرى

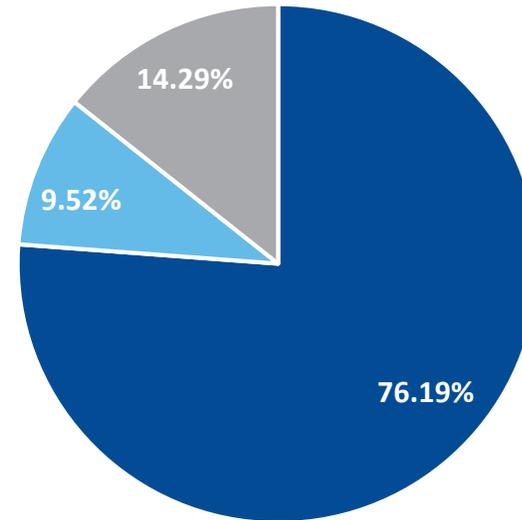
## نتائج استطلاع آراء مؤسسات السوق المالية (3/3)

في حال طرح المنتج، ما احتمالية مشاركتك كمستشار مالي أو قانوني أو كمستثمر؟



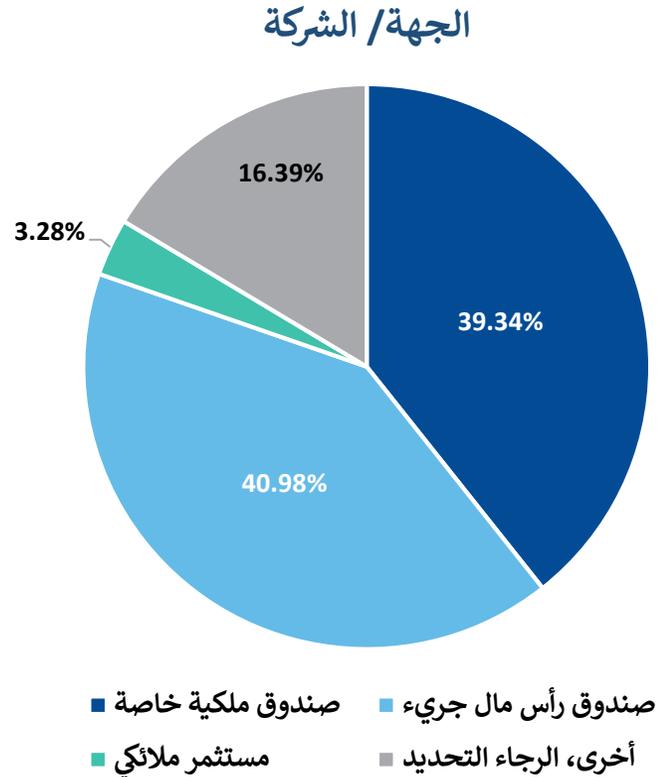
■ احتمالية منخفضة ■ احتمالية متوسطة ■ احتمالية عالية

هل تتوقع أن يلقي طرح شركات الاستحواذ ذات الأغراض الخاصة قبولاً في السوق المالية؟



■ نعم ■ لا ■ لا أعلم

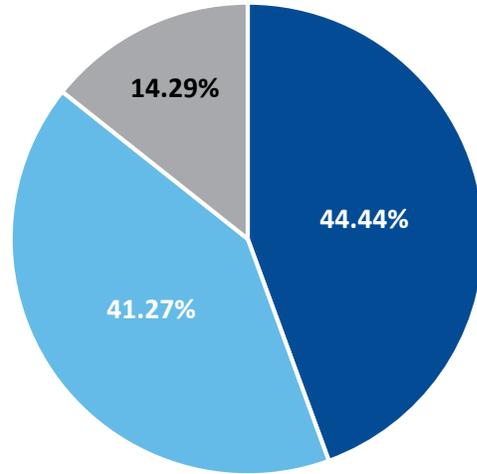
## نتائج استطلاع آراء صناديق الملكية الخاصة ورأس المال الجريء (3/1)



- تم اطلاق استبانة بهدف معرفة آراء صناديق الملكية الخاصة ورأس المال الجريء للاستفادة من خبراتها بشأن شركات الاستحواذ ذات الأغراض الخاصة.
- أرسل الاستطلاع إلى صناديق الملكية الخاصة ورأس المال الجريء بالتعاون مع الهيئة العامة للمنشآت الصغيرة والمتوسطة.
- حصل الاستطلاع على 90 تجاوباً، وشكلت ردود صناديق رأس المال الجريء ما نسبته 40.1% من إجمالي الردود.
- أبرز مشاهدات الاستطلاع هو تقييم شركات الاستحواذ ذات الأغراض الخاصة بأنها منافسة (مميزة) مقارنة بآليات التخارج الأخرى وبنسبة 60%.

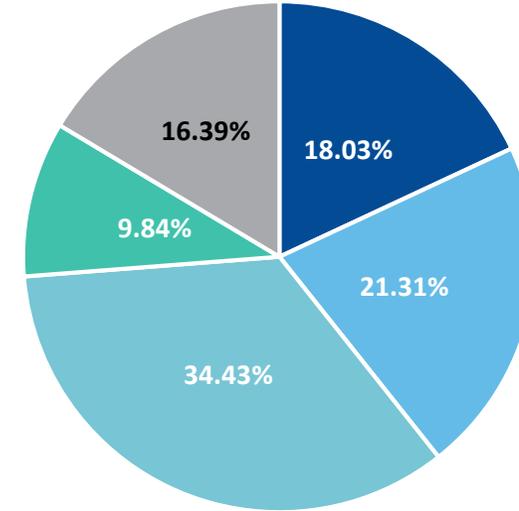
## نتائج استطلاع آراء صناديق الملكية الخاصة ورأس المال الجريء (3/2)

هل لديك معرفة أو اطلاع على آلية عمل شركات الاستحواذ ذات الأغراض الخاصة؟ ( SPACs )



- اطلاع ومعرفة تامة
- اطلاع بسيط
- ليس لدي اطلاع أبداً على آلية عمل هذا النوع من الشركات

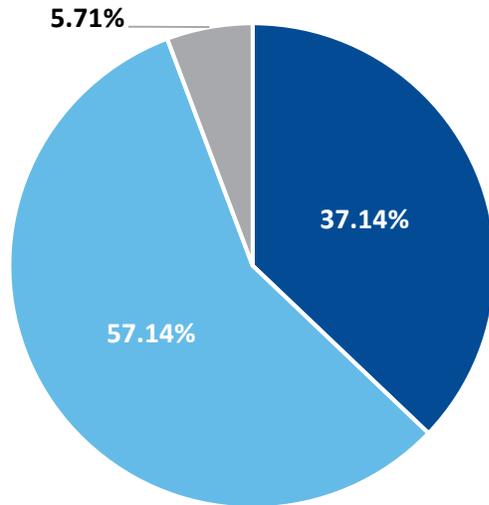
المنصب



- مدير تنفيذي
- رئيس مجلس إدارة
- مدير استثمار
- مستشار
- أخرى، الرجاء التحديد

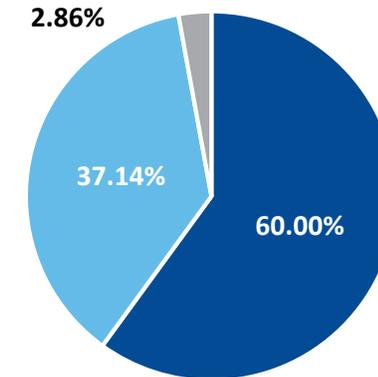
## نتائج استطلاع آراء صناديق الملكية الخاصة ورأس المال الجريء (3/3)

هل ترى أن شركات الاستحواذ ذات الأغراض الخاصة جاذبة للمستثمرين للاكتتاب أو الشراء فيها؟



- نعم، وفرص نجاحها عالية
- ربما، لكنها أقل من الطروحات العامة الأخرى
- لا أعتقد، وفرص نجاحها متدنية

كيف تقيم شركات الاستحواذ ذات الأغراض الخاصة كإحدى آليات التخرج لاستثمارات رأس المال الجريء أو الملكية الخاصة مقارنة بآليات التخرج المتاحة الأخرى؟



- منافسة (مميزة)
- أقل جاذبية من الآليات الأخرى (الطرح العام الأولي، الإدراج المباشر)
- غير مجدية

# أبرز المشاهدات



## أبرز المشاهدات:



1 شهدت الفترة الأخيرة ارتفاعاً كبيراً في عدد الطروحات وأحجام الأموال المجمعة لشركات الاستحواذ ذات الأغراض الخاصة (SPACs) مما حفز الكثير من الأسواق العالمية على مواكبة هذا التطور



2 تعد شركات الاستحواذ ذات الأغراض الخاصة منافساً لمختلف أشكال الطروحات التقليدية (الطرح العام الأولي، الإدراج المباشر)، وقد تفضل الشركات هذا النوع من الإدراج في السوق المالية بناءً على عدد من المعايير أبرزها التكاليف والوقت



3 أشارت معظم الدراسات والأدبيات السابقة إلى انخفاض عوائد شركات الاستحواذ ذات الغرض الخاص للمستثمر مقارنة بأي طرح آخر، إلا أن الشركات التي تكون بقيادة أو يشارك في قيادتها مشغل تتفوق في الأداء على الشركات التي تكون بقيادة مستثمر فقط



4 لدى شركات الاستحواذ ذات الأغراض الخاصة مكاسب متعددة سواء على مستوى الشركة الراغبة في الإدراج العام أو على مستوى المستثمرين أو على مستوى الراعي إلا أن المكاسب على مستوى الشركة ومستوى الراعي أكبر منها على مستوى المستثمر



5 تحمل شركات الاستحواذ ذات الأغراض الخاصة مخاطر محتملة مختلفة إلا أن معظم تلك المخاطر تكونت بسبب عدم نضج اللوائح والتشريعات التي تنظم هذه الممارسة

# نهاية الدراسة

