

# العروض العامة لشراء الاسهم ووسائل مواجعتها

أ.م. د جعفر كاظم جبر

كلية القانون جامعة ميسان

jaafar.kadhim.jebur@uomisan.edu.iq

تاريخ الاستلام: ٥-٩-٢٠٢١

تاريخ قبول النشر: ١٢-١٢-٢٠٢١

## المستخلص

ان العروض العامة لشراء الاسهم يكون من خلال قيام الشخص الراغب بالاستحواذ بان يخطر المساهمين في الشركة المستهدفة بالاستحواذ بصورة علانية، ان له رغبة في الاستحواذ على ما يملكونه من اسهم في الشركة وبسعر محدد نقدا او يكون من خلال مبادلة اسهم باسهم، علما ان هذه العروض العامة ترد على اسهم تشكل جزء من راس المال وتعطي حق التصويت على القرارات الصادرة من مجلس ادارة الشركة، هذا يعني ان العروض العامة لشراء الاسهم هو استحواذ وسيطرة على مجلس ادارة شركة معينة والتحكم في القرارات الصادرة منه.

الكلمات المفتاحية: العروض العامة - الاسهم - الاوراق المالية - سوق المال استحواذ - المساهمين.

## .Abstract.

Public offers for the purchase of shares are made by the person wishing to acquire publicly notify the shareholders of the target company of the acquisition that he has a desire to acquire the shares they own in the company at a specified price in cash ‘or by exchanging shares for shares ‘note that these public offers It responds to shares that form part of the capital and gives the right to vote on the decisions issued by the company’s board of directors. This means that the public offers to purchase shares is the acquisition and control of the board of directors of a particular company and control over the decisions issued by it.

**Key words: public offers - shares - money bills - money market – acquisition – shareholders.**

## المقدمة

السوق فان الشركات الصغيرة اما تستسلم وتعلن افلاسها امام الشركات الكبيرة والعملاقة او ان تثبت وجودها بالبحث عن وسائل تسيطر بها على السوق فكانت فكرة التكتلات الاقتصادية حاضرة وهذا يهدف الى تحقيق التكامل الاقتصادي بين النشاطات المشتركة.

تقسم الشركات الى شركات صغيرة وشركات كبيرة من منظور حجم راس المال لهذه الشركات ووجودها في السوق، حيث تسعى كل الشركات الى السيطرة على السوق وتحقيق مكاسبها الاقتصادية والربح الوفير ويستدعي ذلك ابعاد الشركات المنافسة لها. امام هذا الوضع في

**المبحث الاول****مفهوم العروض العامة لشراء الاسهم**

ان نشأة العروض العامة لشراء الاسهم ترجع الى رغبة الخبراء القانونيين والماليين والاقتصاديين في الدول الاوربية في تجنب المخاطر التي تنجم عن عملية تجميع لاسهم شركة ما عن طريق شرائها من سوق الاوراق المالية. لذلك سنقسم هذا المبحث الى مطلبين، حيث نتكلم في المطلب الاول عن ماهية العروض العامة لشراء الاسهم، بينما نتكلم في المطلب الثاني عن التكييف القانوني للعروض العامة لشراء الاسهم.

**المطلب الاول****ماهية العروض العامة لشراء الاسهم**

ستتكم في هذا المطلب عن تعريف العروض العامة لشراء الاسهم واهميته وفيما يأتي التفصيل:

**اولا: تعريف العروض العامة لشراء الاسهم**

قانون سوق راس المال المصري رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ لم يعرف العروض العامة لشراء الاسهم، لكن اللائحة التنفيذية للقانون المذكور عرفته، ان « عرض الشراء هو العرض المطروح على مالكي الاوراق المالية محل العرض سواء كان مقابل الشراء نقديا او مبادلة بأوراق مالية اخرى او عرضا مختلطاً، وسواء كان عرضاً اجبارياً او اختيارياً»<sup>(١)</sup>.

اما القانون العراقي لم يعرف العروض العامة لشراء الاسهم فقط لكن لم يتم تنظيم هذه العملية بنصوص تشريعية الا ان هذا لا يعني انه لم يعرف هذه العملية، وقد اشار اليها في بعض النصوص واطلق عليها بالاستحواذ، على سبيل المثال<sup>(٢)</sup>.

يوجد نوعين من العروض العامة، اذ يتمثل النوع الاول في العرض العام للاستحواذ على اسهم شركة معينة، بينما يتمثل النوع الثاني في العرض العام للبيع، وستكون دراستنا في النوع الاول من العروض العامة.

**اولا: اهمية البحث**

تتجلى اهمية البحث بالنظر الى الكيانات الاقتصادية نجد ان ظاهرة العروض العامة لشراء الاسهم والاستحواذ والسيطرة على مجلس ادارة الشركة نجد انها شملت جميع الانشطة التجارية عن طريق قيام الشركات بعقد صفقات تحقق التعاون لجني المكاسب الاقتصادية وتعزز قدرتها على تنافس الشركات الاخرى في السوق.

**ثانيا: اشكالية البحث**

تتمثل مشكلة البحث بان يتم تقديم عروض الشراء من اشخاص لا يسعون الى استثمار اموالهم على المدى البعيد وانما مجرد المضاربة بشراء الاسهم محل العرض والانتظار قليلا ثم بيعها لتحقيق ربح سريع، وهذا ما يؤثر على الشركة المستهدفة مما يستوجب حماية اقلية المساهمين في الشركة المستهدفة

**ثالثا: هيكلية البحث**

يتألف هذا البحث من مبحثين مقسمة على مطالب يتناول المبحث الاول ماهية العروض العامة لشراء الاسهم. اما المبحث الثاني فيتناول وسائل مواجهة العروض العامة لشراء الاسهم.

**رابعا: منهجية البحث**

ستكون دراستنا في هذا البحث مقارنة بين نصوص القوانين المصرية والكويتية والعراقي فيما يخص موضوع البحث، كذلك نصوص اللوائح التنفيذية والتعليمات الخاصة بالقوانين المذكورة.



مال المشروعات العاملة في ذات النشاط، ويتم ذلك عبر عروض شراء لاسهم هذه الشركات<sup>(٧)</sup>.

من جانبنا نعرف العروض العامة لشراء الاسهم، انه ( هو اخطار يصدر من الراغب بشراء اسهم شركة معينة مالكي هذه الاسهم برغبته في شراء هذه الاسهم المقيدة في سوق الاوراق المالية، غالبا ما يكون بسعر اعلى من سوق الاوراق المالية او مبادلتها باسهم بديلة).

ثانيا: اهمية العروض العامة لشراء الاسهم  
١. تنشيط سوق الاوراق المالية:

ان العرض العام لشراء اسهم شركة ما اصدرت اسهمها في اكتتاب عام ومدرجة في سوق الاوراق المالية او الاسهم غير المدرجة في سوق الاوراق المالية، يؤدي الى تنشيط سوق الاوراق المالية لازدياد عمليات العرض والطلب على اسهم هذه الشركة.

٢. منع التلاعب بأسعار الاوراق المالية:

بما ان العروض العامة تتمتع بالإفصاح عن المعلومات القانونية والاقتصادية للشركة وكذلك اشتراط المساواة بين جميع المساهمين الراغبين للبيع، فان هذا يضيق الحد على المضاربين الذين يتلاعبون بأسعار الاوراق المالية في السوق، وليس امام الراغب في المضاربة الا ان يقدم عرضا منافسا خلال فترة سريان العرض<sup>(٨)</sup>.

٣. دخول سوق جديدة:

فاذا ارادت شركة معينة ان تدخل اسواقا جديدة، فان اول خيار امامها هو البحث عن شركة ذات نشاط متماثل، وتحاول الاستحواذ عليها ومن ثم تكون قد دخلت السوق بأقصر الطرق، وان زادت التكلفة عليها بعض الشيء، ولكن الشركات التي تتبع هذه السياسة اكثر ما تفكر فيه

نصت تعليمات الافصاح في سوق العراق للأوراق المالية، انه « اذا كانت الشركة المدرجة تمتلك اكثر من ٥٪ من رأسمال شركة اخرى فيجب اصدار البيانات المالية السنوية بشكل موحد اضافة الى البيانات الخاصة بالشركة»<sup>(٣)</sup>.

كذلك الحال في القانون الكويتي، عرف الاستحواذ انه (العرض او المحاولة او الطلب لتملك جميع الاسهم لشركة مدرجة او جميع الاسهم الخاصة باي فئة او فئات ضمن شركة مدرجة وذلك بخلاف الاسهم التي يملكها المقدم للعرض او الاطراف التابعة له او المتحالفة معه في تاريخ تقديم العرض)<sup>(٤)</sup>.

وقد عرف فقهاء القانون العروض العامة لشراء الاسهم، انه (تعهد غير قابل للرجوع فيه موجه الى المساهمين في احدى الشركات التي يجري تداول اسهمها في سوق الاوراق المالية بشراء كمية من الاسهم المملوكة لهم بسعر محدد، وغالبا اعلى من سعر سوق الاوراق المالية او مقابل اعطائهم اسهم بديلة)<sup>(٥)</sup>.

وعرفه اخرون، انه (عملية بواسطتها يقوم شخص طبيعي او اعتباري بأخطار مساهمي شركة ما عبر الاعلان برغبته في الاستحواذ على ما يملكونه من اسهم مقابل سعر يدفع نقدا او بمبادلة اسهم، وذلك متى كانت هذه الاوراق المالية صادرة عن شركات مدرجة بسوق الاوراق المالية او شركات اصدرت اوراقا مالية من خلال اكتتاب عام او من خلال طرح عام ولو لم تكن مدرجة بسوق الاوراق المالية)<sup>(٦)</sup>.

وعرفه اخرون، انه (اليه قانونية تتيح لمشروع معين بزيادة حصته المالية في سوق نشاط معين، من خلال الاستحواذ على جزء من راس

تغيير هيكل توزيع راس مال وتبديل اعضاء مجلس ادارة الشركة القادمة»<sup>(١٣)</sup>.

٦. ان الاستحواذ على مجلس ادارة الشركات عن طريق العرض العام لشراء الاسهم يقضي على الاحتكارات ذات التأثير الخطير على اقتصاد الدولة.

٧. ان العروض العامة لشراء الاسهم تتيح الفرصة امام الشركات للتجمع والتركز كمدخل للاستفادة من التكنولوجيا المتقدمة التي لا تتوفر في الشركة المستهدفة بالاستحواذ عن طريق العرض العام لشراء اسهمها<sup>(١٤)</sup>.

٨. تحقيق السيطرة مع البقاء على الشركة المستهدفة:

تحقيق السيطرة على الشركة هدفا رئيسيا في الاستحواذ والتملك للراغب بالشراء، فان ايجابه يتيح له ان يعيد تشكيل مجلس ادارة الشركة والتحكم في التصويت في الجمعية العامة، دون ان يضحي بالشخصية المعنوية المستقلة للشركة المستهدفة بالاستحواذ، واستمرارها قائمة على مزاوله الذي تأسست من اجله او التحكم في السياسة المالية والصناعية للشركة المراد الاستحواذ عليها، ويتميز هذا التصرف عن الطرق الاخرى من طرق تحقيق السيطرة، كالاندماج او شراء المحال التجارية، باستمرار الشركة المراد الاستحواذ عليها متمتعة بشخصيتها القانونية وذمتها المالية، وتبقى محافظة على اصولها وموجوداتها وخصومها بالإضافة الى عمالها مما يتيح ثقة للعاملين، والدائنين الذين يتخوفون في الحالات الاخرى السيطرة والتضحية بمصالحهم، اذ تبقى الشركة محتفظة بجنسيتها

هو دخول السوق بأسرع وقت، ولا تهتم اذا ارتفعت التكلفة اذا كان اختيارها للشركة المستحوذ عليها مدروسا بدقة، لان ذلك يضمن لها سوقا جديدة، اذ تستطيع عبر ذلك مضاعفة مبيعاتها، فضلا عن ان هذه الاسواق تتميز بزيادة الطلب على منتجات هذه الشركة المستحوذة<sup>(٩)</sup>.

٤. اعادة هيكله راس المال في الشركة:

قد يكون الاستحواذ لاعتبارات تنظيمية تخص اعادة الهيكلة، اذ تتجه الشركات او المجموعات الكبيرة الى البيع والتخلص من الشركات التابعة او الاصول الخاصة بأنشطة غير مرتبطة بالنشاط الاصلي لهذه المجموعات، فيتم الاستحواذ من قبل شركات صغيرة على اصول او شركات تابعة لشركات عملاقة<sup>(١٠)</sup>.

٥. حماية اقلية المساهمين:

«لا يجوز للشخص الذي له رغبة في اسهم شركة معينة الشراء اثناء ايجابه بغرض الاستحواذ على الشركة المستهدفة الا عن طريق العرض العام المعبر عنه بإيجابه، واذا استحصل الراغب على اسهم الشركة المستهدفة خارج اطار هذا العرض واثاء سريان فترة العرض، يلتزم بإعطاء المساهمين القابلين للبيع الزيادة في سعر الشراء تحقيقا للمساواة بين المساهمين المشاركين في العرض العام وغيرهم»<sup>(١١)</sup>.

مضمون هذه المادة تضمنته المادة ٦١ مكرر/ ٢ من اللائحة التنفيذية لقانون راس المال المصري<sup>(١٢)</sup>.

كما «يسمح للمساهمين الذين لم يشاركوا في العرض العام بعد انتهاء مدته بالانسحاب من الشركة بشروط ملائمة حفاظا على حقوقهم، بعد

ان العروض العامة للشراء النقدية<sup>(١٧)</sup> هي العروض التي يكون فيها مقدمي العرض بأبداء رغبتهم علنا للمساهمين في الشركة المستهدفة بالتزام غير قابل للرجوع فيه، بالاستحواذ على ما تتم الموافقة على بيعه مما يملكون من اسهم في هذا العرض، مقابل مبالغ نقدية<sup>(١٨)</sup>.

اما بالنسبة للعروض العامة للشراء بالمبادلة، فهي تتخذ مقابل الاستحواذ عليها صورة اسهم تتم مبادلتها باسهم الشركة المراد الاستحواذ عليها الـ ٩٠ يوما التي تسبق العملية والتي مكنته من الاستحواذ على النسبة المشار اليها، اما بالنسبة للمقابل عندما يكون مختلطا، فهنا يكون مقابل الشراء مزيج بين نقدي وعيني اي اسهم في شركة مملوكة لمقدمي العرض<sup>(١٩)</sup>.

## ٢. بالنظر الى طبيعة العروض:

هناك العرض الاصلية والعروض المنافسة. عرضت المادة (٣٤٦) والمادة (٣٤٧) من لائحة قانون سوق راس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ لعروض الشراء المنافسة بالتنظيم، فأنها تجيز قبل ٥ ايام على الاقل قبل ان تنتهي فترة سريان عرض الشراء الاصيلي، تقديم مشروع عروض شراء منافسة. لكن يشترط للموافقة على ايداع مشروع العروض المنافسة، ان تكون اسعار عروض الشراء نقدا وكذلك الا تقل الزيادة عن ٢٪ من سعر عروض الشراء الاصيلي او المنافسة السابقة حسب الاحوال. كما يجوز للهيئة العامة لرقابة المالية ان تقبل عروض الشراء المنافسة، حتى وان لم تتضمن سعرا اعلى، اذا تضمنت تعديل جوهرية في الشروط المقدمة لصالح المساهمين مالكي هذه الاسهم<sup>(٢٠)</sup>.

الوطنية وخضوعها لأحكام القانون الوطني مما يقلل من الاثار الضارة والمعارضة الوطنية للاستثمارات الاجنبية<sup>(١٥)</sup>.

## المطلب الثاني

### التكييف القانوني للعروض العامة لشراء الاسهم وانواعها وشروطها

ستتكم في هذا المطلب عن التكييف القانوني للعروض العامة لشراء الاسهم، كما سنوضح انواع العروض العامة لشراء الاسهم، على النحو الاتي:

### اولا: التكييف القانوني للعروض العامة لشراء الاسهم:

ان العروض العامة للشراء تعد ايجابا، لأنها تتضمن تعبيراً عن ارادة باتة من مقدمي العروض على ابرام العقد متى لاقاه قبولا من طرف المساهمين في الشركة المراد الاستحواذ عليها، كذلك هذا التكييف يمكن اعطائه في القانون الانكليزي والقانون الفرنسي للعروض العامة لشراء الاسهم، لان اللائحة AMF وقواعد City cod والتعليمات الخاصة بقانون الشركات الانكليزي، تلزم جميعها مقدمي العروض العامة بالالتزام فيما ورد بعرضه تجاه المساهمين في الشركة المراد الاستحواذ عليها، مما يعني ذلك ان تقديم العروض العامة وجود ارادة جازمة وباتة من قبل مقدمي العروض على ابرام العقد اذا ما لاقا هذه العروض قبولا من طرف المساهمين في الشركة المراد الاستحواذ عليها<sup>(١٦)</sup>.

### ثانيا: أنواع العروض العامة للشراء:

١. بالنظر الى مقابل الوفاء: ينقسم الى عروض عامة بالشراء وعروض عامة تبادلية ويكون مختلطا ايضا.



## ٣. بالنظر الى كمية الشراء:

عروض الشراء الكلية وعروض الشراء الجزئية، بالنسبة لعروض الشراء الكلية، يلتزم بموجبها مقدمي العرض بالاستحواذ على جميع الاسهم التي تم تقديمها من المساهمين في الشركة المراد الاستحواذ عليها لبيعها في اطار عروض الشراء، ومن الممكن ان تصل الى ١٠٠٪ من راس مال الشركة. يتبين من ذلك ان لهذا النوع من العروض يتيح لكل مساهم في الشركة المراد الاستحواذ عليها ان يبيع ما يريدونه من كميات من الاسهم التي تكون مملوكة لهم من غير ان يكون لمقدمي العرض حق رفض عدم الموافقة على شراء هذه الكمية من الاسهم، وتحديد العرض بشراء بعض منها، اما عروض الشراء الجزئية، هي العروض التي تتيح لمقدمي العرض بوضع سقف محدد لعدد من الاسهم التي لهم الرغبة في الاستحواذ عليها في اطار العرض المقدم، بحيث متى ما زاد العدد المقدم من قبل المساهمين على هذا السقف، جاز لمقدمي العرض رفض الزيادة<sup>(٢١)</sup>.

واجاز المشرع المصري<sup>(٢٢)</sup>، بان يكون على جزء من اسهم الشركة المراد الاستحواذ عليها، لكن شريطة ان يتجه العرض المقدم الى جميع المساهمين مالكي الاسهم المراد الاستحواذ عليها، لذلك لا يجوز ان يتوجه العرض الى بعض المساهمين دون الاخرين هذا الامر مقصور في عروض الشراء الاختيارية، وعروض الشراء الودية وعروض الشراء العدائية او غير الودية<sup>(٢٣)</sup>.

بالنسبة للعروض الودية، هي العروض التي يسبقه مفاوضات او فحص<sup>(٢٤)</sup> على الشركة المراد الاستحواذ عليها وتوقيع مذكرات تفاهم بين

مقدمي العرض والمساهمين، يعني ذلك ان في العروض الودية يجب ان يوافق مجلس الادارة في الشركة المراد الاستحواذ عليها، اي ان العرض الودي لا يكون مفاجئ للشركة المستهدفة او المساهمين فيها. كما ان مقدمي العرض يفصحون عن نيتهم قبل تقديم العرض<sup>(٢٥)</sup>.

اما العروض العدائية، فهي عندما يتقدم مقدمي العرض للشراء فجأة دون افصاح ودون اي ترتيب سابق على العرض مع ادارة الشركة المراد الاستحواذ عليها، ويكون العرض غير ودي عندما يكون مقدمي العرض على دراية بأمر الشركة المراد الاستحواذ عليها كما لو كان احد المساهمين الرئيسيين فيها او كان شركة منافسة على علم بوضع منافسيها، ويلجأ عادة مقدمي العرض غير الودي الى هذا الاسلوب لتضييع الفرصة على المنافسين<sup>(٢٦)</sup>.

## ٤. بالنظر الى حرية ارادة مقدمي العروض:

عروض اختيارية وهو الاصل، واخرى عروض اجبارية، بالنسبة للعروض الاجبارية، تعني ايجاب بالشراء موجه من ممن يملك السيطرة الفعلية الى المساهمين مالكي الاسهم سواء كان مقابل الشراء نقدا او مبادلة باسهم اخرى السيطرة الفعلية، هي وضع او اتفاق او ملكية لاسهم أيا كانت نسبتها، تؤدي للتحكم في القرارات الصادرة من مجلس الادارة<sup>(٢٧)</sup>.

والنسبة المطلوبة لكي يكون العرض اجباريا حسب القانون المصري، ان يمتلك الشخص الثلث من راس المال او حقوق التصويت في الشركة المراد الاستحواذ عليها<sup>(٢٨)</sup>.

### المطلب الاول

#### اسس مواجهة العروض العامة لشراء الاسهم

ان تغيير الشكل القانوني للشخص المعنوي لا يؤدي الى انقضائه، لان التصرف جائز على المال المكون له، لذلك اصبح بقاء الشخص خاصة في المجال التجاري، لأنه يمتاز بطبيعة خاصة تتلاءم مع الغاية في استثمار راس المال لان حق الملكية يبقى وان انتقلت الى شخص اخر. من هذا المنطلق يحق للمالك المستهدف بشراء ملكه، ان يحمي ملكه من التصرفات وان كانت قانونية التي تكون لها مضار على مصلحته المشروعة<sup>(٣٣)</sup>.

حسب المادة (٣٢٧ / ف ٢) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق راس المال المصري، يحق لمجلس الادارة في الشركة المراد الاستحواذ عليها ان تقوم بإجراءات لغرض مواجهة العرض العام لشراء اسهمها، طالما ان هذه الاجراءات تحقق مصلحة الشركة والشركاء معا. هذا ما اكدته المادة (٢٥٠) من اللائحة التنفيذية لقانون هيئة سوق المال الكويتي، بما ان مجلس ادارة الشركة المراد الاستحواذ عليها يحق له مواجهة العرض العام لشراء اسهم شركته وهذا الدفاع يعد شرعياً، فعليه ان يبذل قصارى جهده في ذلك، وان يقوم بكافة الاجراءات والوسائل القانونية للتصدي لهذا العرض، وعليه اخطار المساهمين بكل ما يعرض عليه من عروض للشراء التي توصف بالجديّة، وحتى العروض الاحتمالية التي من الممكن قد تطرح على المساهمين، بما ان مجلس الادارة وكيلها عن المساهمين، يجب عليه ان يتصرف بما يحقق للشركة والمساهمين مصلحتهم معا، اذ لا يجوز لمجلس الادارة التراخي عن الدفاع عن الشركة، لأنه يعتبر اقرار

والنسبة المطلوبة في القانون الكويتي لكي يكون العرض اجبارياً، هو تملك اكثر من ٣٠٪ من اسهم الشركة التي تتمتع بحق التصويت<sup>(٣٩)</sup>.

اما العروض الاختيارية، فانها تتم اذا لم تتوافر حالات وشروط العروض الاجبارية<sup>(٣٠)</sup>.

ويخضع هذين النوعين من العروض الى ذات الاحكام عندما يتم تقديم العروض، تختلف عروض الشراء الاختيارية عن الاخرى في امور كثيرة، اذ لا يجوز مقدميه سواء بمفرده او بالاشتراك مع اخرين، الاستحواذ على ما يزيد عن الثلث من راس مال الشركة المراد الاستحواذ عليها، لذا فان العروض الاختيارية لا تحقق السيطرة الفعلية. كذلك مقدمي العرض ملزمين بشراء النسبة التي اعلنوا عنها<sup>(٣١)</sup>. ويجوز في العروض الاختيارية ان تعلق على شرط<sup>(٣٢)</sup>.

### المبحث الثاني

#### وسائل مواجهة العروض العامة لشراء الاسهم

ان مجلس ادارة الشركة المراد الاستحواذ عليها يقوم بوسائل عديدة للتصدي لعملية العروض العامة لشراء الاسهم سواء كانت هذه العروض حالة او احتمالية، لغرض حماية الشركة من الاستحواذ عليها ووقوعها في يد المنافسين لها، وكذلك لحماية اقلية المساهمين الذين بقوا في الشركة ولم يشاركوا في العرض المطروح، لذلك سنخصص المطلب الاول، اسس مواجهة العروض العامة لشراء الاسهم، بينما خصصنا في المطلب الثاني، الية مواجهة العروض العامة لشراء الاسهم.



\*اتخاذ قرار بزيادة رأس المال او اصدار سندات قرض قابلة للتحويل الى اسهم اذا كانت هذه الزيادة ان تجعل عروض الاستحواذ مستحيلا او مرهقا، ما لم يكن قرار زيادة رأس المال تم اتخاذه قبل مضي ٣٠ يوما على الاقل من تاريخ نشر قرار هيئة الرقابة المالية باعتماد مشروع العرض العام للشراء ومفكرة المعلومات.

\*المساس بأصول الشركة بشكل جوهري، او زيادة التزاماتها المالية او اعاقه تطوير نشاط الشركة في المستقبل، ما لم يكن هذه التصرفات تمت في اطار التصرفات المعتاد عليها لمباشرة الشركة في نشاطها، وبتاريخ سابق على قرار هيئة الرقابة المالية باعتماد مشروع العرض العام للشراء ومفكرة المعلومات (٣٦).

الا انه يجوز لمجلس ادارة الشركة ان يحمي الشركة من العرض العام للشراء عبر عرض منافس من احدى الشركات الصديقة اثناء العرض، حيث لا تعتبر هذه الوسيلة خارج الضوابط التي حددها القانون والتي يجب على مجلس ادار الشركة ان يلتزم بها اثناء سريان العرض العام للشراء. ويبقى لمجلس الادارة ان تتخذ كافة الوسائل المشروعة والاحتياطات التي تحول دون طرح العرض او افشاله اذا تم هذا العرض (٣٧).

هناك قواعد ومبادئ، لحماية الشركة المراد الاستحواذ عليها والدفاع عنها، اقرها الفقه والقضاء، والذي يستوجب ان تراعى من قبل الاشخاص المتدخله في اجراءات العروض العامة للشراء، لا سيما مجلس ادارة الشركة المراد الاستحواذ عليها، وهذه القواعد او المبادئ، هي:

منه بعدم قدرته على الادارة وعدم كفاءته فيها، وتعتمد مشروعية الدفاع على شرطين:

١. اتخاذ الوسائل القانونية والمادية لتنظيم الدفاع عن الشركة مثلا زيادة رأس المال او التعاون مع الشركات الصديقة لتنظيم ما يكفل رد العرض على الشركة.

٢. ان تكون وسائل الدفاع مشروعة بمعنى اخر يجب ان تكون متوافقة مع القوانين والتعليمات النافذة، وان لا يلجأ مجلس ادارة الشركة الى وسائل ملتوية (٣٤).

#### الحالات يكون فيها الدفاع غير مشروع هي

أ- الاتفاق على وضع قيد في النظام الاساس للشركة، بان يحرم على المساهم التصرف بالأسهم كذلك بالنسبة للتنازل عن هذه الاسهم. حيث يتعارض هذا مع القانون سواء في مصر والعراق والكويت، اذ تقرر ان لا يسري في مواجهة منشئ العرض العام بالنسبة للأسهم ضمن نطاق عرضه، النص الاتفاقي في النظام العام للشركة المراد الاستحواذ عليها المدرجة في سوق الاوراق المالية ان يكون نابعا من التزام تشريعي.

ب- التصرفات الضارة اثناء سريان العرض والتي تعد حدثا جوهريا، لا يجوز لإدارة الشركة المراد الاستحواذ عليها من تاريخ نشر قرار هيئة الرقابة المالية باعتماد مشروع العرض العام للشراء ومفكرة المعلومات في سوق الاوراق المالية ولغاية تاريخ الاعلان عن نتيجة العرض، القيام بأي تصرفات تعد حدثا جوهريا ضارا. ويمتنع عليهم القيام ببعض التصرفات الاتية: (٣٥)



الاحتياط اذا استشعر بطرح عرض عام على اسهم الشركة، بشرط ان ينفذ القرار خلال ٣ سنوات من تاريخ صدوره وفقا للقانون.

\*احترام الشفافية، يبقى مجلس ادارة الشركة المستهدفة في جميع الاحوال ملتزما بان تكون الاجراءات علنية وشفافة والا يلجأ الى الوسائل غير مشروعة وملتوية كان ينشر شائعات تؤثر على قرار المساهمين، كما يجب ان تكون اجراءات الدفاع هي لضمان حماية مصالح المساهمين فيها ومصحة الشركة كونها كيان قانوني واقتصادي مستقل<sup>(٤٠)</sup>.

\*تحقيق مصالح الشركة المراد الاستحواذ عليها واغلبية المساهمين، يقوم مجلس ادارة الشركة بحماية مصالح الشركة واغلبية المساهمين وذلك عبر تصديه والدفاع عن الشركة من اي تعدي يقع عليها ينال من حقها في التملك، وهو ملزم ان يغلب مصلحة المساهمين والشركة ككيان قانوني اقتصادي مستقل، ومصحة هذا الشخص الاعتباري تكون في استمراره في الوجود ومراعاة للعاملين فيه والدائنين والعملاء والموردين، وكل هؤلاء الاشخاص مرتبطين به ولهم مصلحة في استمرار الشركة. وايضا على مجلس الادارة ان يراعي مصلحة المساهمين او اغليبتهم، لأنه من الصعب حصول اجماع المساهمين بالنسبة لرفض او قبول العرض العام للشراء بقصد الاستحواذ على الشركة، فعلى الاقل الحصول على موافقة الاغلبية تحقيقا لمبدأ حرية الادارة للشركة هناك كثير من الحالات تتعارض فيها مصلحة اغلبية المساهمين مع مصلحة الشركة، وعلى الإدارة في الشركة رفع هذا التعارض والتوفيق بين المصلحتين، فان لم يستطع مجلس ادارة الشركة

\*الالتزام بحسن النية، يجب ان يسود هذا الالتزام جميع التصرفات في عروض الشراء العامة وغير من التصرفات القانونية، اذ ان الغش يجعل التصرف قابلا للأبطال. ويجب ان تكون المعلومات الصادرة من الشركة مقدمة العرض والمعلومات الصادرة من الشركة المراد الاستحواذ عليها والتصرفات الصادرة من الشركتين بالشفافية والصدق، وقبول او رفض المساهمين للعرض المقدم نابع من ارادة سليمة غير مشوبة بأي عيب من العيوب التي تفسد الارادة والا كان التصرف موقوفا او قابلا للأبطال<sup>(٣٨)</sup>.

\*الالتزام بالقوانين والتعليمات النافذة، حيث لا يكون الدفاع عن الشركة المراد الاستحواذ عليها مشروعاً الا اذا التزم بالقواعد القانونية التي تنظم عملية العرض العام لشراء الاسهم، وكذلك الالتزام بالتعليمات الخاصة بالقانون المذكور وكذلك القواعد القانونية الخاصة بسوق الاوراق المالية<sup>(٣٩)</sup>.

\*احترام النظام الاساسي للشركة المراد الاستحواذ عليها، اذ لا يجوز لمجلس ادار الشركة المستهدفة بالاستحواذ، ان يخالف القواعد التي نص عليها النظام الاساسي للشركة، حيث لا يجوز لهم زيادة رأس المال او انقاصه، يجب ان يتم ذلك بعد ان تؤخذ موافقة الجمعية العامة للشركة باجتماع غير عادي للمساهمين، حيث ان هذا الاجراء يعد ضمن الاعمال الجوهرية للإدارة الذي لا يجوز ان يقوم به اثناء سريان العرض العام للشراء، لذ يجوز لمجلس الادارة بعد اخذ موافقة الجمعية العامة باجتماع غير عادي ان تقوم بتخفيض او زيادة رأس الشركة على سبيل

اولاً: الوسائل القانونية لمواجهة العروض العامة لشراء الاسهم:

حسب المادة (٣٢٧/هـ) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق راس المال يجوز لمجلس ادارة الشركة المراد الاستحواذ عليها، اتخاذ الوسائل اللازمة، لكي تواجه العروض العامة لشراء الاسهم لطالما هذه الوسائل تراعي تحقيق مصلحة الشركة، ولذلك يجوز لمجلس ادارة الشركة المراد الاستحواذ عليها، ان يقوم بالاتي:

١. اصدار بيان يوضح فيه رأي مجلس الادارة عند نشر واعلان معلومات حساسة وجوهرية خاصة، بالعرض العام للشراء خلال مدة ١٥ يوماً من تاريخ النشر، لكن يجب ان يشتمل هذا البيان على مدى جدوى العرض المقدم والنتائج التي تترتب عليه وهميته بالنسبة للشركة والمساهمين فيها والعاملين فيها، ويكون اعطاء الرأي وجوبي وليس جوازي اذا كان الثمن المعروض للشراء هو مبادلة اسهم او كان العرض مختلطاً او اذا كانت الاسهم المراد الاستحواذ عليها من الاسهم النشطة في سوق الاوراق المالية، وكان سعر الشراء النقدي المعروض يقل عن متوسط سعر التداول في سوق الاوراق المالية خلال ٦ شهور السابقة على تاريخ ايداع العرض العام<sup>(٤٣)</sup>.

٢. تغيير هيكل الشركة، اذ تتمثل هذه الوسيلة باتخاذ الشكل القانوني الذي يمنع اصحاب العرض لطرح عرض عام على اسهم الشركة المراد الاستحواذ عليها، علماً ان هذه الاساليب قد تتلاءم مع بعض الشركات دون الاخرى، ويتوقف ذلك على حجم راس مال

رفع هذا التعارض يلجأ الى القضاء. لان اغلبية المساهمين التي تنظر على انه من مصلحتها الاقدام على هذا التصرف فتقوم بهذا الفعل حتى وان كان هذا التصرف يلحق ضرراً بمصلحة الشركة، ولا يحق لمجلس الادارة ان يضحى بمصلحة اغلبية المساهمين او مصلحة الشركة لقاء منافع شخصية من صاحب عرض الشراء العام<sup>(٤١)</sup>.

\*علانية الدفاع، مبدأ العلانية يتصل بمبدأ مهم الا وهو مبدأ الشفافية في اتخاذ اجراءات الحماية ضد عرض الشراء العام، لذا يتوجب على مجلس ادارة الشركة عند اخبارهم بالعرض ان يخبر المساهمين جميعاً عن طريق خطابات ترسل الى عناوينهم او باعلان في الصحف او ان تدعوا الجمعية العامة المساهمين للانعقاد ويطرح الامر عليهم وترى مدى موافقتهم على العرض، والا يقصر مجلس ادارة الشركة الاخطار على كبار المساهمين فقط. اذ يلتزم بهذا مجلس الادارة في الشركة صاحبة العرض ومجلس ادارة الشركة المراد الاستحواذ عليه<sup>(٤٢)</sup>.

### المطلب الثاني

#### الهيئة مواجهة العروض العامة لشراء الاسهم

ان عملية عرض الشراء العام للاسهم، يكون القصد منها هو السيطرة على مجلس ادارة شركة معينة، قد يكون هناك اتفاقاً مسبقاً بين طارحي العرض العام مع مجلس ادارة الشركة المراد الاستحواذ عليها هذا ما يسمى بالعرض الودي وقد لا يكون هناك اي اتفاق بين قدمي العرض مع مجلس الادارة حينها يسمى العرض العام لشراء الاسهم عدائي، وهنا يلجأ مجلس الادارة الى اتخاذ عدة وسائل لمواجهة هذا العرض قد تكون هذا الوسائل قانونية او تكون غير قانونية:

المال اللازم لديهم لشراء اسهم الشركة او للحيلولة دون وحدث انخفاض فجائي غير متوقع في قيمة الاسهم في سوق الاوراق المالية او لتخفيض الشركة لراس مالها ان اتباع هذا الاسلوب لمواجهة العرض العام للشراء الاسهم يكتنفه العديد من المخاطر، منها ما يؤدي اليه ذلك من ضرورة الغاء الشركة لأسهمها او تصرفها فيها بشكل عاجل؛ لان هذا الشراء يؤدي الى اتحاد ذمة الشركة، اذ تكون دائنا ومدينا في نفس الوقت هذا من جانب، ومن جانب اخر، فان نطاق شراء الشركة لأسهمها محدود بعدد من الاسهم، حيث لا يؤدي الى تشييط همة العرض العدائي للسيطرة والاستحواذ على اسهم الشركة<sup>(٥٠)</sup>.

٤. تعزيز حقوق التصويت للمساهمين القدامى، يجوز للشركة مواجهة العرض العام للشراء من المساهمين الجدد، بان يعطي حقوق تصويت متعددة او مزدوجة في الجمعية العامة التي ينص عليها نظام الشركة الاساسي، دون تمتع المساهمين الجدد بهذا الحق سواء كان دخول المساهمين الجدد عبر زيادة راس مال الشركة او عبر عرض عام لشراء اسهم الشركة والاستحواذ على مجلس ادارتها.

٥. تقوية شروط انعقاد الجمعية العامة، يستطيع مجلس ادارة الشركة ان يشدد على الشروط المحددة للعدد اللازم، لكي يكون انعقاد جلسات الجمعية العامة صحيحا سواء في اجتماعاتها العادية او غير العادية، كما يستطيع مجلس الادارة ان يحدد نسبة اعلى للأغلبية اللازمة بالجمعية العامة، لأضعاف مركز

الشركة، يجوز تحويل الشركة المساهمة الى شركة توصية بسيطة؛ لان صاحب العرض العام لا يستطيع ان يدخل الى الشركة الا بوصفه شريكا موصيا في حين تبقى الادارة بيد الشركاء المتضامنين وبالتالي تبقى السيطرة بيدهم في مجلس ادارة الشركة<sup>(٤٤)</sup>، اجاز قانون الشركات المصري، تحويل شركة التوصية بالأسهم<sup>(٤٥)</sup>.

الا ان عدم النص على تحويل الشركة المساهمة لا يعني عدم جوازه، غالبية الفقهاء في مصر تجيز هذا التحويل للشركة المساهمة، فالتحويل يجوز لجميع انواع الشركات طالما تتمتع بشخصية معنوية وانها لديها عقد او انظامها الاساسي يتيح لها بذلك<sup>(٤٦)</sup>. فتحويل الشركة المراد الاستحواذ عليها الى شركة توصية بالأسهم، بحيث تبقى ادارتها في يد الشركاء المتضامنين في الشركة، ولا يستطيع مقدم العرض سوى ان يكون بمركز الشريك الموصي الذي لا يملك حق الادارة، وقد اتبعت هذا الاسلوب شركات ايف سان لوراتد، وديزني لاند الاوربية<sup>(٤٧)</sup>.

اما في القانون العراقي، فانه لا يجوز تحويل الشركات المساهمة الى اي نوع اخر من انواع الشركات<sup>(٤٨)</sup> اما القانون الكويت فقد كان المشرع صريحا حيث اجاز تحويل الشركات بكل انواعها<sup>(٤٩)</sup>.

٣. شراء الشركة لأسهمها، حيث تلجأ الشركة لهذا الاسلوب لأسباب عديدة كارتباط ذلك بغرضها، كما هو الحال بالنسبة للمصارف المحترفة بتداول وارتهان الاسهم او لرغبة اغلبية المساهمين في الشركة دون ان يتوفر

ذلك من اهم الاجراءات الدفاعية ضد الاستحواذ والسيطرة، اذ يؤدي زيادة راس المال الى صعوبة تدبير ما يلزم من اموال في ضوء ضخامة اعداد الاسهم الموجودة، وبالتالي يصعب على مقدم العرض رفع سعر العرض لأغراء المساهمين ببيع اسهمهم<sup>(٥٤)</sup>.

١٠. اصدار شهادات الاستثمار وسندات المشاركة، تستطيع الشركة المراد الاستحواذ عليها ان تلجأ الى وسائل لكي للمحافظة على التوازن الموجود للمساهمين القدامى في الشركة، ان تزيد من راس مالها عبر اصدار سندات مشاركة او شهادات استثمار، ليمتص اصحابها بحقوق مالية مغرية في ارباحها، وهذا الاجراء يحقق بذلك هدفين يخلصها من التعثر او زيادة انشطة الشركة، وصعوبة اغراء المساهمين القدامى المراد الاستحواذ على اسهمهم<sup>(٥٥)</sup>.

١١. الاندماج، استخدام هذه الوسيلة ضد العرض العام لشراء الاسهم سواء كانت الشركة المراد الاستحواذ عليها من العرض تمثل الشركة الدامجة او المندمجة، غير ان في الحالة الاخيرة تكون الشركة قد لاذت بخيار اخر ربما اكثر مرارة من قبول العرض العام للاستحواذ، وفي الغالب سيحتتم الخضوع لإدارة وغرض جديدين<sup>(٥٦)</sup>.

ويكون الحل الاخير للشركة المراد الاستحواذ عليها عندما تواجه عملية عرض عام عدائي، فهذا الحل قد يكون افضل من الرضوخ لمقدم العرض<sup>(٥٧)</sup>.

هذا ما اكدته المادة (٦٣/٦) من اللائحة التنفيذية لقانون هيئة سوق المال الكويتي

المساهمين الداخليين (الجدد) وعدم تأثيرهم على قرار الجمعية العامة<sup>(٥١)</sup>.

٦. تفويض كامل للاسهم الممتازة، لمجلس ادارة الشركة ان تحصل على تفويض كامل بحرية التصرف في الاسهم الممتازة بما يتعلق بحقوق التصويت الخاص بها، وتحويلها وتوزيع الارباح والحقوق الاخرى المتعلقة بها، في وقت اصدار هذه الاسهم مبنياً بذلك على نص يتيح بذلك في النظام الاساسي للشركة، ويستطيع مجلس الادارة استخدام هذه الاسهم في مواجهة العرض العام لشراء الاسهم ومنع السيطرة على مجلس ادارة الشركة المستهدفة بالاستحواذ<sup>(٥٢)</sup>.

٧. زيادة مديونية الشركة، حيث يعمل مجلس ادارة الشركة بسرعة كبيرة وبشكل مفاجئ على ايقاع الشركة بالتزامات مالية باهظة تحبط همّة اصحاب العرض، لكن هذا لا يمثل خلاصاً للشركة من الاستحواذ بقدر ما يمثل انتحاراً لها، اذ تسمى هذه الوسيلة بحبات الدواء السامة<sup>(٥٣)</sup>.

٨. تقوية العلاقات مع المساهمين، يستطيع مجلس ادارة الشركة المستهدفة ان يقوي علاقته بالمساهمين في الشركة بالعديد من الوسائل، منها زيادة نسبة الارباح وتوزيعها عليهم، او اصدار اسهم جديدة يكون مردودها عالياً، او تكوين ملاك الاسهم بغرض شراء الاسهم التي تطرح كل شهر، كي لا تؤول الى اشخاص غير مرغوب بهم.

٩. زيادة راس المال، يحق لمجلس الادارة زيادة راس مال الشركة، لكن توقيت استخدامها خلال مدة تقديم العرض العام للشراء يعد

- ثانياً: الوسائل غير القانونية لموجهة العروض العامة لشراء الاسهم:
- يسعى مجلس ادارة الشركة المستهدفة بالاستحواذ للمحافظة على الشركة، ان يواجه عروض الشراء العامة بأية وسيلة وان كانت هذه الوسيلة غير قانونية، وهذه الوسائل التي يتبعها مجلس ادارة الشركات المستهدفة بالاستحواذ كثيرة، منها:
١. فرض مجلس ادارة الشركة المستهدفة بالاستحواذ، قيود وعراقيل تحول بين مالكي الاسهم محل العرض وتقييمها وفقاً لآسس التقييم السليم. (٥٨)
  ٢. قيام مجلس الادارة بأجراء او تصرف يعد حدثاً جوهرياً يضر بالشركة منذ تاريخ صدور قرار الهيئة العامة للرقابة المالية في سوق المال باعتماد مشروع العرض العام لشراء الاسهم ومذكرة المعلومات الى حين تاريخ اعلان نتيجة العرض العام للشراء (٥٩).
  - ويرجع الامر الى تقدير محكمة الموضوع في التصرفات او الموضوعات التي تعد حدثاً جوهرياً ضاراً حسب ما ترتبه من اثار سواء على المساهمين او غيرهم (٦٠).
  ٣. اتخاذ مجلس الادارة قراراً بزيادة راس مال الشركة او اصدار سندات تكون قابلة للتحويل الى اسهم متى كان من شأنها ان تجعل العرض العام للاستحواذ مرهقاً او قد تجعله مستحيلاً ما لم يكن قرار الزيادة في راس المال تم اتخاذه قبل مضي ٣٠ يوماً على الاقل منذ تاريخ نشر قرار الهيئة العامة في السوق باعتماد مشروع العرض العام للشراء ومذكرة المعلومات (٦١).
  ٤. قيام الشركة بشراء اسهمها سواء بصورة مباشرة او غير مباشرة خلال مدة سريان العرض العام للشراء اذا كانت تشكل جزءاً من راس المال او تسمح في تملك جزء منه. (٦٢)
  ٥. القيام بإجراءات دفاعات بما يسمى الحجة السامة دون تفويض من المساهمين مالكي الاسهم، الذي يشترط ان تكون هناك موافقة صريحة من قبل مالكي الاسهم لاتباع هذا الاسلوب الدفاعي، ويستطيع مالكي الاسهم مقاضاة مجلس الادارة امام المحاكم المختصة في هذه الحالة متى ما تحقق الضرر عليهم من جراء استخدام هذا الاسلوب الدفاعي ضد العرض العام المقدم لشراء الاسهم (٦٣).
  ٦. قيام مجلس الادارة في الشركة المراد الاستحواذ عليها بتصرف يكون من شأنه المساس الجوهري بأصول الشركة وزيادة التزاماتها المالية او قد يعيق تطوير الشركة في المستقبل، ما لم تكن هذه الافعال تمت في اطار الاعمال المعتادة لمباشرة الشركة نشاطها وبتاريخ يسبق تاريخ قرار الهيئة العامة لسوق المال باعتماد مشروع عرض الشراء ومذكرة المعلومات (٦٤).

### الغائمة

- بعد ان تناولنا العروض العامة لشراء الاسهم ووسائل مواجهتها اصبح لزاماً ان نبين ما خالص لنا من استنتاجات وتوصيات
- اولاً: استنتاجات
١. ان العروض العامة لشراء الاسهم هي عملية يتقدم بها صاحب العرض الى المساهمين عن طريق مجلس الادارة في الشركة المراد

ومشروعة او غير قانونية، خاصة في الدفاع عن نفسه بما يسمى بالعروض العدائية او غير الودية.

#### ثانياً: توصيات

١. نأمل من المشرع العراقي ان ينظم عملية العرض العام لشراء الاسهم بنصوص خاصة، سواء عند اصدار قانون جديد بديلاً عن القانون المؤقت، او عند تعديل قانون سوق الاوراق المالية المؤقت رقم (٧٤) لسنة ٢٠٠٤ او اضافة تعليمات جديدة خاصة بسوق العراق للأوراق المالية.
٢. نقترح على المشرع العراقي، ان يلزم مجلس ادارة الشركة المستهدفة عند علمه بالعرض العام المطروح لشراء الاسهم ان يخطر جميع المساهمين في الشركة، والا يكون الاخطار مقصوراً على كبار المساهمين فقط، تحقيقاً لمبدأ المساواة بالمعاملة، ويكون الاخطار بدعوة الجمعية العامة للمساهمين لطرح الامر عليهم، واخذ موافقتهم او رفضهم للعرض العام.
٣. نوصي المشرع العراقي ان يفعل الدور الرقابي على العروض العامة لشراء الاسهم، وذلك لضمان تحقيق مبادئ هذا العرض.
٤. نوصي المشرع العراقي في حالة قبول العرض العام من قبل الشركة المستهدفة بالاستحواذ على الشركة من قبل الاغلبية، بان يسمح للأقلية المساهمين الانسحاب منها من خلال تقديم عرض شراء لحصص الاقلية، وان يخطر الاغلبية بذلك ويعلنه لهم خلال مدة، وان يكون عرض الشراء نقداً وان لا يقل عن اعلى سعر دفعه صاحب العرض في عرض الشراء السابق خلال المدة التي تحددها الهيئة على تقديم عرض الشراء المعني، وذلك حماية للمساهمين الاقلية.
٥. نقترح على المشرع العراقي ان يحدد العروض العامة لشراء الاسهم الخاصة بالشركات الاجنبية على الشركات المحلية على انشطة معينة بعد استئصال موافقات من الدولة، وان توضع قيود معينة عند ابرام العقد الخاص بالاستحواذ، وذلك حماية لاقتصاد البلد.

الاستحواذ عليها او يتقدم به صاحب العرض الى الهيئة المختصة بمراقبة سوق الاوراق المالية سواء كان في القانون المصري (الهيئة العامة للرقابة المالية) او القانون العراقي (الهيئة العراقية للسندات).

٢. عملية العروض العامة لشراء الاسهم هي وسيلة قانونية مشروعة، يحق لمقدم العرض ان يتوجه بعرضه الى المساهمين في الشركة المراد الاستحواذ عليها على الا يخالف القانون والتعليمات في عرضه المقدم للمساهمين.
٣. العروض العامة لشراء الاسهم ليست واحدة، بل هي انواع وتقسم هذه الانواع حسب الزاوية التي ينظر اليها من حيث مقابل الوفاء ينقسم الى عروض عامة بالشراء وعروض عامة تبادلية ويكون مختلطاً ايضاً ومن حيث طبيعة العروض هناك العروض الاصلية والعروض المنافسة ومن حيث كمية الشراء عروض الشراء الكلية وعروض الشراء الجزئية ومن حيث رضاه الشركة المستهدفة عروض الشراء الودية وعروض الشراء العدائية ومن حيث حرية ارادة مقدمي العروض عروض اختيارية وهو الاصل، واخرى عروض اجبارية.
٤. يجب على مجلس ادارة الشركة المستهدفة بالاستحواذ، ان يلتزم خلال فترة سريان العرض العام المطروح بعدم اجراء اي تصرف يؤدي الى عرقلة العرض، ويقوم بالإدارة المعتادة فقط.
٥. يستطيع مجلس ادارة الشركة المستهدفة بالاستحواذ عليها ان يدافع عن نفسه بعدة وسائل سواء كانت هذه الوسائل قانونية

- (١) المادة (٣٢٦) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق راس المال رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢.
- (٢) نصت الفقرة ٣ من القسم ١٠، ان " يعتبر غير قانونياً أي شخص او اشخاص متحالفين اذا ما حصلوا او حاولوا الحصول على نسبة اكثر من ٣٠٪ من الاسهم لأية شركة مساهمة للأوراق المالية مالم يقيم ذلك الشخص الطبيعي او الاشخاص المعنويين تعريف انفسهم وكشف ما بحيازتهم الى السوق والهيئة فيما يخص تلك المعاملات وحماية مالكي الاقلية يجب ان تعلن تلك التقارير من قبل سوق الاوراق المالية والهيئة. يجب ان يطبق هذا الشرط على الاشخاص الحائزين على تلك المراكز وقت وضع هذا القانون موضع التنفيذ. على كل مسجل لشركة مساهمة للأوراق المالية والمودع لديه كتاب تقرير الى الهيئة عن كل حائز للاسهم في سجلاتها ويملك اكثر من ١٠٪ من الاسهم في الشركة المطروحة لأغراض التجارة"
- (٣) المادة (٣) من تعليمات الافصاح للشركات المدرجة في سوق الاوراق المالية العراقي رقم (٨) لسنة ٢٠١٠.
- (٤) المادة (١/٧١) من القانون رقم ٧ لسنة ٢٠١٠، والمادة (١/٢٤٧) من اللائحة التنفيذية للقانون رقم ٧ لسنة ٢٠١٠.
- (٥) د. طاهر شوقي مؤمن، الاستحواذ على الشركة دراسة نظرية وتطبيقية، دار النهضة العربية، ٢٠٠٩، ص ٣٤ وما بعدها.
- (٦) د. عمر ناطق يحيى الحمداني، الجوانب القانونية لبعض العمليات المرتبطة بسوق الاوراق المالية، دار النهضة العربية، ٢٠١٨، ص ٥٦.
- (٧) د. سامي عبد الباقي ابو صالح، تعارض المصالح في الانشطة الخاضعة لقانون سوق راس المال المصري الواقع والحلول، دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠١٦، ص ٢١٢. محمد محمود حمدي عبد اللطيف، المشكلات القانونية المرتبطة بتداول الاوراق المالية المقيدة ببورصة الاوراق المالية، اطروحة دكتوراه مقدمة الى مجلس كلية الحقوق، جامعة القاهرة، ٢٠١٤.
- (٨) د. سمير برهان راغب، النظام القانوني للعرض العام لشراء الاسهم، مكتبة الكتب العربية، ٢٠٠٦، ص ٤٧ وما بعدها.
- (٩) د. عمر ناطق يحيى الحمداني، المصدر السابق، ص ٣٦.
- (١٠) د. هاني صلاح سري الدين، التنظيم التشريعي لعروض الشراء الاجباري بقصد الاستحواذ على الشركات المقيدة بالبورصة وفقاً لأحكام قانون سوق راس المال المصري، دار النهضة العربية ٢٠١٣، ص ٢٤. د. بدر حامد يوسف الملا. النظام القانوني لأسواق المال، ط ٢، دون دار نشر، ٢٠١٢، ص ٥٧٢.
- (١١) المادة ٥-٢-١١ من اللائحة العامة لمجلس الاسواق المالية CMF في فرنسا.
- (١٢) نصت المادة (٦١ مكرر / ٢) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق راس المال المصري رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢، انه " على صاحب العرض الا يشتري اسهم الشركة التي تضمنتها عرضه، الا من خلال استجابة المساهمين فيها لهذا العرض خلال فترة سريانه"
- (١٣) المادة ٥-٦-١ من اللائحة العامة لمجلس الاسواق المالية CMF في فرنسا. (١٤) د. حسين فتحي، الاسس القانونية لعروض الاستحواذ على ادارات الشركات، دار النهضة العربية، القاهرة، دون سنة نشر، ص ٣٧.
- (١٤) د. سمير برهان راغب، المصدر السابق، ص ٥٠.
- (١٥) د. حسين فتحي، المصدر السابق، ص ١٢٣.
- (١٦) محمد محمود حمدي عبداللطيف، المصدر السابق، ص ٤٩١.

(١٧) لم يكن القانون المصري قبل تعديل اللائحة التنفيذية يعرف الا صورة واحدة من العروض العامة للشراء الا وهي العروض العامة للشراء النقدية، لكن التعريف الذي ورد في المادة (٣٢٦) في الباب الثاني عشر والمضاف بقرار وزير الاستثمار رقم (١٢) لسنة ٢٠٠٧ اوضح ان يكون مقابل العروض المطروحة نقدا او مبادلة بأوراق مالية اخرى يملكونها مقدمي العرض او يكون عرضا مختلطا الا انه من الناحية العملية يظهر انه جميع العروض التي تم الاعلان عنها في مصر نقدية. لكن اشترط القانون ان تكون العروض نقدية في عروض الشراء المنافسة، حيث اشترطت المادة (٣٤٦) من اللائحة بقبول عروض الشراء المنافس ان يكون سعر عروض الشراء نقديا. وكذلك الحال بالنسبة لعروض الشراء المقدمة لحماية الاقلية طبقا لمادة (٣٥٧)، اذ اشترطت المادة ٣٥٨ ان تكون العروض المقدمة في هذه الحالة عروضاً نقدية.

(١٨) د. منير مهدي، اساليب الاستثمار في الاوراق المالية، منشأة المعارف، الاسكندرية، ١٩٩١، ص ٣٦١.

(١٩) د. سامي عبد الباقي ابو صالح، النظام القانوني لعروض الشراء في سوق الاوراق المالية، دار النهضة العربية، القاهرة، دون سنة نشر، ص ٣٠ وما بعدها.

(٢٠) د. عبد الفضيل محمد احمد، العروض العامة للشراء في البورصة، مجلة البحوث القانونية والاقتصادية في كلية الحقوق، جامعة المنصورة، العدد ٤٣، ابريل، ٢٠٠٨، ص ١٥.

(٢١) د. سامي عبد الباقي ابو صالح، النظام القانوني لعروض الشراء في سوق الاوراق المالية، المصدر السابق، ص ٧٥. ويضيف الدكتور، ان عروض الشراء الجزئية على خلاف عروض الشراء الكلية، تتيح لكل المساهمين في الشركة المراد الاستحواذ عليها بيع ما يمتلكون من اسهم في اطار العرض المقدم، لكن من حق مقدمي العرض تحديد كميات الاسهم المراد الاستحواذ عليها.

(٢٢) المادة (٣٣٥) من لائحة عروض الشراء.

(٢٣) تثير العروض العدائية أي غير الودية، مشكلة قانونية تتجسد في ظل غياب الاحتياطات الهيكلية المرتبطة بالأجهزة التي تتولى ادارة الشركة والتي تتنافى مع مصلحة الشركة المراد الاستحواذ عليها والمساهمين فيها، فان الشركات المدرجة بسوق الاوراق المالية والتي تطرح اسهمها في اكتتاب عام غالبا ما تكون هدفا لعروض الشراء بصورة عامة، وعروض الشراء العدائية بصورة خاصة.

(٢٤) يقصد به فحص ينفي معه كل جهالة او ما يسمى بالتدقيق للشركة، حيث يتضمن مراجعة جميع الجوانب المالية والقانونية والمحاسبية والضريبية للتأكد من موقف الشركة القانوني والمالي والضريبي وتحديد قيمتها وما لها وما عليها من التزامات. للتفصيل اكثر ينظر د. هاني صلاح سري الدين، المصدر السابق، ص ٧٥.

(٢٥) د. سمير برهان راغب، المصدر السابق، ص ١٢٢. د. بدر حامد يوسف الملا، المصدر السابق، ص ٥٠٥.

(٢٦) د. عبد الفضيل محمد احمد، المصدر السابق، ص ١٥. محمد محمود حمدي عبداللطيف، المصدر السابق، ص ٤٩٤ وما بعدها.

(٢٧) د. حسين الماحي، الشركات التجارية وقواعد سوق الاوراق المالية، ط ٤، دار النهضة العربية، ٢٠١٧، ص ٦٧٤ وما بعدها.

(٢٨) المادة (٣٥٣) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق راس المال رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢.

(٢٩) المادة (٧٤) من قان هيئة اسواق المال الكويتي رقم (٧) لسنة ٢٠١٠.



- (٣٠) ١- حالة الاستحواذ على نسب معينة من راس المال او حقوق التصويت في الشركة المعنية. ٢- حماية حقوق الاقلية من خلال عروض الشراء
- (٣١) د. حسام رضا السيد، مسؤولية المستحوذ على شركة المساهمة "غير المفلسة والمفلسة"، دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠١٦، ص ٢٢.
- (٣٢) يستتبع ذلك من نص المادتين (٣٢٨) و (٣٥٤) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق راس المال رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢.
- (٣٣) د. عبد الرزاق السنهوري، الوسيط في شرح القانون المدني "الحقوق العينية"، تنقيح احمد مدحت المراغي، منشأة المعارف، الاسكندرية، ٢٠٠٤، ص ٤٦٦.
- (٣٤) د. سمير برهان راغب، المصدر السابق، ص ٤٧٣.
- (٣٥) د. طارق محمود عبد السلام السالوس، العروض العامة لشراء الاسهم بقصد الاستحواذ، دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠١٠، ص ٧٦ وما بعدها.
- (٣٦) د. نهاد احمد ابراهيم السيد، الاستحواذ على الشركات التجارية، دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠١٤، ص ٦٣٨ وما بعدها.
- (٣٧) د. طارق محمود عبد السلام السالوس، المصدر السابق، ص ٧٧ وما بعدها.
- (٣٨) د. عبد الفضيل محمد احمد، المصدر السابق، ص ١٠.
- (٣٩) د. سمير برهان راغب، المصدر السابق، ص ٤٧٧.
- (٤٠) د. طارق محمود عبد السلام السالوس، المصدر السابق، ص ٧٨.
- (٤١) د. نهاد احمد ابراهيم السيد، المصدر السابق، ص ٦٤٤ وما بعدها.
- (٤٢) د. سمير برهان راغب، المصدر السابق، ص ٤٨١.
- (٤٣) المادة (٣٨٨) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق راس المال رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢.
- (٤٤) د. عبد الفضيل محمد احمد، المصدر السابق، ص ٢٦.
- (٤٥) المادة (١/١٣٦) من قانون الشركات المصري رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١ والمعدلة بالقانون رقم ٣ لسنة ١٩٩٨.
- (٤٦) د. مصطفى كمال طه، الشركات التجارية، دار الجامعة الجديدة، الاسكندرية، ١٩٩٦، ص ٣٣١. د. هاني صلاح سري الدين، الشركات التجارية، ط ٢، دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠٠٢، ص ٨٥. د. محمد فريد العريني، القانون التجاري، دار المطبوعات الجامعية، ١٩٩٩، ص ٣٤٣.
- (٤٧) د. طارق محمود عبد السلام السالوس، المصدر السابق، ص ٨٠.
- (٤٨) نصت المادة (١٥٣) من قانون الشركات العراقي، رقم ٢١ لسنة ١٩٩٧، ان "يجوز تحول الشركة من نوع الى نوع اخر من الانواع التي نص عليها هذا القانون مع مراعاة الاستثناءات الاتية:
- اولا: لا يجوز تحول الشركة المساهمة الى محدودة او تضامنية او الى مشروع فردي ولا الشركة المحدودة الى تضامنية.
- ثانيا: لا يجوز تحول الشركة المحدودة او التضامنية الى مشروع فردي الا في حالة نقصان عدد اعضائها الى عضو واحد.
- ثالثا: لا يجوز تحول الشركة المساهمة او المحدودة او التضامنية او المشروع الفردي الى شركة بسيطة".
- (٤٩) المادة (٢٨١) من قانون الشركات رقم (٢٥) لسنة ٢٠١٢.

- (٥٠) د. حسين فتحي، المصدر السابق، ص ٥٥ وما بعدها.
- (٥١) د. طاهر شوقي مؤمن، المصدر السابق، ص ٧١.
- (٥٢) د. عمر ناطق يحيى، المصدر السابق، ص ٧٢. د. سامي عبد الباقي، النظام القانوني لعروض الشراء في سوق الاوراق المالية، المصدر السابق، ص ٢٩٨
- (٥٣) د. حسين فتحي، المصدر السابق، ص ٥٩. محمد محمود حمدي عبد اللطيف، المصدر السابق، ص ٤٩٨.
- (٥٤) د. محمد احمد محمود عمارنة، رقابة هيئة سوق راس المال على الشركات المساهمة، ط ١، المركز القومي للإصدارات القانونية، ٢٠١٤، ص ٣٩٨ وما بعدها.
- (٥٥) د. طاهر شوقي مؤمن، المصدر السابق، ص ٧٥ وما بعدها. د. عمر ناطق يحيى، المصدر السابق، ص ٧٢.
- (٥٦) د. حسين فتحي، المصدر السابق، ص ٥٨ وما بعدها.
- (٥٧) د. عمر ناطق يحيى، المصدر السابق، ص ٧٢.
- (٥٨) المادة (٣٢٨ / ف ٢) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق راس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢.
- (٥٩) المادة (٣٤٣ / ف ١) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق راس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢.
- (٦٠) د. طاهر شوقي مؤمن، المصدر السابق، ص ٧٧. د. محمد احمد محمود عمارنة، المصدر السابق، ص ٤٠١.
- (٦١) المادة (٣٤٣ / أ) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق راس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢.
- (٦٢) المادة (٣٥١ / ف ١) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق راس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢.
- (٦٣) د. محمود عمارنة، المصدر السابق، ص ٤٠٢.
- (٦٤) المادة (٣٤٣ / ب) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق راس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢. والمادة (٢٨١) من اللائحة التنفيذية لقانون هيئة اسواق المال الكويتي رقم ٧ لسنة ٢٠١٠.

### المصادر

#### اولا: الكتب

١. د. بدر حامد يوسف الملا. النظام القانوني لأسواق المال، ط ٢، دون دار نشر، ٢٠١٢.
٢. د. حسام رضا السيد، مسؤولية المستحوز على شركة المساهمة "غير المفلسة والمفلسة"، دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠١٦.
٣. د. حسين الماحي، الشركات التجارية وقواعد سوق الاوراق المالية، ط ٤، دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠١٧.
٤. د. حسين فتحي، الاسس القانونية لعروض الاستحواذ على ادارات الشركات، دار النهضة العربية، القاهرة، دون سنة نشر.
٥. د. سامي عبد الباقي ابو صالح، النظام القانوني لعروض الشراء في سوق الاوراق المالية، دار النهضة العربية، القاهرة، دون سنة نشر.



٦. د. سامي عبد الباقي ابو صالح، تعارض المصالح في الانشطة الخاضعة لقانون سوق راس المال المصري الواقع والحلول، دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠١٦.
٧. د. سمير برهان راغب، النظام القانوني للعرض العام لشراء الاسهم، مكتبة الكتب العربية، ٢٠٠٦.
٨. د. طارق محمود عبد السلام السالوس، العروض العامة لشراء الاسهم بقصد الاستحواذ، دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠١٠.
٩. د. طاهر شوقي مؤمن، الاستحواذ على الشركة دراسة نظرية وتطبيقية، دار النهضة العربية، ٢٠٠٩.
١٠. د. عبد الرزاق السنهوري، الوسيط في شرح القانون المدني "الحقوق العينية"، تنقيح احمد مدحت المراغي، منشأة المعارف، الاسكندرية، ٢٠٠٤.
١١. د. عمر ناطق يحيى الحمداني، الجوانب القانونية لبعض العمليات المرتبطة بسوق الاوراق المالية، دار النهضة العربية، ٢٠١٨.
١٢. د. محمد احمد محمود عمارنة، رقابة هيئة سوق راس المال على الشركات المساهمة، ط ١، المركز القومي للإصدارات القانونية، ٢٠١٤.
١٣. د. محمد فريد العريني، القانون التجاري، دار المطبوعات الجامعية، ١٩٩٩.
١٤. د. مصطفى كمال طه، الشركات التجارية، دار الجامعة الجديدة، الاسكندرية، ١٩٩٦.
١٥. د. منير مهدي، اساليب الاستثمار في الاوراق المالية، منشأة المعارف، الاسكندرية، ١٩٩١.
١٦. د. هاني صلاح سري الدين، التنظيم التشريعي لعروض الشراء الاجباري بقصد الاستحواذ على الشركات المقيمة بالبورصة وفقا لأحكام قانون سوق راس المال المصري، دار النهضة العربية، ٢٠١٣.
١٧. د. هاني صلاح سري الدين، الشركات التجارية، ط ٢، دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠٠٢.

#### ثانيا: الرسائل العلمية

١. محمد محمود حمدي عبد اللطيف، المشكلات القانونية المرتبطة بتداول الاوراق المالية المقيمة ببورصة الاوراق المالية، اطروحة دكتوراه مقدمة الى مجلس كلية الحقوق، جامعة القاهرة، ٢٠١٤.

#### ثالثا: البحوث

١. د. عبد الفضيل محمد احمد، العروض العامة للشراء في البورصة، مجلة البحوث القانونية والاقتصادية في كلية الحقوق، جامعة المنصورة، العدد ٤٣، ابريل، ٢٠٠٨.

#### رابعا: القوانين

١. قانون الشركات المصري رقم (١٥٩) لسنة ١٩٨١.
٢. قانون سوق راس المال المصري رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢.



٣. قانون الشركات العراقي رقم (٢١) لسنة ١٩٩٧.

٤. قانون هيئة سوق المال الكويتي رقم (٧) لسنة ٢٠١٠.

٥. قانون الشركات الكويتي رقم (٢٥) لسنة ٢٠١٢.

#### خامسا: اللوائح والتعليمات

١. اللائحة التنفيذية لقانون سوق راس المال المصري.

٢. تعليمات الافصاح للشركات المدرجة في سوق الاوراق المالية العراقي رقم (٨) لسنة ٢٠١٠.

٣. اللائحة التنفيذية لقانون هيئة سوق المال الكويتي رقم ٧ لسنة ٢٠١٠.

٤. اللائحة العامة لمجلس الاسواق المالية CMF في فرنسا.

