

الطبيعة القانونية لعروض الشراء الإلزامية

المساهم المسيطر – تعارض المصالح – أقلية المساهمين

(دراسة تحليلية مقارنة)

د. محمود عبد الحلیم

مجلة الدراسات القانونية والاقتصادية

الطبيعة القانونية لعروض الشراء الإلزامية

المساهم المسيطر – تعارض المصالح – أقلية المساهمين

(دراسة تحليلية مقارنة)

دكتور/ محمود عبد الحلیم

قسم القانون التجاري

كلية الحقوق - جامعة مدينة السادات

أستاذ زائر – جامعة السلطان قابوس

المستخلص

مما لا شك فيه أن التغير في هيكل الملكية والسيطرة على الشركة المستهدفة الناتج عن عملية الاستحواذ قد يترتب عليه إلزام المستحوذ بشراء كامل حصص رأس المال لتجنب الإكراه الذي يتم ممارسته من قبل المسيطر الجديد على

أقلية المساهمين الذين رفضوا عملية الاستحواذ وذلك تحقيقاً لمبدأ المساواة بين مساهمي الشركة، ولضمان تمتعهم بكافة الحقوق ومنها الحصول على نفس السعر عند بيع أسهمهم.

ويرجع سبب ذلك لتعارض المصالح بين المساهمين المسيطرين على إدارة الشركة وأقلية المساهمين فيها، حيث أن المستحوذ غالباً ما يسعى لتمييز المساهم المسيطر من خلال وضع شروط أفضل ومنحه سعر أعلى عند بيع أسهمه لأن المستحوذ من خلال شراء تلك الأسهم سيحصل على السيطرة على إدارة الشركة، بينما يمنح المستحوذ مزايا أقل وسعر أقل عند شراء أسهم أقلية المساهمين حيث أنها لا تمنح السيطرة للمستحوذ، لذا فإنه تحقيقاً للمساواة بين المساهمين في الحصول على مزايا وسعر واحد لا تمييز فيه بين الأسهم بحسب حاملها أو بحسب نسبتها وعددها فقد تدخل المشرع في العديد من الأنظمة القانونية لإقرار قاعدة عرض الشراء الإلزامي والتي تلزم المستحوذ بأن يقدم لأقلية المساهمين نفس السعر والمزايا التي قدمها لشراء على أسهم المساهم المسيطر وذلك إن أراد الأقلية التخرج من الشركة.

ومن الجدير أنه لا توجد احكام واحدة لتنظيم قاعدة عرض الشراء الإلزامي في سائر الأنظمة القانونية حتى أنه توجد اختلافات في التنظيم بين دول القانون اللاتيني كمصر وفرنسا وكذلك بين دول القانون الأنجلوساكسوني كالولايات المتحدة والمملكة المتحدة وصلت لحد استبعادها من التطبيق في القانون الأمريكي وذلك لاختلاف الغايات التشريعية التي يتبناها كل نظام قانوني.

Abstract:

الطبيعة القانونية لعروض الشراء الإلزامية

المساهم المسيطر – تعارض المصالح – أقلية المساهمين

(دراسة تحليلية مقارنة)

د. محمود عبد الحليم

مجلة الدراسات القانونية والاقتصادية

The Legal Nature of the Mandatory Tender Offers

Undoubtedly, the change in the ownership and control structure of the target company resulting from the acquisition transaction may lead to obligating the acquirer to buy all target shares to avoid coercion that may be exercised by the new controlling shareholder against the minority shareholders who refused the acquisition, in order to achieve the equality among shareholders and ensuring that they enjoy the same rights, such obtaining the same price when selling their shares.

In light of the above, there is a conflict of interests between the controlling and the minority shareholders, as the acquirer often seeks to prefer the controlling shareholder by providing ideal conditions and a higher price when selling his shares as the acquirer, by purchasing those shares, will gain control over the company.

On the other hand, the acquirer grants fewer benefits and a lower price when buying shares of the minority shareholders, as such shares do not grant control to the acquirer; therefore, in order to achieve equality between the shareholders in obtaining advantages

and the same price in which there is no discrimination between the shares according to its holder or according to their percentage and number, many jurisdictions regulates the Mandatory Bid Offer, which obliges the acquirer to offer the minority shareholders the same price and advantages that it provided to buy the shares of the controlling shareholder, in case the minority decide to sell out.

It is worth noting that there are no unified provisions regulates the Mandatory Tender Offer in all jurisdictions. Additionally, there are differences in regulation between countries of Latin law, such as Egypt and France, as well as between countries of Anglo-Saxon law, such as the United States and the United Kingdom, which have reached the point of excluding them from application under the United States law, due to the different legislative purposes that are adopted by each legal system.

Keywords: Mandatory Tender Offer - Controlling Shareholder – Minority Shareholders – Takeover - Conflict of Interest.

مقدمة

أضحى التركيز الاقتصادي الكبير للمشروعات والأعمال سمة لاقتصاد العالم المعاصر، تسعى من خلاله الشركات الداخلة فيه للسيطرة على حصة أكبر من السوق أو قد يصل الأمر إلى حد الاحتكار لتحقيق بعض المكاسب الخاصة دون اعتبار للمصلحة العامة سواء كانت تلك التركيزات على المستوى المحلي أو الدولي، مما قد يؤدي لخروج العديد من الشركات الصغيرة من المنافسة أو من السوق ككل بما له من انعكاسات سلبية على الاقتصاد والمنافسة والمستهلك. لذلك فقد تم التركيز على إنشاء تكتلات اقتصادية قادرة على المنافسة مع غيرها محلياً ودولياً خشية ابتعادها عن المنافسة مع الشركات الأخرى.¹

ويعد الاستحواذ أحد أنواع التركيز الاقتصادي تسعى من خلاله الشركة لشراء حصة من رأس مال شركة أخرى بما يمكنها من السيطرة عليها وتسيير شئونها وتوجيه أنشطتها، سعياً وراء تحقيق العديد من المنافع من جراء هذه العملية مثل الحصول على حصة أكبر في السوق، أو دخول سوق جديد، أو زيادة الأرباح، أو الحصول على التكنولوجيا المتقدمة أو الاستفادة من الخبرات الإدارية التي تتمتع بها الشركة المستهدفة بالاستحواذ وغيرها من الفوائد الجمة. وبالتالي فإن تنظيم الاستحواذ يخضع للعديد من الأحكام الخاصة نظراً لأهميته بالنسبة للمساهمين وللشركة وللسوق وللاقتصاد الذي تمارس فيه الشركة نشاطها.

¹ انظر د. رضا السيد عبد الحميد، الشركات التجارية في القانون المصري، دار النهضة العربية، طبعة 2006، ص وما بعدها.

ولا شك أن التغيير في هيكل الملكية والسيطرة على الشركة المستهدفة الناتج عن عملية الاستحواذ قد يترتب عليه إلزام المستحوذ بشراء كامل حصص رأس المال لتجنب الإكراه الذي قد يتم ممارسته من قبل المسيطر الجديد على أقلية المساهمين الذين رفضوا عملية الاستحواذ وذلك تحقيقاً لمبدأ المساواة بين المساهمين في الشركة. ولضمان تمتعهم بكافة الحقوق ومنها الحصول على نفس السعر عند بيع أسهمهم.

• موضوع البحث:

ترتكز هذه الدراسة على دراسة أحكام عروض الشراء الإلزامية، وإشكالاتها، من خلال بيان مفهوم عرض الشراء الإلزامي في التشريعات المقارنة وحالات إلزام المستحوذ بالتقدم بعرض شراء الزامي لأسهم الشركة المستهدفة، أو حالات الاعفاء من تقديم تلك العروض، فضلاً عن المشاكل التي تثار بشأن تحديد سعر الشراء لأسهم أقلية المساهمين في الشركة المستهدفة، والمفاهيم المتعلقة بالشفافية والافصاح عن المعلومات والتي يلتزم مقدم العرض والشركة المستهدفة بتقديمها في حالة عروض الشراء الإلزامية.

• أهمية البحث

تتجلى أهمية هذا البحث في زيادة المعاملات التي يترتب عليها السيطرة على الشركة من قبل مساهم جديد تملك حصة حاکمة في رأس المال مكنته من اتخاذ القرارات أو الاعتراض عليها وبالتالي التحكم في الشركة وتسيير شئونها مما قد يترتب عليها ظهور تعارض في المصالح بين المساهمين المسيطرين على الشركة وأقلية المساهمين فيها، حيث أن المستحوذ غالباً ما يسعى لتمييز المساهم المسيطر من خلال وضع شروط أفضل ومنحه سعر أعلى عند بيع أسهمه لأن المستحوذ من خلال شراء تلك الأسهم سيحصل على السيطرة على إدارة الشركة، بينما يمنح المستحوذ مزايا أقل وسعر أقل عند شراء أسهم أقلية المساهمين حيث أنها لا تمنح السيطرة للمستحوذ، لذا فإنه تحقيقاً للمساواة بين المساهمين في الحصول على مزايا وسعر واحد لا تمييز فيه بين الأسهم بحسب حاملها أو بحسب

الطبيعة القانونية لعروض الشراء الإلزامية

المساهم المسيطر – تعارض المصالح – أقلية المساهمين

(دراسة تحليلية مقارنة)

د. محمود عبد الحليم

مجلة الدراسات القانونية والاقتصادية

نسبتها وعددها فقد أقر المشرع في العديد من الأنظمة القانونية قاعدة عرض الشراء الإلزامي والتي تلزم المستحوذ بأن يقدم لأقلية المساهمين نفس السعر والمزايا التي قدمها لشراء على أسهم المساهم المسيطر وذلك إن أراد الأقلية التخرج من الشركة.

• أهداف البحث

يهدف هذا البحث بوجه عام للتوصل إلى بعض النتائج والتوصيات التي تسهم في إيضاح القواعد القانونية المنظمة لعرض الشراء الإلزامي والاجابة على ما يثيره من تساؤلات وإشكالات.

• مشكلة البحث

- يثير هذا الموضوع العديد من التساؤلات والتي تعد أساساً لمشكلته ولعل أبرز هذه التساؤلات:
- الأساس القانوني لإلزام المستحوذ على شراء أسهم الأقلية؟
 - ما هو دور إرادة المستحوذ في شراء أسهم الأقلية؟
 - ما هي القيود الواردة على مبدأ الحرية التعاقدية في عرض الشراء الإلزامي؟
 - هل يتم تطبيق قاعدة عرض الشراء الإلزامي في كافة الأنظمة القانونية؟
 - ما هي معايير المساواة بين المساهمين؟
 - ما هي أفضل الممارسات الدولية لتحقيق المساواة بين المساهمين عند الاستحواذ على الشركة؟
 - ما هي الواجبات الائتمانية لأعضاء مجلس الإدارة؟
 - موقف الفقه والقضاء المقارن من إعمال قاعدة العرض الإلزامي؟

• منهج البحث

تم الاعتماد على المنهج التحليلي كمنهج أساسي لهذا البحث حيث يساهم في إيضاح الإطار القانوني والقواعد المنظمة لموضوع البحث، بالإضافة للاعتماد على المنهج المقارن بين الأنظمة القانونية المختلفة لبيان أوجه التقارب والاختلاف بينها سعياً لإيجاد مواطن القصور التشريعي الوارد بها ومعالجتها.

• خطة البحث

في ضوء ما تقدم بيانه، سيتم تقسيم البحث على النحو التالي:

الفصل الأول: ماهية عرض الشراء الإلزامي.

الفصل الثاني: التأصيل التشريعي لعرض الشراء الإلزامي في القانون الأنجلوساكسوني

الفصل الثالث: التأصيل التشريعي لعرض الشراء الإلزامي في القانون اللاتيني.

الفصل الأول

ماهية عرض الشراء الإلزامي

تمهيد وتقسيم:

غالباً ما تضع القوانين المختلفة حداً معيناً من ملكية رأس المال يعد دليلاً على السيطرة الفاعلة على الشركة وهذا الحد يتراوح من 30:40% حيث تأخذ التشريعات في فرنسا والمملكة المتحدة بنسبة 30% كدليل على السيطرة الفاعلة بينما يتطلب المشرع المصري تملك ثلث رأس المال 33,33% كمعيار للسيطرة الفاعلة ولا شك أن تملك المساهم لهذه النسبة يتطلب معه إلزامه ببعض الأحكام القانونية، مثل إلزامه بتقديم عرض شراء إلزامي لباقي المساهمين في الشركة المستهدفة وفقاً لبعض الضوابط القانونية. على الجانب الآخر، فقد عرفت لائحة الاستحواذ في المملكة المتحدة – والتي يطلق عليها قواعد المدينة (The City Code) – السيطرة بأنها "حصة أو منفعة في حصة

الطبيعة القانونية لعروض الشراء الإلزامية

المساهم المسيطر – تعارض المصالح – أقلية المساهمين

(دراسة تحليلية مقارنة)

د. محمود عبد الحليم

مجلة الدراسات القانونية والاقتصادية

تمثل ما مجموعه 30% أو أكثر من حقوق التصويت في الشركة المستهدفة، بغض النظر عما إذا كانت هذه المنفعة أو الحصة تعطي السيطرة الفعلية أم لا".¹

وبناء على ما تقدم فإن العروض العامة للشراء تعد من وسائل السيطرة والاستحواذ على الشركات، حيث أنها تستهدف أو يترتب عليها إما السيطرة الفعلية على إدارة الشركة، أو قد تمنح مقدم العرض قوة تصويتية حاکمة في الجمعية العامة للشركة، فالعروض العامة للشراء تعد وسيلة قانونية واقتصادية، يتم من خلالها تداول الأسهم بقصد الاستحواذ والسيطرة على الشركات.

وبناء على ما تقدم سيتم بيان ماهية عرض الشراء الإلزامي وفقاً لما يلي:

المبحث الأول

مفهوم عرض الشراء العام

تمهيد وتقسيم:

وعلي الرغم من أن بعض الدراسات مؤخراً قد أشارت إلي عدم وجود تعريف للاستحواذ بقصد السيطرة على الشركة في القانون الأوروبي ولا في قانون المملكة المتحدة.² إلا أنه بمطالعة تلك الأنظمة القانونية نجد أن القانون

available at : ¹ The Takeover Code, 12.9.16, Section C7, Definitions, CONTROL, <http://www.thetakeoverpanel.org.uk/wp-content/uploads/2008/11/code.pdf?v=20Jul2017>

ويشار إليها فيما يلي بـ ("قواعد المدينة")

“Control means an interest, or interests, in shares carrying in aggregate 30% or more of the voting rights (as defined below) of a company, irrespective of whether such interest or interests give de facto control.”

²انظر د. نهاد احمد إبراهيم السيد، الاستحواذ على الشركات التجارية، دار النهضة العربية 2014 ص 47، 51، 52.

الأوروبي قد عرف عرض الشراء العام "Takeover Bid –Tender offer" بأنه عرضاً عاماً يقدمه شخص آخر غير الشركة المستهدفة نفسها لحاملي الأوراق المالية للشركة للحصول على كل أو بعض تلك الأوراق المالية، سواء كان العرض إلزامياً أو اتفاقياً، وذلك بهدف الحصول على السيطرة على الشركة المستهدفة بالعرض وذلك على نحو ما ينظمه القانون الوطني؛¹

("takeover bid" or "bid" shall mean a public offer (other than by the offeree company itself) made to the holders of the securities of a company to acquire all or some of those securities, whether mandatory or voluntary, which follows or has as its objective the acquisition of control of the offeree company.)

وفي المملكة المتحدة وبالرغم من أن مصطلح عرض الشراء العام قد ظهر لأول مرة في أوائل الخمسينيات من القرن العشرين، إلا أنه لم يتم تعريفه قانوناً إلا بموجب المادة 971 من قانون الشركات لعام 2006 والتي تبنت

¹التوجيه الأوروبي الثالث عشر بشأن عروض الاستحواذ لعام 2004، البند الأول من الفقرة الأولى من المادة الثانية

DIRECTIVE 2004/25/EC OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL of 21 April 2004 on Takeover Bids

يشار إليه لاحقاً بـ (توجيه الاستحواذ الأوروبي)

وتجدر الإشارة إلى أن التوجيه الأوروبي هو مجموعة القواعد الصادرة عن الاتحاد الأوروبي والتي تلزم الدول الأعضاء بتحقيق أهداف معينة دون إلزام الدول الأعضاء باتخاذ أشكال أو وسائل معينة لتحقيقها. وهذا على النقيض من اللوائح التي يصدرها الاتحاد الأوروبي، والتي تعتبر قواعد ذاتية التنفيذ ولا تتطلب أي تدابير لتنفيذها وإنما يجب أن تكون ملزمة بالكامل وتطبق مباشرة في جميع الدول الأعضاء. وعادة ما تترك التوجيهات قدر معين من السلطة التقديرية للدول الأعضاء فيما يتعلق بالقواعد التفصيلية التي سيتم تبنيها، بحيث يمكن اعتماد التوجيهات عن طريق مجموعة متنوعة من الإجراءات التشريعية حسب موضوعها. ويكون التوجيه ملزماً فقط بالنسبة للنتيجة التي يتم ينبغي تحقيقها من كل دولة عضو موجهة إليها، لكنها تترك للسلطات الوطنية في الدول الأعضاء اختيار الشكل والأساليب.

انظر معاهدة الاتحاد الأوروبي، المادة 288.

CONSOLIDATED VERSION OF THE TREATY ON THE FUNCTIONING OF THE EUROPEAN UNION, Official Journal C 326, 26/10/2012 P. 0001 – 0390.

يشار إليها لاحقاً بـ ("معاهدة الاتحاد الأوروبي")

الطبيعة القانونية لعروض الشراء الإلزامية

المساهم المسيطر – تعارض المصالح – أقلية المساهمين

(دراسة تحليلية مقارنة)

د. محمود عبد الحليم

مجلة الدراسات القانونية والاقتصادية

تعريف "عرض الشراء العام" الوارد في توجيه الاستحواذ الأوروبي، والتي نصت على أن مقدم العرض وعرض الاستحواذ لهما نفس المعنى الوارد في توجيه الاستحواذ الأوروبي.¹

“offeror” & “takeover bid” have the same meaning as in the Takeovers Directive”

ومع ذلك، لم يتم إيجاد أي تعريف لعرض الشراء العام في قواعد المدينة. بيد أنه قد أشار بعض الفقه، إلى أن عدم وجود تعريف في القانون الإنجليزي - قبل عام 2006 - لم يكن يولد نفس المشاكل الناجمة عن عدم وجود تعريف له في الولايات المتحدة، لأن قواعد المدينة تتبنى نهج القواعد القطعية Bright Line بحيث لا تحتمل أحكامها تفسيرات متضاربة، فبموجب قواعد المدينة يتم النظر إلى نسبة الأسهم التي يسعى المستحوذ لامتلakها في الشركة المستهدفة، بدلا من النظر لأسلوب الاستحواذ المستخدم وذلك لتحديد الأحكام الواجبة التطبيق من قواعد المدينة.²

وفي القانون الأمريكي، فإن قانون ويليامز Williams ACT - المعنى بتنظيم عرض الشراء العام - لم يتطرق لوضع تعريف دقيق لمصطلح عرض الشراء العام Tender offer في القانون الأمريكي. فعلى الرغم من وجود تنظيم كامل يحكم عروض الشراء العامة وهو قانون ويليامز، إلا أنه لم يتم العثور فيه على تعريف لها. وربما كان قصد المشرع من عدم وضع تعريف هو إعطاء المحاكم المرونة الكافية لتطبيق قانون ويليامز على أساس كل حالة على حدة. فقد أدى عدم وجود تعريف في قانون ويليامز إلى وجود عدد كبير من القضايا المعروضة على

¹ انظر المرجع السابق.

² STEPHEN KENYON-SLADE, MERGERS AND TAKEOVERS IN THE US AND UK, 51 (2004).

المحاكم في الولايات المتحدة لأن الأطراف المعنية سيختارون جميعاً اعتماد تعريف عرض الشراء العام بما يتناسب مع مصالحهم الخاصة.¹

وبالرغم من القصور التشريعي لتعريف عرض الشراء، إلا أن القضاء الأمريكي حدد ثمانية عوامل - عوامل ولمان Wellman factors - لتحديد ما إذا كان شراء الأسهم يمثل عرضاً عاماً للشراء وبالتالي يخضع لقانون ويليامز أم لا وذلك في قضية ويلمان ضد ديكينسون *Wellman v. Dickinson*،² وهي:

1- وجود محاولة نشطة وواسعة النطاق لشراء أسهم الشركة المستهدفة؛

2- أن تهدف المحاولة لتملك نسبة كبيرة من أسهم الشركة المستهدفة؛

3- تقديم عرض الشراء بسعر يزيد عن السعر القائم في السوق؛

4- ثبات شروط العرض وألا تكون محلاً للتفاوض؛

5- تحديد العرض لنسبة معينة من الأسهم لتملكها وربما تحديد حد أقصى لعدد الأسهم المطلوبة؛

6- بقاء العرض مفتوحاً لفترة زمنية محدودة؛

7- تعرض الشركة المستهدفة للضغط لبيع الأسهم؛

8- وجود إعلان عام لخطة شراء للأسهم يسبق أو يتزامن مع تراكم سريع لكميات كبيرة من أسهم الشركة.³

ومع ذلك، يمكن القول بأنه ليس من الضروري استيفاء جميع هذه العوامل الثمانية لتحديد ما إذا كانت أية

طريقة لشراء الأسهم تمثل عرضاً عاماً للشراء، كما أن المحاكم لا تأخذ في اعتبارها جميع هذه العوامل الثمانية على

¹ EDWARD R. ARANOW AND HERBERT A. EINHORN AND GEORGE BERLSTEIN, CONTROL: AN UPDATING OF A DEVELOPMENT IN TENDER OFFERS FOR CORPORATE PRIOR TREATISE ON THE PRACTICAL AND LEGAL PROBLEMS INVOLVED IN TENDER OFFERS 1-35 (1977).

² *Wellman v. Dickinson*, 475 F Supp 783 (SDNY 1979), aff'd 632 F 2d 355 (2d Cir 1982).

³ تم إضافة هذه العوامل بعد صدور الحكم في قضية ويلمان.

الطبيعة القانونية لعروض الشراء الإلزامية

المساهم المسيطر – تعارض المصالح – أقلية المساهمين

(دراسة تحليلية مقارنة)

د. محمود عبد الحليم

مجلة الدراسات القانونية والاقتصادية

قدم المساواة ولكنها أضافت مزيداً من المعايير لتحديد مفهوم عرض الشراء.¹ ففي قضية شركة هانسون تراست ضد شركة إس سي إم *Hanson Trust PLC v. SCM Corp.*²، على الرغم من أن محكمة الاستئناف قد أقرت بأن عوامل ولما مرتبطة بتحديد ما إذا كانت الأعمال التي قام بها مقدم العرض تشكل عرضاً عاماً للشراء أم لا، إلا أنها رفضت النظر في اختبار العوامل الثمانية باعتبارها معايير إلزامية Litmus Test.

وتتلخص وقائع هذه الدعوى في ادعاء شركة إس سي إم SCM (المدعى) بأن شركة هانسون تراست Hanson Trust PLC (المدعى عليه) استحوذت على حصة في رأسمالها من خلال تقديم عرض شراء لا تتوافر فيه الاشتراطات المقررة قانوناً، وهي أن بيع الأسهم في عروض الشراء الخاصة لا يحتاج إلى مراعاة اشتراطات الإخطار المطبقة على عروض الشراء العامة، طالما لا يوجد ما يمنع المساهمين من اتخاذ القرار الصائب بشأن بيع أسهمهم في الشركة. حيث تتمثل الإشكالية في هذا القضية في اشتراط مراعاة متطلبات الإخطار المقررة في عروض الشراء، وذلك إذا لم يكن هناك خطر من إعاقة المساهمين المستهدفين من اتخاذ القرار الصائب بشأن عملية الاستحواذ عند شراء أسهم الشركة في عرض شراء خاص.

وبعد أن قامت الشركة المدعى عليها بإجراء عملية الاستحواذ، سعت الشركة المدعية إلى إصدار حكم قضائي يمنع الشركة المدعى عليها الاستمرار في تملك أسهمها. وفي هذا الصدد ارتأت المحكمة أن استحواذ الشركة

¹ انظر المرجع. **Error! Bookmark not defined.**، ص 139.

² Hanson Trust Plc v. SCM Corp., 774 F 2d 47 (2nd Cir 1985).

المدعى عليها على أسهم الشركة المدعية يقتضي تقديم عرض شراء عام والذي يتطلب الامتثال لشروط الإخطار المقررة قانوناً. وعلى إثر ذلك طعنت الشركة المدعى عليها على هذا الحكم.

وقد أصدرت محكمة الطعن حكماً بقبول الطعن وإلغاء الحكم السابق، وسببت ذلك بأنه عملية الاستحواذ على أسهم الشركات في عرض شراء خاص قد لا تشترط توجيه الإخطار المقرر قانوناً على عروض الشراء العامة، شريطة ألا يكون هناك خطر من إعاقة المساهمين البائعين عن اتخاذ قرارات صائبة بشأن بيع أسهمهم. ففي هذه الحالة، يدرك المساهمين تماماً كافة تفاصيل عرض الشراء بشكل كامل، وشروطه، واحتمالية توجيه عروض شراء خاصة. لذلك، لم تكن هناك حاجة للإخطار الرسمي عن عملية الاستحواذ باعتبارها عرضاً عامة للشراء ولا وجود لخطر سرقتها عن مساهمي الشركة المدعية.

وفي حكم دعوى شركة إس جي للأوراق المالية ضد شركة فوكوا للاستثمار *S-G Securities v. Inc. Fuqua Investment Co*، قامت المحكمة بإجراء المزيد من التدقيق وانتهت إلى أن عرض الشراء العام يصبح قائماً إذا أعلن مقدم العرض علناً عن نيته في الاستحواذ على نسبة كبيرة من أسهم الشركة المستهدفة بغرض السيطرة، وأن يكون هناك تراكم كبير من أسهم الشركة المستهدفة قد تم الاستحواذ عليها من قبل مقدم العرض من خلال السوق المفتوح أو من خلال عمليات شراء خاصة.

المبحث الثاني

الأساس القانوني لعرض الشراء الإلزامي

تمهيد وتقسيم:

الطبيعة القانونية لعروض الشراء الإلزامية

المساهم المسيطر – تعارض المصالح – أقلية المساهمين

(دراسة تحليلية مقارنة)

د. محمود عبد الحليم

مجلة الدراسات القانونية والاقتصادية

حيث أنه غالباً ما يكون الغرض من عملية الاستحواذ هو تحقيق السيطرة على مجموعة من الشركات القائمة بالفعل لإعادة تنظيمها لتصبح مرتبطة ببعضها البعض لتحقيق التأثير القاطع على قرارات الشركة المستحوذ عليها والذي قد لا يترتب عليه عدم التأثير على كيانها القانوني الثابت والمستقل.¹ فإنه مهما اختلفت الدوافع وراء تلك السيطرة فإن عملية الاستحواذ غالباً ما تتحقق بتملك كل أو بعض أسهم الشركة المستهدفة وهو ما يمكن أن نطلق عليه الاستحواذ على الأسهم والذي قد يحدث بالاتفاق مع مجلس إدارة الشركة المستهدفة أو المساهمين المسيطرين فيها Controlling Shareholders لنقل السيطرة إلى الشركة مقدمة عرض الاستحواذ.²

إلا أنه غالباً ما ينبغي التمييز بين أنواع الاستحواذ وبين الآليات القانونية له، حيث أنه كثيراً ما تصنف عمليات الاستحواذ وفقاً للغرض منها والذي قد يختلف من حالة إلى أخرى. فوفقاً لاعتبارات المنافسة، هناك عمليات الاستحواذ الأفقية والرأسية والمتعددة؛ واستناداً إلى موقف إدارة الشركة المستهدفة بالاستحواذ "Target Company" من قبول أو رفض عرض الاستحواذ المقترح، يمكن تصنيف عمليات الاستحواذ على أنها ودية أو عدائية؛ وهناك أيضاً الاستحواذ الكلي والجزئي اعتماداً على حصة الأسهم التي تسعى الشركة المستحوذة للاستحواذ عليها في الشركات المستهدفة، والذي يعكس رغبة الشركة مقدمة عرض الاستحواذ في السيطرة الكاملة على الشركة المستهدفة أم لا، كما يمكن تقسيم عمليات الاستحواذ إلى وطنية وأجنبية بحسب جنسية الشركة صاحبة عرض الاستحواذ، وبالنظر لإرادة المستحوذ فإنه يمكن تقسيم عمليات الاستحواذ إلى إلزامية واتفاقية.

¹ د. حسام الدين عبد الغني الصغير، النظام القانوني لاندماج الشركات، الطبعة الأولى، 1987، ص 97.

² انظر المرجع السابق ص 138.

المطلب الأول

دور الإرادة العقدية في عرض الشراء الإلزامي

مما لا شك فيه، أن الإرادة هي أساس التصرف القانوني، فهو لا ينشأ إلا بوجودها كما أنها هي التي تحدد آثاره وهي التي تنتهيه، ويتم التعبير عن ذلك بمبدأ "سلطان الإرادة"، والثابت أن مبدأ سلطان الإرادة قد أثر في موضوع العقد بأن منح طرفيه الحرية في أن يضمنوه ما يشاءون من بنود وشروط تلائم وتحقق مصالحهم، كما أنهم يتمتعون بالحرية في تحديد الالتزامات والحقوق التي تترتب على هذا العقد، والقيود الوحيد على تلك الحرية هو الأحكام المقررة بموجب النظام العام. ويعرف أثر مبدأ سلطان الإرادة على موضوع العقد باسم "حرية التعاقد" أو "الحرية التعاقدية". وبمقتضى مبدأ حرية التعاقد، أن يتمتع كل الأطراف بكامل الحرية في مناقشة شروط العقد سواء عند إبرامه أو خلال تنفيذه. كما يعد مبدأ حرية التعاقد من المبادئ الثابتة في الأنظمة القانونية المختلفة.

وإذا كان الأصل هو حرية التعاقد، إلا أن الجانب التطبيقي يشير إلى اتساع دائرة القواعد الآمرة، مما أدى إلى انحصار تلك الحرية.¹ إذ أن هذه القواعد الآمرة - التي لا يجوز الاتفاق على مخالفتها - تحمي النظام العام والآداب السائدة في المجتمع، ومن ثم فهي تخرج عن نطاق حرية الإرادة.

فلا يجوز للإرادة إنشاء تصرفاً مخالفاً للنظام العام،² فإذا تجاوز أحد المتعاقدين أو كليهما تلك الحدود المقررة بموجب النظام العام فإنهما بذلك يعرضان العقد لخطر البطلان، وفقاً لأحكام القانون المدني والذي نص على أن يكون محل الالتزام غير مخالفاً للنظام العام والآداب، وإلا كان العقد باطلاً.³

¹ د. شفيق شحاتة، النظرية العامة للالتزامات في الشريعة الإسلامية، ج1، طرفا الالتزام، مطبعة الاعتماد، 1980، ص127.

² د. عبد المنعم فرج الصدة، محاضرات في القانون المدني (نظرية العقد في قوانين البلاد العربي)، ج1، التراضي، القاهرة، 1958، ص15.

³ القانون رقم 131 لسنة 1948 بإصدار القانون المدني، الوقائع المصرية، العدد ١٠٨ مكرر أ، 1948/7/24، المادة 135. ويشار إليه فيما

الطبيعة القانونية لعروض الشراء الإلزامية

المساهم المسيطر - تعارض المصالح - أقلية المساهمين

(دراسة تحليلية مقارنة)

د. محمود عبد الحليم

مجلة الدراسات القانونية والاقتصادية

وبناء على ذلك توجد عدة عوامل تدفع المشرع بفرض قيود على الإرادة التعاقدية، وهذه القيود، إما ستمنع الأفراد من إبرام التعاقد، ومثال ذلك قيام الدولة بمنع تصدير أو استيراد بعض السلع، فتحرم بذلك أي تصرف قانوني عليها. أو أن تقوم الدولة بالتدخل في تحديد مضمون العقد قبل إبرامه. بمعنى أن سياسة الدولة في تنظيم الاقتصاد القومي ستعكس آثارها على إبرام الاتفاقات والعقود،¹ فضلاً عن ذلك، فإن المشرع سيتدخل في حالة الضرورة مراعاة للعدالة وتحقيقاً للمساواة القانونية.

كما أنه قد لا تقتصر هذه القيود على مجرد حظر التعاقد أو تقييده، بل قد تصل إلى حد التدخل لإنشاء علاقات قانونية لم تكن لتنشأ إلا بتوافق إرادتي أطرافها،² فحرية الإنسان في ألا يتعاقد ليست بدورها مطلقة، بل ترد عليها بعض القيود.³ وينبغي الإشارة إلى أن تلك العقود التي تبرم بناءً على الالتزام القانوني يسميها بعض الفقه بالعقود الإلزامية أو العقود الاضطرارية.⁴ وهذه التسمية يعتقد بأنها تتلاءم مع طبيعة تكوينها عند الإبرام. ففي هذه العقود قد لا يلعب الرضا دوراً كبيراً في مناقشة الأطراف لبنود العقد وشروطه عند إبرامه، وإنما يطبقون نظاماً رسمياً مفروضاً بمقتضى القانون.⁵

يلي بـ ("القانون المدني")

¹ د. شمس الدين الوكيل، دروس في الالتزامات، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1960، ص32.

² د. محمد لبيب شنب، دروس في نظرية الالتزام، دار النهضة العربية، القاهرة، 1976، ص31.

³ د. محمد وحيد الدين سوار، الاتجاهات العامة في القانون المدني، المكتبة القانونية، عمان، 2001، ص16.

⁴ انظر المرجع 1، د. شمس الدين الوكيل، ص33.

⁵ د. فتحي عبد الرحيم عبد الله، العناصر المكونة للعقد كمصدر للالتزام، القاهرة، 1979، ص61.

حيث يمكن ملاحظة أن المشرع يجبر أحد الأطراف على القيام بإجراءات معينة بغية إبرام عقد يقرره القانون، أي أن المشرع بذلك يجبر أحد الأطراف على القيام بإجراءات معينة إيجابية لدفع إجراءات التعاقد إلى الأمام لإبراز عقد جديد إلى الوجود. وهذا العقد هو ما يستهدفه المشرع في الظاهر، ولكن الحفاظ على النظام العام هي التي تقف وراء ما استهدفه المشرع من إبرام تلك العقود، على الرغم من أن بعض الفقه يرى أن هذا الإلزام القانوني بالتعاقد يعد قيداً خطيراً على حرية التعاقد وعلى حرية التجارة.¹

وتجدر الإشارة إلي أن إلزامية عرض الاستحواذ هنا لا تعني مخالفة مبدأ حرية التعاقد – وذلك خلافاً لما انتهت إليه محكمة القضاء الإداري في حكمها في الدعوي رقم 12149 لسنة 64 قضائية والمعروفة بقضية موبينيل والتي قررت فيها أن هذا الإلزام يخالف مبدأ حرية التعاقد² – حيث أنه لم يتراجع دور الإرادة كلية في عرض الاستحواذ الإلزامي لأن الاستحواذ على النسبة القانونية للأوراق المالية الموجبة لتقديم عرض الشراء يخضع ابتداءً لرغبة المستحوذ في الاستحواذ على تلك النسبة والتي تفرض عليه التزاماً قانونياً بتقديم العرض الإلزامي، والثابت أن تقرير بعض القيود القانونية على الحق لا تعني انحسار الإرادة وتراجعها والذي يخل معه بمبدأ حرية التعاقد وسلطان الإرادة. فالثابت وفقاً للقانون المدني أن تقرير بعض القيود على حق الملكية كالشفعة أو الارتفاق،³ لم يقل أحداً بمخالفتها لحق الاستغلال والتصرف المقررين للملكية فهي لا تعني انعدام إرادة صاحب حق الملكية في التصرف أو استغلال ملكيته. وإنما هي مقررة لحماية النظام العام حيث أصبح سوق المال جزء من نظام الدولة الاقتصادي الذي

¹ د. عبد الحي حجازي، النظرية العامة للالتزام، ج1، مصادر الالتزام، مطبعة نهضة مصر، القاهرة، 1953، ص20.

² حكم محكمة القضاء الإداري، دائرة المنازعات الاقتصادية والاستثمار، الدائرة السابعة، الدعوي رقم 12149 لسنة 64 قضائية، جلسة 2010/4/10.

³ القانون المدني، المادتين 935 و1015.

الطبيعة القانونية لعروض الشراء الإلزامية

المساهم المسيطر – تعارض المصالح – أقلية المساهمين

(دراسة تحليلية مقارنة)

د. محمود عبد الحليم

مجلة الدراسات القانونية والاقتصادية

يترتب على الإخلال به اضطراب السوق وهو أحد الأهداف الواردة في لائحة سوق المال والتي يتعين الالتزام بها.¹

المطلب الثاني

التفرقة بين عرض الشراء الإلزامي وعرض الشراء الاتفاقي

بناء على ما سبق ذكره يمكن تقسيم عروض الشراء العامة بالنظر إلى مدى إلزام المستحوذ بتقديمها إلى

عروض شراء إلزامية وعروض شراء اتفاقية، والتي يمكن بيانها فيما يلي:

أولاً - عرض الشراء الاتفاقي

وهو العرض الذي يتم تقديمه من المستحوذ إلى الشركة المستهدفة دون وجود إلزام قانوني بذلك كما هو متبع

في عرض الشراء الإلزامي لحماية مساهمي الأقلية في الشركة المستهدفة. كما كان الحال قبل تعديل لائحة سوق

المال في مصر بموجب قرار وزير الاستثمار رقم 12 لسنة 2007، حيث لم تكن تتضمن أحكام قانون سوق المال²

أو لائحته التنفيذية أية أحكام تتعلق بتنظيم عروض الشراء الإلزامية، وطبقاً للقاعدة الفقهية القاضية بأن المطلق يظل

على إطلاقه إلى أن يرد ما يقيدته فقد تم تطبيق مبدأ سلطان الإرادة وحرية التعاقد على إطلاقهما، حيث كان يمكن

¹ قرار وزير الاقتصاد والتجارة الخارجية رقم 135 لسنة 1993 بإصدار اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال الصادر بالقانون رقم

95 لسنة 1992، الوقائع المصرية، العدد 81 تابع، 8/4/1993. المادة 327/د، ويشار إليه فيما يلي بـ ("لائحة سوق المال").

"تهدف الأحكام الواردة بهذا الباب إلى ما يلي:

(د) حظر التلاعب في أسعار أسهم الشركة المستهدفة بالعرض، وتلافي اضطراب السوق وتعارض المصالح واستغلال المعلومات

الداخلية."

² القانون رقم 95 لسنة 1992 بإصدار قانون سوق رأس المال، الجريدة الرسمية، العدد 25 مكرر، 22/6/1992. ويشار إليه فيما يلي بـ

("قانون سوق المال").

للمستحوذ الاستحواذ على أية نسبة من رأس مال الشركة المستهدفة تمكنه من السيطرة عليها دون إلزامه بتقديم عرض شراء إلزامي إلى باقي المساهمين.

فقد كان قانون سوق المال ولائحته التنفيذية لا ينظمان أحكام تقديم العرض الإلزامي من المستحوذ لباقي المساهمين إلا بوجود التزام بالإفصاح على عاتق كل من استحوذ على نسبة تزيد عن 10% من الأسهم الإسمية في الشركة المستهدفة، وذلك وفقاً للمادة الثامنة من القانون.¹ كما أنه في عمليات الاندماج – باعتباره وسيلة قانونية للاستحواذ – والذي ينشأ بالاتفاق بين شركتين دون وجود أدنى التزام قانوني بوجود هذا الاتفاق ويتم تحرير عقد الاندماج بين ممثلي الشركة المندمجة، والذي يتضمن موافقتهم على الاندماج وشروطه وكيفية إجرائه، وبعدها يتم عرض العقد على الجمعية العمومية غير العادية للشركات الأطراف.²

ثانياً – عرض الشراء الإلزامي:

¹ قانون سوق المال، المادة 8، والتي تنص على أنه "على كل من يرغب في عقد عملية يترتب عليها تجاوز ما يملكه 10% من الأسهم الإسمية في رأس مال إحدى الشركات التي طرحت أسهما لها في اكتتاب عام أن يخطر الشركة قبل عقد العملية بأسبوعين على الأقل. وعلى الشركة خلال أسبوع من تاريخ إخطارها بذلك أن تبلغ به كل مساهم يملك 1% على الأقل من رأس مال الشركة، ويترتب على مخالفة أحكام الفقرة الأولى إلغاء العملية دون إخلال بمسألة المتسبب عن هذه المخالفة. وتسري أحكام الفقرات السابقة في حالة عقد عملية يترتب عليها تجاوز ما يملكه أحد أعضاء مجلس إدارة الشركة أو أحد العاملين بها من أسهم اسمية 5% من رأس مال الشركة. ويتعين اتخاذ الإجراءات المشار إليها في هذه المادة قبل عقد كل عملية فيما يجاوز النسبتين المنصوص عليهما في الفقرتين الأولى والرابعة. وتبين اللائحة التنفيذية أحكام عقد العمليات وإجراءات الإخطار والإبلاغ".

² القانون رقم 159 لسنة 1981 بشأن شركات المساهمة وشركات التوصية بالأسهم والشركات ذات المسؤولية المحدودة وشركات الشخص الواحد، الجريدة الرسمية، 1 أكتوبر 1981، العدد 40، المادة 132، يشار إليه فيما يلي بـ("قانون الشركات")؛ انظر أيضاً قرار وزير شؤون الاستثمار والتعاون الدولي رقم 96 لسنة 1982 بإصدار اللائحة التنفيذية لقانون شركات المساهمة وشركات التوصية بالأسهم والشركات ذات المسؤولية المحدودة رقم 159 لسنة 1981، المادة 289، يشار إليه فيما يلي بـ ("لائحة قانون الشركات"). ولمزيد من التفصيل انظر، د. حسام الدين عبد الغني الصغير، النظام القانوني لاندماج الشركات، دار الفكر العربي بالإسكندرية، الطبعة الثانية، 2004، ص 40.

الطبيعة القانونية لعروض الشراء الإلزامية

المساهم المسيطر – تعارض المصالح – أقلية المساهمين

(دراسة تحليلية مقارنة)

د. محمود عبد الحليم

مجلة الدراسات القانونية والاقتصادية

يوجب القانون عرض الشراء الإلزامي، عندما يستحوذ الشخص على نسبة معينة من الأوراق المالية للشركة المستهدفة تمكنه من السيطرة الفاعلة عليها وذلك بأن يقدم عرضاً لباقي المساهمين لشراء حصصهم في الشركة وتخييرهم بين بيع أسهمهم أو الاستمرار كأقلية في الشركة.

ويعد عرض الاستحواذ الإلزامي من الخصائص التي يتميز بها قانون الاستحواذ في المملكة المتحدة، وهي تعد واحدة من أفضل القواعد المعروفة في قواعد المدينة. ومع ذلك، لم يتم إدخال هذا النهج على الفور في عام 1968 عند وضع قواعد المدينة. إلا أنه في عام 1971، اشترى ديفيد رولاند David Rowland كمية كبيرة من أسهم شركة فينيستا الدولية Venesta International من السوق، وبالتالي نجح في الحصول على حصة مسيطرة في الشركة دون تقديم عرض استحواذ. وأدى ذلك إلى قلق هيئة عمليات الاستحواذ والاندماج Panel on Takeovers and Mergers¹، لأنه بموجب القواعد القائمة لم يكن هناك أي التزام على الشخص الذي حصل على السيطرة من خلال سلسلة من عمليات الشراء الفردية من السوق لشراء الأسهم المتبقية في الشركة. وهكذا، في قضية فينيستا Venesta، خلُصت هيئة الاستحواذ إلى أن شراء رولاند للأسهم من السوق المفتوحة أهدر فرصة مساهمي الأقلية في شركة فينيستا الدولية Venesta International لبيع أسهمهم وفقاً لذات الشروط وبنفس السعر

¹ نصت قواعد المدينة على أن تتولي هيئة عمليات الاستحواذ والاندماج Panel on Takeovers and Mergers الاشراف على تنظيم عمليات الاندماج والاستحواذ التي تتم في المملكة المتحدة بموجب قواعد المدينة. سيتم الإشارة لها لاحقاً بـ ("هيئة الاستحواذ")

الذي اشترى به رولاند حصته المسيطرة.¹ ومن أجل ذلك، اقترحت هيئة الاستحواذ قاعدة العرض الإلزامي والتي ألزمت أي شخص استحوذ على نسبة 40% أو أكثر من أسهم الشركة بتقديم عرض شراء إلزامي لجميع الأسهم القائمة في الشركة المستهدفة. وقد خفضت هذه النسبة البالغة 40% إلى المستوى الحالي البالغ 30% في عام 1974.

وتنظم قاعدة عرض الشراء الإلزامي بموجب المادة التاسعة من قواعد المدينة، التي تم سنها خصيصاً لحماية مساهمي الأقلية من خلال تنظيم الأحكام الذي يجب أن يقدم بموجبها عرض الشراء الإلزامي والذي تم النص عليه كذلك في المادة الخامسة من توجيه الاستحواذ الأوروبي. كما أنه يعد تطبيقاً أصيلاً لمتطلبات المعاملة المتساوية والعدالة لجميع المساهمين المنصوص عليها في المبدأ العام رقم (1) والذي ينص على أنه "إذا حصل شخص على السيطرة على شركة، فإنه يجب حماية حاملي الأوراق المالية الآخرين".² والفلسفة الكامنة وراء هذه القاعدة هي أن السيطرة على الشركة لا يمكن الحصول عليها عن طريق دفع سعر أعلى إلى المساهمين المسيطرين، مع ترك بقية مساهمي الأقلية غير المسيطرة تحت أغلبية مسيطرة جديدة، دون تقديم نفس السعر لهم والذي تم دفعه مقابل الاستحواذ على تلك الأسهم المخولة للسيطرة.³ وقد تم التأكيد على هذا المبدأ كذلك في التقرير السنوي لعام 1991 لهيئة الاستحواذ البريطانية والذي جاء فيه "أنه إذا تم الحصول على السيطرة الفعلية على الشركة عن طريق الاستحواذ

¹ John Armour & David A. Skeel Jr, *Who Writes the Rules for Hostile Takeovers, and Why? The and UK Takeover Regulation*, 95 GEO. L.J. 1727, 1764 n. 176 (2007). of *US Peculiar Divergence*

انظر أيضاً جريدة التايمز ص 19.

‘New Problem for the Panel’ *The Times* (London, 18 December 1971), p. 19

² انظر النص الأصلي للمبدأ الأول من قواعد المدينة

“if a person acquires control of a company, the other holders of securities must be protected”

³ Robert Hingley, *The Takeover Panel*, in A PRACTITIONER’S GUIDE TO THE CITY CODE ON MERGERS 2008/2009 11 (Maurice Button ed., City and Financial AND TAKEOVERS Publishing, 2008).

الطبيعة القانونية لعروض الشراء الإلزامية

المساهم المسيطر - تعارض المصالح - أقلية المساهمين

(دراسة تحليلية مقارنة)

د. محمود عبد الحليم

مجلة الدراسات القانونية والاقتصادية

على الأسهم، فإن مبدأ المساواة في المعاملة للمساهمين يتطلب أن يكون لجميع المساهمين الفرصة للحصول على نفس السعر الموحد للسهم والذي تم دفعه للحصول على السيطرة - والذي عادة ما يكون سعراً أعلى - وأنه ينبغي أن تتاح لهم الفرصة للخروج من الشركة إذا كانوا لا يفضلون التغيير الذي حدث في هيكل السيطرة على الشركة.

“If effective control of a company is obtained by the acquisition of shares, the principle of equality of treatment for shareholders requires that all shareholders should have the opportunity to obtain the price per share paid for that control (it will usually be a premium price) and that they should have the opportunity to get out of the company if they do not like what has happened.”

ووفقاً للمادة 1/9 من قواعد المدينة، يجب على المستحوذ أن يقدم عرضه للاستحواذ لجميع الأسهم الأخرى من أي فئة، سواء أكانت تخول حق التصويت أم لا، وأيضاً للاستحواذ على أي فئة أخرى من الأوراق المالية القابلة للتحويل والتي تحمل حقوقاً للتصويت، وذلك بمجرد أن يحصل على 30% أو أكثر من حقوق التصويت للشركة المستهدفة. كما تمنح المادة 5/9 جميع المساهمين في الشركة المستهدفة حق بيع أسهمهم بأعلى سعر دفعه مقدم العرض في الأسهم التي مكنته من السيطرة على الشركة خلال فترة العرض وخلال الاثني عشر شهراً السابقة على إعلان ذلك العرض. وعلاوة على ذلك، فقد حظرت قواعد المدينة تعليق عروض الشراء الإلزامية على شرط.¹ كما

¹قواعد المدينة، المادة 3/9.

كما أكدت لائحة سوق المال في المادة 354 على عدم جواز تعليق عرض الشراء الإلزامي على شرط والتي جاء نصها كالتالي "ويجب أن يكون عرض الشراء الإلزامي باتاً غير معلق على شرط، ومع ذلك يجوز للهيئة متى وجدت أسباباً جدية وبما لا يتعارض مع أهداف هذا الباب والمبادئ العامة المبينة في المادتين (٣٢٧) و (٣٢٨) أن توافق على أن يكون إتمام عرض الشراء الإلزامي معلقاً على شرط

أقرت القواعد أيضاً بأنه في ظروف معينة سيكون من غير المنصف وغير الضروري الوفاء بمبدأ المساواة في المعاملة من خلال مطالبة مقدم العرض بتقديم العرض العام للاستحواذ، وطبقاً لذلك حددت القواعد حالات استثنائية - على سبيل الحصر - التي قد تعفي هيئة الاستحواذ فيها مقدم العرض من الالتزام بتقديم عرض استحواذ إلزامي.¹ ومع ذلك، فخلافاً لنظام المملكة المتحدة الذي ينظم أحكام عرض الشراء الإلزامي، لا يذهب قانون ويليامز في الولايات المتحدة إلى حد إلزام مقدم العرض الذي حصل على الحصة المسيطرة عن طريق شراء نسبة معينة من الأسهم أو أية نسبة تخوله تلك السيطرة على الشركة، بتقديم عرض إلزامي لجميع الأسهم المتبقية من أجل إعطاء أقلية المساهمين فرصة الخروج الكامل من الشركة. حيث يجيز القانون لمقدمي العروض شراء كتلة مسيطرة من الأسهم عن طريق اتفاق خاص مع المساهمين المسيطرين دون تقديم أي عرض للمساهمين المتبقين في الشركة المستهدفة. وقد أشار بعض الفقه، أن موقف القضاء بهذا الشأن هو أن بيع حصة من الأسهم المسيطرة بسعر منافس لا يعد سلوكاً خاطئاً في حد ذاته.² لذلك، فإنه لا يمكن العثور على أحكام تتعلق بعرض الشراء الإلزامي في التنظيمات الفيدرالية في الولايات المتحدة فلا تحظر تلك القاعدة بأي دعم في قوانين الولايات المتحدة سواء الفيدرالية أو الصادرة عن الولايات بشكل منفرد.

وقد ميزت لائحة سوق المال بين كلاً من هذين النوعين من الاستحواذ حيث نصت المادة 353 منها على

تملك 75% من رأس المال أو حقوق التصويت في حالات الاستحواذ بقصد الاندماج، أو 51% من رأس المال أو حقوق التصويت بقصد السيطرة على الشركة، وحال تضمن عرض الشراء هذا الشرط، فإنه يحظر على مقدم العرض إتمام عمليات الشراء دون الحصول على إذن مسبق من الهيئة إذا انخفضت النسبة المطروحة للبيع من مالكي الأوراق المالية محل عرض الشراء عن تلك المشترطة فيه. ولا يجوز لمقدم العرض اشتراط نسباً أخرى كحد أدنى لقبول إتمام عمليات الشراء بخلاف النسب والحالات المشار إليها في هذه الفقرة.¹ ولمزيد من التفاصيل حول حالات الإعفاء من تقديم عرض استحواذ إلزامي، انظر ملاحظات المادة التاسعة المتعلقة بحالات الإعفاء الواردة بقواعد المدينة.

² ROBERT C. CLARK, CORPORATE LAW 478 (1986).

الطبيعة القانونية لعروض الشراء الإلزامية

المساهم المسيطر - تعارض المصالح - أقلية المساهمين

(دراسة تحليلية مقارنة)

د. محمود عبد الحليم

مجلة الدراسات القانونية والاقتصادية

إلزام كل شخص استحوذ أو يرغب في الاستحواذ - بمفرده أو من خلال الأشخاص المرتبطة - على ثلث رأس المال أو ثلث حقوق التصويت في الشركة المستهدفة أن يقوم بإخطار الهيئة العامة للرقابة المالية، وتقديم عرض لشراء جميع الأوراق المالية التي تشكل جزءاً من رأس المال أو حقوق التصويت.¹

وسيراً على درب قواعد المدينة فقد أصدرت الهيئة العامة للرقابة المالية قراراً يتضمن الحالات التي يجوز فيها

إعفاء المستحوذ من تقديم عرض شراء إلزامي وهذه الحالات هي:²

1- حالة الحصول على موافقة جميع المساهمين على عرض الشراء وأنه لا توجد لديهم اعتراضات على عملية بيع الأسهم.

2- حالات انتقال ملكية كامل الأسهم المملوكة لاتحادات العاملين المساهمين في الشركات التابعة للشركات القابضة المملوكة للدولة لإعادة هيكلة هذه الشركات وضح استثمارات إضافية فيها.

3- الحالات التي بموجبها يقوم شخص طبيعي أو اعتباري - بمفرده أو مع أطرافه المرتبطة - بالاستحواذ على نسبة تتعدى 50% من أسهم أو حقوق تصويت جهة تمتلك بدورها - بمفردها أو مع أطرافها المرتبطة - أكثر من 33% من أسهم أو حقوق تصويت شركة مقيدة أسهمها بالبورصة المصرية، شريطة أن يتوافر في الجهة المشار إليها ما يلي:

(أ) أن تكون الجهة المالكة لديها مساهمات في شركات أخرى بخلاف الشركة المقيد أسهمها في البورصة؛

¹لائحة سوق المال، المادة 353.

²قرار الهيئة العامة للرقابة المالية رقم 54 لسنة 2016 بشأن حالات الاستثناء من تقديم عروض شراء طبقاً للبند (ز) من المادة 356 من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال، 2016/4/24، وتعديلاته بالقرار رقم 142 لسنة 2017.

- (ب) أن تزيد القيمة الدفترية للمساهمات الأخرى للجهة وأصولها الأخرى بخلاف النقدية عن 50% من القيمة الدفترية لإجمالي أصول الجهة من واقع آخر قوائم مالية سنوية للجهة مرفقاً بها تقرير من مراقب حساباتها خالياً من أية تحفظات مؤثرة على المركز المالي لهذه الجهة.
- (ت) ألا يكون للطرف الراغب في الاستحواذ على الجهة المالكة وأطرافه المرتبطة أية مساهمات أو حقوق تصويت أخرى في الشركة المقيد أسهماها بالبورصة المصرية.
- 4- حالات موافقة الجمعية العامة للشركة على شراء أسهم الخزينة إذا ترتب عليها زيادة نسبة الملكية أو حقوق التصويت للمساهم والأشخاص المرتبطة به للنسبة الموجبة لتقديم عرض شراء إلزامي، بشرط عدم تصويت المساهم والأشخاص المرتبطة به على قرار الشراء بالجمعية العامة.
- 5- حالات زيادة رؤوس أموال الشركات نقداً أو من خلال أرصدة دائنة إذا ترتب عليها زيادة نسبة الملكية لو حقوق التصويت للمساهم والأشخاص المرتبطة به للنسبة الموجبة لتقديم عرض شراء إلزامي شريطة ألا يكون ذلك ناتجاً عن شراء حقوق الاكتتاب في زيادة رأس المال.

ويعد هذا القرار ترديداً وتفصيلاً لما أوجزته لائحة سوق المال والتي حددت الاستثناءات الواردة على الالتزام بتقديم عرض إلزامي، حيث تضمنت حالات لا يتم فيها إلزام المستحوذ بتقديم عرض استحواذ للسيطرة على 100% من رأس مال الشركة المستهدفة.¹ كما أنه قد تضمن تنظيم استثناء حالات الاستحواذ غير المباشر على الشركة المستهدفة من الالتزام بتقديم عرض شراء إلزامي، نظراً لإثارته الكثير من الجدل.²

غير أنه يجب الإشارة إلى أن هذا القرار السالف الذكر كان يعد تطبيقاً للمادة 356 من لائحة سوق المال قبل تعديلها في عام 2018،³ والتي كانت تجيز لهيئة الرقابة المالية استثناء بعض الحالات من الخضوع للالتزام

¹لائحة سوق المال، المادة 356.

²انظر د. هاني صلاح سري الدين، التنظيم التشريعي لعروض الشراء الإجباري بقصد الاستحواذ على الشركات المقيدة في البورصة - وفقاً لأحكام قانون سوق رأس المال المصري، دار النهضة العربية، الطبعة الثانية، سنة 2013، ص 21.

³قرار رئيس مجلس الوزراء رقم 2479 لسنة 2018 بتعديل بعض أحكام اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال الصادرة بقرار وزير

الطبيعة القانونية لعروض الشراء الإلزامية

المساهم المسيطر – تعارض المصالح – أقلية المساهمين

(دراسة تحليلية مقارنة)

د. محمود عبد الحليم

مجلة الدراسات القانونية والاقتصادية

بتقديم عرض الشراء الإلزامي، إلا أن نص تلك المادة بعد التعديل المشار إليه قد خلا من حق هيئة الرقابة المالية في استثناء بعض الحالات من الالتزام بتقديم عرض الشراء الإلزامي حال توافر شروطه. لذا فإنه يجب على هيئة الرقابة المالية تعديل قرارها رقم 54 لسنة 2016 بشأن حالات الاستثناء من تقديم عروض شراء، وذلك تماشياً مع تعديل اللائحة الصادر في عام 2018. ولا شك أن تعديل هذا القرار سيؤدي إلى إلغاء تنظيم استثناء حالات الاستحواذ غير المباشر على الشركة المستهدفة من الالتزام بتقديم عرض شراء إلزامي، حيث أنها تعديل لائحة سوق المال قد حدد حصراً الحالات التي يتم استثناءها من الالتزام بتقديم عرض شراء إلزامي، والتي لم يكن من بينها حالات الاستحواذ غير المباشر، وغل يد هيئة الرقابة المالية عن تنظيمها، مما سيثير الجدل بشأنها مرة أخرى.

المطلب الثالث

العلاقة بين عرض الشراء الإلزامي والاستحواذ الكلي

تنقسم عمليات الاستحواذ بالنظر إلى حجم رأس المال المستهدف إلى عروض استحواذ كلية وعروض استحواذ جزئية.¹ حيث يشير الاستحواذ الكلي إلى ذلك العرض الذي يستهدف شراء كافة حصص أسهم الشركة المستهدفة أي ما نسبته 100% من الأوراق المالية التي أصدرتها الشركة، بينما يشير الاستحواذ الجزئي إلى ذلك العرض الذي يستهدف الحصول على نسبة محددة من رأس مال الشركة المستهدفة والتي غالباً ما تكون بغرض

الاقتصاد والتجارة الخارجية رقم 135 لسنة 1993، الجريدة الرسمية، العدد 47 تابع (ب)، 2018/11/22.

¹ انظر د. سمير برهان راغب، النظام القانوني للعرض العام لشراء الأسهم، رسالة دكتوراه، كلية الحقوق جامعة القاهرة، 2006، ص

السيطرة عليها، ومثال الاستحواذ الكلي هو عرض الشراء الإلزامي والذي دائماً ما يكون بغرض الاستحواذ على كافة حصص رأس مال الشركة المستهدفة.

وقد أوضح بعض الفقه، أن عرض الشراء – الاستحواذ – الاتفاقي لا يتصور إلا أن يكون عرض شراء جزئي بما لا يتجاوز ثلث رأس المال الشركة أو حقوق التصويت فيها.¹ إلا أن هذا قد يعني استبعاد إرادة المستحوذ في الحصول كل رأس مال الشركة، حيث أن – كما سبق الإيضاح – معيار التفرقة بين الاستحواذ الاتفاقي والإلزامي هو وجود التزام قانوني على عاتق المستحوذ لتقديم عرض الاستحواذ، إلا أن المستحوذ قد ينوي ابتداء الاستحواذ على ما نسبته 100% من رأس مال الشركة المستهدفة حتى ولو لم يوجد إلزام قانوني بتقديم عرض الاستحواذ الإلزامي.

وتفرق لائحة سوق المال بين عرض الشراء الكلي والجزئي، حيث نظمت أحكام عرض الشراء الجزئي في المواد من 331: 333 تحت عنوان الاستحواذ على الأسهم من خلال عمليات السوق المفتوح.² وحددت نسبة ثلث رأس المال في الشركة المستهدفة للتمييز بين العروض الجزئية والكلية، حيث نصت على جواز الاستحواذ من خلال عمليات السوق المفتوح بما لا يجاوز ثلث حقوق التصويت أو رأس مال إحدى الشركات الخاضعة لأحكام اللائحة،³ ويتضح أن الاستحواذ الجزئي وفقاً للقانون المصري يعني الاستحواذ على الأوراق المالية التي أصدرتها الشركة بما لا يزيد عن ثلث رأس المال أو حقوق التصويت فيها.

وهناك قدر كبير من الجدل فيما يتعلق بمفهوم العروض الجزئية التي عرفها بعض الفقه بأنها العروض التي

¹ انظر المرجع 2، د. هاني صلاح سري الدين، ص 53.

² لائحة سوق المال، المواد 331: 333.

³ لائحة سوق المال، المادة 331.

الطبيعة القانونية لعروض الشراء الإلزامية

المساهم المسيطر – تعارض المصالح – أقلية المساهمين

(دراسة تحليلية مقارنة)

د. محمود عبد الحليم

مجلة الدراسات القانونية والاقتصادية

يقوم فيها مقدم العرض بشراء نفس النسبة المئوية من حيازات كل مساهم¹ وكأسلوب يستخدم للضغط على المساهمين لقبول العرض، يمكن لمقدم عرض الاستحواذ طرح عرضهم من مستويين Two-Tier Bid حيث يقدمون سعر عرض أعلى من سعر السوق لتلك النسبة المئوية فقط من الأسهم اللازمة لمنحهم سيطرة الأغلبية في الشركة المستهدفة ويعلنون بعد ذلك خطة لدمج بقية المساهمين الأقلية بسعر أقل بعد التغير في هيكل السيطرة. وحتى إذا كان مقدم العرض سيدفع نفس السعر لبقية الأسهم، فإن هناك خطر من أن الدفع في وقت لاحق أو في شكل سندات² ويعتقد أن تأثير العرض متعدد المراحل يشبه التأثير القسري على المساهمين كما هو الحال في العرض الجزئي، لأن السعر الأدنى أو الأقل للمستوى الثاني يمكن مقارنته بالقيمة المتوقعة لحصة الأقلية بعد نجاح العرض الجزئي³. حيث أن قدرة مقدم العرض على طرح عرض جزئي Partial أو ذو مستويين Two-Tier قد يشكل إكراه لمساهمي الشركة المستهدفة لقبول العرض والحصول على عائد مرتفع لنسبة من الأسهم، وذلك لتجنب حيازة أسهم الأقلية واكتساب عائد منخفض فقط لكامل نسبته في الأسهم بمجرد أن يتم نقل السيطرة للمستحوذ.

ففي المملكة المتحدة، نظم القانون الإنجليزي عرض الاستحواذ الجزئي بشكل أكثر تفصيلاً، حيث أن قواعد المدينة تقر بالأثر القسري للعرض متعدد المراحل وتعاملها كعروض جزئية من خلال النص على أنه إذا تم تقديم

¹ T. P. Lee, *Takeovers – The United Kingdom Experience*, in TAKEOVERS, INSTITUTIONAL INVESTORS, AND THE MODERNIZATION OF CORPORATE LAWS 200 (John H. Farrar ed., OXF. Univ. Press 1993).

² Guhan Subramanian, *A New Takeover Defense Mechanism: Using an Equal Treatment Agreement as an Alternative to the Poison Pill*, 23 DEL. J. CORP. L. 375, 402 (1998).

³ Victor Brudney & Marvin A. Chirelstein, *Fair Shares in Corporate Mergers and Takeovers*, 88 HARV. L. REV. 297, 289 (1974).

مقابل معين لجزء من أسهم كل مساهم وتم تقديم مقابل أقل لباقي حصته في الأسهم، فإن هذا العرض قد يعامل كشكل من أشكال العرض الجزئي على الرغم من أن العرض تم تقديمه إلى جميع المساهمين في الشركة المستهدفة كما أنه يجب أيضاً الحصول على موافقة هيئة الاستحواذ.¹

ونظمت قواعد المدينة العروض الجزئية في المادة 36 منها. فوفقاً للمادة 1/36، يخضع كل عرض جزئي دائماً لموافقة هيئة الاستحواذ، على الرغم من أن تلك الفقرة تنص كذلك على أن موافقة هيئة الاستحواذ ستمنح عادة عندما يكون العرض الجزئي لا يتيح للمستحوذ الاحتفاظ بنسبة 30% أو أكثر من حقوق التصويت في الشركة المستهدفة. ويعزي ذلك إلى أن النسبة المشار إليها تمثل حد السيطرة الواردة في قواعد المدينة.² وبموجب هيكل المساهمة الواسع النطاق في المملكة المتحدة، تفترض قواعد المدينة أن الشخص الذي لا يملك أكثر من 30% من الأسهم ليس له سيطرة على الشركة، وبعبارة أخرى، تعني المادة 1/36 أن مقدم عرض الاستحواذ قد يحصل على ما يصل إلى 29.9% من حقوق التصويت في الشركة المستهدفة عن طريق التفاوض الخاص أو العروض الجزئية، دون أي تدخل من هيئة الاستحواذ وقواعد المدينة.

بالإضافة إلى أنه في حالة العرض الجزئي الذي قد يؤدي إلى منح المستحوذ 30% أو أكثر، ولكن أقل من 100% من حقوق التصويت في الشركة المستهدفة، فإن الموافقة لن تمنح من قبل هيئة الاستحواذ إلا إذا كان قد

¹قواعد المدينة، المادة 8/36، الملاحظة 2.

²انظر تعريف السيطرة الوارد في قواعد المدينة.

The Takeover Panel on Takeovers and Mergers, Section C, Definitions, CONTROL, Available at: <http://www.thetakeoverpanel.org.uk/wp-content/uploads/2008/11/code.pdf?v=20Jul2017>

“Control means an interest, or interests, in shares carrying in aggregate 30% or more of the voting rights (as defined below) of a company, irrespective of whether such interest or interests give de facto control.”

الطبيعة القانونية لعروض الشراء الإلزامية

المساهم المسيطر - تعارض المصالح - أقلية المساهمين

(دراسة تحليلية مقارنة)

د. محمود عبد الحليم

مجلة الدراسات القانونية والاقتصادية

مضي على عمليات الاستحواذ 12 شهراً قبل تقديم العرض.¹ والسبب في هذه القاعدة هو منع تقديم عروض لمحاباة بعض المساهمين على حساب الآخرين، وذلك اتساقاً مع المبدأ العام الأول من قواعد المدينة الذي يتطلب المساواة في معاملة جميع المساهمين في الشركة المستهدفة.²

وعلاوة على ذلك، تحظر المادة 3/36 الحصول على أي مصلحة في الأسهم من قبل مقدم العرض إما من خلال عرض جزئي أو في أي وقت خلال الإثني عشر شهراً التالية لنهاية فترة العرض - في حالة نجاح العرض - إلا بموافقة هيئة الاستحواذ. وتطبق هذه القاعدة أيضاً على العروض الجزئية التي أدت إلى حصول مقدم العرض على أقل من 30% من حقوق التصويت في الشركة المستهدفة، على الرغم من أن موافقة هيئة الاستحواذ ستمنح عادة للاستحواذ على الأسهم الذي تم في غضون اثني عشر شهراً من نهاية فترة العرض. ومع ذلك، في إطار عرض الاستحواذ العام لجميع أسهم الشركة المستهدفة، فإنه يجوز لمقدم العرض بالحصول على أسهم الشركة المستهدفة من خلال الشراء الخاص أو من السوق خلال فترة العرض، طالما أن أعلى سعر مقدم سيكون متاح أيضاً في إطار العرض الأصلي المقدم.

¹قواعد المدينة، المادة 2/36.

²قواعد المدينة، المبدأ 1.

The Takeover Panel on Takeovers and Mergers, Section B1, GENERAL PRINCIPLES.

“1. All holders of the securities of an offeree company of the same class must be afforded equivalent treatment; moreover, if a person acquires control of a company, the other holders of securities must be protected”.

وفي حالة تقديم عرض جزئي والذي يؤدي إلى حصول المستحوذ على 30% على الأقل وليس أكثر من 50% من حقوق التصويت في الشركة المستهدفة، فإنه يجب ذكر عدد الأسهم التي يستهدف الاستحواذ عليها في وثيقة العرض، ولا يجوز أن يعلن عن العرض الجزئي كعرض غير مشروط للقبول ما لم يتم الحصول على الموافقات بما لا يقل عن عدد الأسهم المطلوبة بموجب العرض.¹ وكما اقترح جيرينج Gearing، فإن هذه القاعدة تمنع مقدمي العروض الجزئية من الحصول على سيطرة فعلية على الشركة المستهدفة دون دفع الثمن بالكامل، حيث أن هذا العرض يجب أن يكون ناجحاً بشكل كامل.²

كما أن المادة 5/36 تقضي كذلك بأن هذه العروض الجزئية يجب أن تكون مشروطة بموافقة إيجابية على العرض من قبل المساهمين الذين يملكون أكثر من 50% من حقوق التصويت في الشركة المستهدفة – الذين يكونون مستقلون عن مقدم العرض والأطراف المرتبطة به – بغض النظر عما إذا كانوا يعتزمون قبول العرض أم لا.³ وتوفر هذه الموافقة حماية كافية ضد الإكراه الذي قد يشكله العرض الجزئي، من خلال ضمان موافقة المساهمين الذين يملكون أكثر من 50% من حقوق التصويت على العرض الجزئي. وذلك لأنه إذا نجح هذا العرض الجزئي، فيمكن لمقدم العرض الحصول على السيطرة على الشركة المستهدفة دون إعطاء جميع المساهمين الفرصة للخروج بنسبة 100% من الشركة المستهدفة.⁴

أما في حالة تقديم عرض جزئي قد يؤدي إلى قيام مقدم العرض بحيازة أكثر من 50% من حقوق التصويت

¹قواعد المدينة، المادة 4/36.

² Mark Gearing, *Provisions Application to All Offers, Partial Offers and Redemption or Purchase by A Company of Its Own Securities*, in A PRACTITIONER'S GUIDE TO THE CITY CODE ON TAKEOVERS AND MERGERS 2008/2009 193 (Maurice Button ed., City & Financial Publishing 2008).

³قواعد المدينة، المادة 5/36.

⁴انظر المرجع 2 ص 193.

الطبيعة القانونية لعروض الشراء الإلزامية

المساهم المسيطر - تعارض المصالح - أقلية المساهمين

(دراسة تحليلية مقارنة)

د. محمود عبد الحليم

مجلة الدراسات القانونية والاقتصادية

في الشركة المستهدفة، فإنه وفقاً للمادة 6/36 ومن أجل التحذير من سيطرة مقدم العرض، يجب أن تتضمن مذكرة العرض بيانات محددة لذلك، وإلى أنه إذا نجح العرض سيجوز لمقدم العرض الحصول على أسهم إضافية - لا تخضع لأحكام المادة 3/36 - دون أن يترتب عليه التزام بتقديم عرض عام للاستحواذ بموجب المادة التاسعة. وعلاوة على ذلك، فمن أجل تقليل احتمالية عدم المساواة في معاملة المساهمين، يتعين تقديم عرض جزئي لجميع المساهمين في نفس فئة الأسهم المقدم بشأنها العرض. فإذا كانت الأسهم المقبولة أكثر من النسبة التي يرغب مقدم العرض في الاستحواذ عليها، فإنه يجب قبول العرض الجزئي على أساس تناسبي Pro Rata Basis فيما يتعلق بعدد الأسهم المطروحة من قبل كل مساهم.¹ وفي حالة العرض الجزئي للشركة التي لديها أنواع متعددة من الأسهم، فإنه إذا ما أعطت لمقدم العرض 30% أو أكثر من حقوق التصويت، فإنه يجب تقديم عرض مماثل لكل نوع من أنواع الأسهم.²

ويمكن القول بأنه فيما يتعلق بالمبدأ العام الأول الوارد في قواعد المدينة والمتعلق بالمعاملة المتساوية للمساهمين، فإن المساهمين في الشركة المستهدفة يحصلون على حماية واسعة النطاق، نظراً لأن قواعد المدينة لا تحكم فقط عرض استحواذ محدد، ولكن أيضاً يمتد نطاق الحماية ليشمل مرحلة ما قبل العرض ومرحلة ما بعد العرض.³ ومن ناحية أخرى، كما أشار بعض الفقه، فإن قواعد المدينة وخاصة المادة 36 تزيل إلى حد كبير الجزء

¹ قواعد المدينة، المادة 7/36.

² قواعد المدينة، المادة 8/36.

³ انظر المرجع 2 ص 191.

الأكثر ضرراً والمتمثل في إكراه المساهمين والتمييز بينهم، من خلال تقييد عروض الشراء الجزئية والعروض متعددة المراحل. ومن الناحية العملية، فهي تجبر مقدمو العروض الذين ينوون الحصول على السيطرة على الشركة المستهدفة على تقديم عرض عام لجميع أسهم الشركة المستهدفة.¹ ومن ناحية أخرى، ليس من المستغرب أن نجد أن العروض الجزئية ظاهرة نادرة نسبياً في المملكة المتحدة. وربما يرجع ذلك إلى أن العروض الجزئية في حد ذاتها لا تعتبر أسلوباً مفيداً من وجهة نظر مقدم العرض، بسبب القيود المفروضة بموجب قواعد المدينة.²

أما في الولايات المتحدة، فلا تحظر القوانين الفيدرالية أو قوانين الولايات عروض الشراء الجزئية أو العروض متعددة المراحل، حيث لا يقيد القانون سلطة مقدمي عرض الاستحواذ في إطلاق عرض لاحق مختلف للمساهمين المتبقين والذي قد يكون بسعر أقل.³

المطلب الرابع

العلاقة بين عرض الشراء الإلزامي والاستحواذ غير المباشر

يمكن تقسيم عمليات الاستحواذ بحسب تبعية السيطرة المحتملة على الشركة المستهدفة إلى استحواذ مباشر واستحواذ غير مباشر. فالاستحواذ المباشر هو الذي يترتب عليه قيام الشركة المستحوذة بنفسها وليس عن طريق

¹ انظر المرجع **Error! Bookmark not defined.** ص 570.

² على سبيل المثال فإنه في الفترة من 2000: 2005، لم يكن هناك أكثر من حالة واحدة كل سنة، مثل عرض الاستحواذ المقدم في أبريل 2000 من شركة Halifax للاستحواذ على 60% من رأس مال شركة 'St James'، وفي أبريل 2001 تم تقديم عرض من شركة Zoo Hotels للاستحواذ على 29% من رأس مال شركة Groucho Club London، وفي مارس 2003 قدمت شركة Carnival عرضاً للاستحواذ على 20% من أسهم شركة P&O Princess Cruises، وفي أبريل 2004 قدمت شركة GPG القابضة عرضاً للاستحواذ على 35% من رأس مال شركة De Vere، وفي ديسمبر 2005 قدمت شركة Amor Holdings عرضاً للاستحواذ على 51% من رأس مال شركة Partridge Fine Arts.

³ Paul Davies, *Gower and Davies Principle of Modern Company Law* (Sweet & Maxwell 2003), pp.

الطبيعة القانونية لعروض الشراء الإلزامية

المساهم المسيطر – تعارض المصالح – أقلية المساهمين

(دراسة تحليلية مقارنة)

د. محمود عبد الحليم

مجلة الدراسات القانونية والاقتصادية

إحدى شركاتها التابعة أو المرتبطة بالسيطرة على الشركة المستهدفة وتسيير شئونها بنفسها. أما الاستحواذ غير المباشر فهو الاستحواذ الذي يترتب عليه سيطرة الشركة المستحوذة على الشركة المستهدفة عن طريق إحدى شركاتها التابعة أو المرتبطة، بحيث يحصل المستحوذ غير المباشر على السيطرة الفاعلة على الشركة المستهدفة من خلال سيطرته على المستحوذ المباشر الذي استحوذ على الشركة المستهدفة.

فالاستحواذ غير المباشر أثار الكثير من الجدل فيما يتعلق بالشروط الواجب توافرها في عرض الاستحواذ ليعد استحواذاً غير مباشراً، حيث أن عملية الاستحواذ تتم في المقام الأول بين شركتين بينما تؤول السيطرة الفعلية لشركة ثالثة، ومثال ذلك هو عملية الاستحواذ التي تكون محلها الشركات الأم والشركات التابعة. لذا فالسؤال الرئيسي يتعلق بمعايير الاستحواذ المباشر والتي يخضع بوجودها لذات الشروط التي تنطبق على الاستحواذ غير المباشر.

وقد أجاب التشريع الإنجليزي¹ بوضوح على هذا التساؤل حيث وضع معايير للاستحواذ غير المباشر والذي

¹قواعد المدينة، المادة 8.

The chain principle

“Occasionally, a person or group of persons acting in concert acquiring shares resulting in a holding of over 50% of the voting rights of a company (which need not be a company to which the Code applies) will thereby acquire or consolidate control, as defined in the Code, of a second company because the first company itself is interested, either directly or indirectly through intermediate companies, in a controlling block of shares in the second company, or is interested in shares which, when aggregated with those which the person or group is already interested in, secure or consolidate control of the second company. The Panel will not normally require an offer to be made under this Rule in these circumstances unless either:

(a) the interest in shares which the first company has in the second company is significant in relation to the first company. In assessing this, the Panel will take into account a number of factors including, as appropriate, the assets, profits and market values of the respective companies. Relative values of 50% or more will normally be regarded as significant; or

عرفه بقاعدة التسلسل Chain Principle وذلك في المادة الثامنة من قواعد المدينة والتي اشترطت توافر أحد معيارين لتطبيق قواعد الاستحواذ المباشر على الاستحواذ غير المباشر وهما:

1- **جوهرية الأصل**، حيث يتم النظر إلى الشركة المستهدفة فإذا ما كانت تلك الشركة تعد أصلاً جوهرياً أو رئيسياً للشركة الأخرى فإن هذا الاستحواذ غير المباشر يخضع لذات الالتزامات التي يربتها الاستحواذ المباشر على الشركة المستحوذة مثل الالتزام بتقديم عرض الشراء الإلزامي، كما اشترطت تلك المادة أن تمثل الشركة المستهدفة المباشرة نسبة 50% من أرباح وأصول الشركة المستهدفة غير المباشرة للتدليل على أنها تعد أصلاً جوهرياً أو رئيسياً للشركة المستهدفة غير المباشرة.

2- **جوهر الغرض**، وفي هذه الحالة يتم النظر إلى الغرض الجوهري من عملية الاستحواذ، فإذا كان الغرض الأساسي من الاستحواذ على الشركة المباشرة هو السيطرة على الشركة غير المباشرة ففي هذه الحالة أيضاً يخضع المستحوذ لذات الالتزامات التي يربتها الاستحواذ المباشر.

وهنا تجدر الإشارة إلى أهمية النظر إلى قيمة الشركة التابعة للشركة الأم، فإذا كانت الشركة التابعة تعد شركة واحدة للشركة الأم ففي هذه الحالة يلتزم المستحوذ على الشركة الأم بتقديم عرض شراء إلزامي للشركة التابعة. ففي قضية استحواذ موبينيل، استحوذت شركة فرانس تليكوم على 100% من أسهم شركة موبينيل المالكة لنسبة 51% من أسهم الشركة المصرية لخدمات التليفون المحمول EMCS، وهذه النسبة هي كل ما تملكه شركة موبينيل من أصول، وهو ما يمثل أصلاً جوهرياً ووحيداً لشركة موبينيل.

(b) securing control of the second company might reasonably be considered to be a significant purpose of acquiring control of the first company.

The Panel should be consulted in all cases which may come within the scope of this Note to establish whether, in the circumstances, any obligation arises under this Rule.”

الطبيعة القانونية لعروض الشراء الإلزامية

المساهم المسيطر – تعارض المصالح – أقلية المساهمين

(دراسة تحليلية مقارنة)

د. محمود عبد الحلیم

مجلة الدراسات القانونية والاقتصادية

وبالرغم من صمت المشرع المصري في بيان أحكام الاستحواذ غير المباشر، حيث لم تتضمن لائحة سوق المال أية إشارة بتطبيق أحكام العرض الإلزامي في حالات الاستحواذ غير المباشر، إلا أنه في قضية استحواذ موبينيل والتي تعد إحدى منازعات الاستحواذ غير المباشر، ألزمت محكمة القضاء الإداري في حكمها في الدعوي رقم 12149 لسنة 64 قضائية شركة فرانس تليكوم بتقديم عرض شراء إلزامي لباقي أسهم الشركة المصرية لخدمات التليفون المحمول بعد استحواذها على 100% من أسهم شركة موبينيل.¹

وعلى الجانب الآخر فإذا كانت الشركة التي تم الاستحواذ عليها تمتلك العديد من الشركات التابعة، فإنه من المقترح عدم إلزام المستحوذ بقاعدة العرض الإلزامي إلا إذا كانت الشركة التابعة تمثل أصلاً رئيسياً من أصول الشركة الأم المستحوذ عليها أي إذا كانت الشركة التابعة تمثل نسبة كبيرة من حجم أعمال أو أصول الشركة الأم التي تم الاستحواذ عليها، حيث أن تطبيق قاعدة الاستحواذ الإلزامي في حالة الاستحواذ غير المباشر يعد استثناء من الأصل لا يجوز التوسع فيه بلا نص صريح.

والسبب في ذلك يرجع إلى أنه لو تم السماح بتطبيق قاعدة العرض الإلزامي بشكل مطلق مهما تعددت الشركات التابعة للشركة الأم التي تم الاستحواذ عليها ومهما كانت نسبة مساهمة الشركة التابعة في الشركة الأم، سيؤدي ذلك لاستحالة تنفيذها، ويرفع من تكلفة عملية الاستحواذ بشكل يفرغها من جدواها الاقتصادية، مما يدعو

¹ انظر المرجع 2.

الشركة المستحوذة للإعراض عن استخدام الاستحواذ كوسيلة للتركز الاقتصادي.¹

بالإضافة إلى أنه يمكن تحديد الشركات التابعة التي تمثل أصولاً رئيسية للشركة الأم المستهدفة بالاستحواذ عليها من خلال القياس على معيار الأطراف المرتبطة وفقاً لتعريفات المادة 326 من لائحة سوق المال، والتي تنص على أنه "يعد من الأشخاص المرتبطة الأشخاص الخاضعون للسيطرة الفعلية لشخص آخر"، كما تعرف السيطرة الفعلية بأنها "كل وضع أو اتفاق أو ملكية الأسهم أو حصص أيا كانت نسبتها تؤدي إلى التحكم في تعيين أغلبية أعضاء مجلس الإدارة أو في القرارات الصادرة منه أو من الجمعيات العامة للشركة المعنية"، وحيث أن المشرع المصري قد حدد تملك ثلث رأس مال الشركة المستهدفة كحدٍ موجب لتقديم عرض إلزامي، فيمكن الاسترشاد بأنه إذا كانت الشركة التابعة تمثل ثلث رأس مال الشركة الأم ففي هذه الحالة ينبغي على المستحوذ على الشركة الأم تقديم عرضاً إلزامياً لشراء الشركة التابعة.

الفصل الثاني

التأصيل التشريعي لعرض الشراء الإلزامي في القانون الأنجلوساكسوني

تمهيد وتقسيم:

عند النظر في المسائل القانونية التي تثيرها أنشطة الاستحواذ التي يتعين معالجتها من قبل قوانين الاستحواذ في المملكة المتحدة والولايات المتحدة، يمكن ملاحظة وجود نوعين من تعارض المصالح هما: (1) التعارض بين مصلحة مجلس الإدارة ومصلحة المساهمين في الشركة المستهدفة؛ (2) التعارض بين مصلحة مقدم عرض الاستحواذ ومصلحة المساهمين في الشركة المستهدفة.

¹ انظر المرجع 2، ص 143.

الطبيعة القانونية لعروض الشراء الإلزامية

المساهم المسيطر – تعارض المصالح – أقلية المساهمين

(دراسة تحليلية مقارنة)

د. محمود عبد الحليم

مجلة الدراسات القانونية والاقتصادية

من الجدير بالذكر أنه على الرغم من أن أسواق المال وقواعد حوكمة الشركات في كلاً من المملكة المتحدة والولايات المتحدة متماثلة نسبياً، إلا أن كل نظام قد اعتمد نهجاً مثيراً في تنظيم قواعد الاستحواذ. ومن أجل تحليل الاختلافات بين كلا النظامين، ستركز هذه المقارنة على كيفية تنفيذ عرض الاستحواذ الذي يؤثر على العلاقة بين مقدمي عروض الاستحواذ والمساهمين في الشركة المستهدفة وذلك بشيء من التفصيل فيما يلي:

المبحث الأول: التعارض في المصالح بين مقدمي العروض ومساهمي الشركة المستهدفة.
المبحث الثاني: أسباب اختلاف المعالجة التشريعية بين الأنظمة القانونية الأنجلوساكسونية.
المبحث الثالث: آثار تطبيق قاعدة عرض الشراء الإلزامي.

المبحث الأول

التعارض في المصالح بين مقدم العرض ومساهمي الشركة المستهدفة

تمهيد وتقسيم:

يجب على أي نظام قانوني لتنظيم عمليات الاستحواذ أن يقرر بعض الأحكام لمواجهة إمكانية الإكراه الذي قد يحدث عندما يحاول مقدم العرض من خلال تقديم عرض الشراء مباشرة إلى المساهمين للاستحواذ على أسهم في الشركة المستهدفة، والتي عادةً ما يكون الغرض منها هو السيطرة على تلك الشركة.¹ ولما كان تنظيم الاستحواذ يحاول حماية المساهمين في الشركة المستهدفة ضد الإجراءات القسرية لمقدمي العروض، فإنه من المحتمل أن يكون هناك تأثير سلبي على عمليات الاستحواذ المقترحة نفسها. حيث تهدف قواعد معاملة المساهمين على قدم المساواة

¹ انظر المرجع 1 ص 1745.

فيما يتعلق بالإفصاح عن المعلومات - التي تهدف إلى حماية مصالح المساهمين - إلى الحد من مكاسب مقدمي العروض عند الاستحواذ على الشركة المستهدفة، وبالتالي تقليل حوافزهم لإطلاق عروض الاستحواذ التي قد تضر بمساهمي الشركة.

ومن ثم، يمكن القول إن قواعد الاستحواذ تحدد كيفية تقاسم المكاسب من عملية الاستحواذ بين مقدمي العروض والمساهمين في الشركة المستهدفة، ومن ثم تقديم حوافز لكليهما لتقديم عرض الاستحواذ من قبل الشركة المستحوذة وقبول العرض من قبل المساهمين.¹ وقد تكون اختلاف المعالجة التشريعية لكل نظام قانوني ناجمة عن وجهات نظر مختلفة بشأن التسامح مع مبدأ عدم المساواة بين المساهمين والإكراه في عمليات الاستحواذ العدائية. حيث أنه بالنظر إلى مدى التنظيم الذي يهدف إلى معالجة تكاليف الإكراه والتنسيق للمساهمين المستهدفين فإن ذلك قد يؤثر على حوافز مقدمي العروض المحتملين لإطلاق عرض الاستحواذ. وبناء على ما سبق فقد تجاوز المشرع البريطاني نظام الولايات المتحدة لحماية مصالح المساهمين المستهدفين من عمليات الاستحواذ العدائية وذلك من خلال اعتماده لقاعدة عروض الشراء الإلزامية ("Mandatory Bid Rule" **MBR**) والتي لا ينظمها القانون الأمريكي.² وسيتم بيان ذلك في،

المطلب الأول: موقف القانون الانجليزي.

المطلب الثاني: موقف القانون الأمريكي.

¹ Mike Burkart & Fausto Panunzi, *Mandatory Bids, Squeeze-Outs and Similar Transactions, in REFORMING COMPANY AND TAKEOVER LAW IN EUROPE* 739 (Guido Ferrarini et al. eds., OXF. Univ. Press 2004).

² Robert B. Thompson, *Takeover Regulation After the 'Convergence' of Corporate Law*, 24 SYDNEY L. REV. 323, 334 (2002).

الطبيعة القانونية لعروض الشراء الإلزامية

المساهم المسيطر - تعارض المصالح - أقلية المساهمين

(دراسة تحليلية مقارنة)

د. محمود عبد الحليم

مجلة الدراسات القانونية والاقتصادية

المطلب الأول

موقف القانون الانجليزي

في المملكة المتحدة - كما سبق الإيضاح - تحظر قواعد المدينة إكراه المساهمين والتميز بينهم عن طريق التقييد الشديد للعروض الجزئية ومتعددة المراحل. حيث اشترطت وجوب أن يكون المقابل الذي سيتم دفعه للسيطرة على الشركة المستهدفة متساوياً لكل المساهمين من نفس الفئة ومتناسباً أيضاً بين المساهمين من الفئات المختلفة. وعلاوة على ذلك، ينبغي أن يعامل أولئك الذين يقبلون عرض الشراء العام والذين يبيعون أسهمهم لمقدم العرض خارج عملية العرض على قدم المساواة. وبالتالي، فإذا اشترى مقدم العرض أسهماً من السوق خلال فترة العرض ولكن بسعر أعلى، فإنه يجب رفع سعر العرض إلى مستوى الشراء من السوق.

الأهم من ذلك، فإن قواعد المدينة قد أدخلت قاعدة العروض الإلزامية كجزء من الإجراءات العادلة والتي تعد السمة الرئيسية لها. والتي تفرض التزاماً على مقدم العرض الذي حصل على السيطرة على الشركة المستهدفة لتقديم عرض عام لجميع الأسهم المتبقية من المساهمين في الشركة المستهدفة الذين لم يتم شراء أسهمهم في فترة العرض الأصلي ودفع نفس السعر لجميع المساهمين الراغبين في البيع بعد أن أصبحوا أقلية في الشركة. وقد ذهب بعض الفقه إلى أن هذه القاعدة تهدف إلى ضمان طريق خروج لمساهمي الأقلية في حالة تغيير السيطرة على الشركة بعد نجاح العرض، وضمان معاملة متساوية لجميع المساهمين من حيث المضمون.¹ وبسبب هذه القاعدة، يجب أن يكون لدى جميع مقدمي العروض الذين يحاولون الحصول على الحصة المسيطرة في الشركة أموال كافية حتى يكونوا على

¹ Carla M. Slaughter, *Rights Offerings, Takeovers and US Shareholders*, 23 CO. LAW. 42, 53 (2002).

استعداد لشراء جميع أسهم الشركة المستهدفة.

المطلب الثاني

موقف القانون الأمريكي

من أجل تحقيق العدالة وتكافؤ الفرص لجميع المستثمرين، فإن التشريعات الفيدرالية التي تنظم الأحكام المتعلقة بالأوراق المالية توضح أن أي شراء للأوراق المالية التي تصل حداً معيناً من الملكية سيؤدي إلى التزام بالإفصاح الفوري والكامل عن المعلومات المتعلقة بهذا الاستحواذ. حيث كان يهدف قانون ويليامز للتعامل مع تكتيكات الأولوية بالأسبقية First-Come, First-Served، والتي كان يستخدمها مقدمي عروض الاستحواذ لإكراه المساهمين على قبول العرض. فعند تقديم المستحوذ عرضاً للحصول على السيطرة، فإن القوانين توفر للمساهمين المستهدفين فرصة متساوية لبيع جميع أسهمهم أو بيعها على أساس تناسبي وبنفس الشروط وذلك في حالة تجاوز عدد الأسهم المعروضة من قبل المساهمين لعدد الأسهم المطلوبة من قبل مقدم العرض. كما أن هذه الحقوق تعطي الفرصة لمساهمي الأقلية لبيع أسهمهم جزئياً، على أساس تناسبي مع جميع البائعين المحتملين لأسهمهم.¹

ومع ذلك - خلافاً لنظام المملكة المتحدة الذي ينظم أحكام العروض الإلزامية - لا يذهب قانون ويليامز إلى حد إلزام مقدم العرض الذي حصل على الحصة المسيطرة عن طريق شراء نسبة كبيرة من الأسهم، بتقديم عرض إلزامي لجميع الأسهم المتبقية من أجل إعطاء أقلية المساهمين فرصة الخروج الكامل من الشركة. حيث يسمح القانون لمقدمي العروض شراء كتلة مسيطرة من الأسهم عن طريق اتفاق خاص مع المساهمين المسيطرين دون تقديم أي عرض للمساهمين المتبقين في الشركة المستهدفة. وكما قال العميد كلارك، "إن الرد التقليدي الذي تقدمه المحاكم هو

¹ William D. Andrew, *The Stockholder's Right to Equal Opportunity in the Sale of Shares*, 78 HARV. L. REV. 505, 515 (1965).

الطبيعة القانونية لعروض الشراء الإلزامية

المساهم المسيطر - تعارض المصالح - أقلية المساهمين

(دراسة تحليلية مقارنة)

د. محمود عبد الحليم

مجلة الدراسات القانونية والاقتصادية

أن بيع الحصة المسيطرة للأوراق المالية بسعر مميز لا يعد مسلكاً خاطئاً في حد ذاته.¹ لذلك، فإنه لا يمكن العثور على أية أحكام تتعلق بعرض الشراء الإلزامي في التنظيمات الفيدرالية في الولايات المتحدة فلا تحظى تلك القاعدة بأي دعم في قوانين الولايات المتحدة. بالإضافة إلى ذلك، فإن القوانين في الولايات المتحدة لا تحظر عروض الشراء الجزئية أو العروض متعددة المراحل، وهو ما يتعارض تماماً مع فلسفة عرض الشراء الإلزامي، حيث يسمح لمقدمي العروض بإطلاق عرض لاحق مختلف للمساهمين المتبقين والذي قد يكون بسعر أقل.²

المبحث الثاني

أسباب اختلاف المعالجة التشريعية بين الأنظمة القانونية

تمهيد وتقسيم:

أوضحت الدراسة أعلاه أن قوانين المملكة المتحدة والولايات المتحدة قد اتبعنا نهجاً مختلفة في تنظيم عمليات الاستحواذ. بيد أن أسباب هذا الاختلاف ليست واضحة تماماً بالرغم من كلا النظامين ينتميان لنظام القانون العام. وفي هذا الصدد، سيتم تسليط الضوء على أسباب وجود هذه الاختلافات وفقاً لما يلي.

المطلب الأول: الغاية التشريعية لعروض الشراء الإلزامية.

المطلب الثاني: التوازن الوظيفي لمجلس الإدارة في عمليات الاستحواذ.

¹ انظر المرجع 2.

'the conventional answer given by the courts is that the sale of a control block of stock at such a premium price is not wrong per se'

² انظر المرجع 3 ص 177.

المطلب الأول

الغاية التشريعية لعروض الشراء الإلزامية

يستند المبدأ الأساسي من قواعد الاستحواذ في المملكة المتحدة بموجب قواعد المدينة ونظام القانون العام على افتراض أن عمليات الاستحواذ العدائية تعد جزءاً هاماً من سوق الأسهم المفتوحة والفعالة ذات الكفاءة. وهكذا، فعند النظر في تضارب المصالح بين مجلس الإدارة والمساهمين في الشركة المستهدفة، كان القانون الإنجليزي منفتحاً على عمليات الاستحواذ العدائية حيث أعطي الأولوية لاختيار المساهمين ولمعيار دور السوق في السيطرة على الشركات Market For Corporate Control¹. لقد أصر القائمون على تنظيم عمليات الاستحواذ في المملكة المتحدة على عدم المساس بمبدأ حرية السوق، وأنه ينبغي أن يسمح للمساهمين بالبت في بيع أسهمهم في مثل هذه العروض. لذلك، فإن المبدأ الأساسي لقانون الاستحواذ في المملكة المتحدة يتمثل في حماية مصالح المساهمين دون تعطيل الاستقلالية التي يتمتع بها السوق في السيطرة على الشركات². وبناء على ذلك، فإن القواعد التي تحكم عمليات الاستحواذ مصممة لتفادي العقبات التي تحول دون تقديم عروض الاستحواذ العدائية، وضمان أن يتمتع المساهمون بالحق في تقرير بيع أسهمهم عند مواجهة عرض الاستحواذ، وأن مجلس الإدارة لا يمكن أن يحبط هذا الحق الممنوح للمساهمين باستخدام التدابير الدفاعية المختلفة³.

ونظراً لأن المبدأ الأساسي لقواعد الاستحواذ في المملكة المتحدة هو تحقيق العدالة والمساواة بين المساهمين

¹ CHRISTIN M. FORSTINGER, TAKEOVER LAW IN THE EU AND THE USA: A
74 (2002). COMPARATIVE ANALYSIS

ENGLISH AND ² William Underhill & Andreas Austmann, *Defence Tactics, in TAKEOVER IN*
Publishing, 2002). GERMAN LAW 87 (Jennifer Payne ed., Hart

³ ADOLF A. BERLE & GARDINER C. MEANS, THE MODERN CORPORATION AND PRIVATE
PROPERTY 97 (1991).

الطبيعة القانونية لعروض الشراء الإلزامية

المساهم المسيطر – تعارض المصالح – أقلية المساهمين

(دراسة تحليلية مقارنة)

د. محمود عبد الحليم

مجلة الدراسات القانونية والاقتصادية

في الشركة المستهدفة، فإن قواعد المدينة لا تحكم فقط عرض الاستحواذ المعلن، بل تنظم أيضاً أحكام المرحلة السابقة Pre-Offer واللاحقة Post-Offer للعرض. وفي إطار السعي إلى تعزيز المساواة بين المساهمين، فهناك قاعدتان نصت عليهما قواعد المدينة، وهما قاعدة عدم إحباط العروض NFR وقاعدة عرض الشراء الإلزامي MBR، واللذان تخدمان غرض حماية المساهمين المستهدفين من إكراه مقدم العرض من ناحية واستغلال مجلس الإدارة في الشركة المستهدفة من ناحية أخرى.¹ وهاتان القاعدتان، كما أشار بعض الفقه، هما اللتان تمثلان تناقضاً حاداً مع نظام الاستحواذ في الولايات المتحدة، من خلال إظهار موقفاً بريطانياً تقليدياً وأكثر تحفظاً تجاه حماية حقوق المساهمين في الشركة المستهدفة.²

وعلى الجانب الآخر، ففي المستوى الفيدرالي في الولايات المتحدة، فإن المشرع يسعى فقط لحماية المستثمرين، في حين لا يميل إلى حماية مقدمي العروض، أو مجلس الإدارة في الشركة المستهدفة. حيث أن القانون الفيدرالي لا يحابي عمليات الاستحواذ وليس ضدها، بل يهدف إلى خلق فرص متكافئة بين المجلس المستهدف ومقدمي العروض من خلال تمكين المساهمين من اتخاذ قرارات عقلانية تستند إلى معلومات كاملة.³ فقانون ويليامز

¹ انظر المرجع 2.

Takeover Regulation: Historical and Theoretical Perspectives on the City Code, Johnston, ² Andrew S. 66 CAMBRIDGE L.J. 422, 429 (2007).

³ قانون ويليامز ينتهج سياسة الحياد، انظر المرجع

William C. Tyson, *The Proper Relationship Between Federal and State Law in the Regulation of Tender Offers*, 66 NOTRE DAME L. REV. 241, 279-78 (1990).

قانون إجرائي يركز على قواعد الإفصاح، بهدف ضمان المساواة في بين المساهمين فيما يتعلق بالمعلومات والإجراءات، وذلك لمنع البيع الجبري للأسهم أو بأقل من قيمتها.¹

أما على مستوى الولايات، فإن تصميم قانون الاستحواذ هو أكثر حماية لمصالح مجلس الإدارة من مصالح المساهمين فيما يتعلق بتوزيع السلطات والاختصاصات في الشركات المستهدفة. ويقال إن الدافع وراء تبني هذا الاتجاه هو فكرة الشخصية المستقلة للشركة التي تم التأكيد عليها تاريخياً من قبل صناع مشرعي الولايات المتحدة.² وكجهة مستقلة، أعطي القانون لمجلس الإدارة سلطة أكبر بكثير من تلك الممنوحة له بموجب قانون المملكة المتحدة. وبالتالي، فإنه في سياق عرض الاستحواذ العدائي، فإن مجلس الإدارة في الشركة المستهدفة يلعب دوراً رئيسياً في القانون الأمريكي من خلال السماح له باستخدام التكتيكات الدفاعية دون الحاجة إلى موافقة المساهمين. وتشير التطبيقات القضائية إلى أن المسائل المتعلقة بممارسة الشركة لسلطتها على أصولها أو فيما يتعلق بحقوقها أو التزاماتها تقع في نطاق اختصاص مجلس إدارتها.³ ونتيجة لذلك، ينبغي أن يكون تنفيذ التدابير الدفاعية من اختصاص مجلس الإدارة الذي يمارس سلطاته لإدارة أعمال الشركة. وكما أشار بعض الفقه، فالقانون الأمريكي أقل استجابة لتضارب المصالح بين مجلس الإدارة والمساهمين في الشركة المستهدفة، ولكنها أكثر استجابة للحجة القائلة بأن سلطة قبول الاستحواذ يتم التعامل معها بنفس الطريقة التي يتم بها النظر في القرارات الأساسية الأخرى الخاصة بأنشطة الشركة والتي يختص بها مجلس الإدارة دون المساهمين.⁴

¹ Harald Baum, *Takeover Law in the EU and Germany: Comparative Analysis of a Regulatory Model*, 3 J.L. & POL. 60, 63 (Univ. of Tokyo, 2006).

² David DeMott, *Current Issues in Tender Offer Regulation: Lessons from the British*, 58 N.Y.U. L. REV. 945, 1004 (1983).

³ *Blasius Industries Inc. v. Atlas Corp.*, Civ Action No 9720 (Del. Ch 1988).

⁴ Paul L. Davies, *Shareholder Value, Company Law and Securities Markets Law - A British View*, In CAPITAL MARKETS AND COMPANY LAW 271 (Klaus J. Hopt & Eddy Wymeersch eds., OXF. Univ. Press 2000).

الطبيعة القانونية لعروض الشراء الإلزامية

المساهم المسيطر - تعارض المصالح - أقلية المساهمين

(دراسة تحليلية مقارنة)

د. محمود عبد الحليم

مجلة الدراسات القانونية والاقتصادية

المطلب الثاني

التوازن الوظيفي لمجلس الإدارة في عمليات الاستحواذ

ترتبط مصالح الشركات المستهدفة في المملكة المتحدة ارتباطاً وثيقاً بأولويات المساهمين فيها. وهكذا، فإنه وفقاً لبعض الفقه - من الناحية النظرية على الأقل - سيتم دحض الرضا الإداري *Managerial Complacency* لمجلس الإدارة من خلال أولويات المساهمين *Shareholder Primacy*، جنباً إلى جنب مع التركيز على قوة المستثمرين المؤسسيين.¹ وبناء على هذا الرأي، فإن تنظيم الاستحواذ في المملكة المتحدة لم يعطي الحرية الكافية للسماح لمجلس الإدارة في الشركة المستهدفة باستخدام تدابير الاستحواذ الدفاعية التي قد تضر بمصالح المساهمين. فعند مواجهة تهديد الاستحواذ، يسمح للمجلس المستهدف فقط بالمناورة في الحالات الثلاث التالية: (1) إقناع المساهمين بممارسة حقوقهم بطريقة معينة، مثل إقناعهم برفض العرض، من خلال تقديم بيان مفصل عن المكاسب والخسائر التي ستتكبدها الشركة في حالة الاستحواذ عليها؛ (2) إثارة مخاوف محتملة لسلطات المنافسة بشأن مخاطر عملية الاستحواذ على سوق المنافسة لعرقلة العرض؛ (3) السعي لإيجاد منافسين لمقدم العرض للاستحواذ على الشركة (الفارس النبيل *White Knight*). وقد أشار بعض الفقه إلى أن نجاح أيّاً من الحالات الثلاثة سألقة الذكر، يعتمد على قدرات إدارة الشركة المستهدفة في الإقناع؛ حيث أنه في كلاً من الحالات السابقة يعتمد القرار النهائي

¹ Janice Dean, *Directors' Duties in Response to Hostile Takeover Bid*, 14 INT'L CO. & COM. L. REV. 370, 371 (2003).

بشأن نجاح هذه التحركات الدفاعية على أشخاص آخرين.¹ وهذا يجعل سلطات مجلس إدارة الشركة المستهدفة في المملكة المتحدة أكثر تقييداً مما هو عليه الحال في الولايات المتحدة عند مواجهة عرض الاستحواذ العدائي. أما من وجهة نظر مقدم العرض فيعد موقفه أقل تقييداً، لأنه من الممكن تخطي مجلس الإدارة القائم والتوجه مباشرة إلى المساهمين المستهدفين دون مواجهة إجراءات دفاعية، مثلما يحدث في الولايات المتحدة. ومع ذلك، فإن قاعدة عرض الشراء الإلزامي MBR التي أدخلتها قواعد المدينة للحد من المعاملة التمييزية للمساهمين المستهدفين، تلزم مقدم العرض الذي يحوز أكثر من 30% من أسهم الشركة المستهدفة لإطلاق عرض عام لجميع المساهمين الباقين في الشركة المستهدفة.

وبالتالي، فإن لوائح الاستحواذ في المملكة المتحدة لا تتطوي على تفضيل مجلس الإدارة المستهدف أو مقدمي العروض، ولكنها تهدف ابتداءً لحماية مصالح المساهمين. وكما أكد بعض الفقه، فإن قواعد المدينة تتحاز بشدة إلى جانب المساهمين وهو ما يؤثر سلباً على حرية مجلس الإدارة وأطراف عمليات الاستحواذ والاندماج في التصرف.² وفي إطار السعي إلى إعطاء الأولوية للمساهمين، تم تقييد سلطات مجلس الإدارة المستهدف ومقدم عرض الاستحواذ، ومن ثم، تم بنجاح تحقيق توازن بين هذين الطرفين.

ويمكن استنتاج أن نظام الاستحواذ في المملكة المتحدة قد أوجد التوازن الوظيفي لمجلس الإدارة والمساهمين من خلال قاعدة عرض الشراء الإلزامي. حيث أن هذه القاعدة ترفع بشدة تكاليف عملية الاستحواذ لأنها تجبر المستحوذ على شراء أسهم أكثر مما يحتاج للسيطرة على الشركة المستهدفة. ولهذا قد تؤدي هذه القاعدة إلى الإحجام عن بعض عمليات الاستحواذ، حيث قد لا يكون لدى المستحوذ المحتمل أموال كافية لدفعها لمساهمي الشركة

¹ انظر المرجع 3 ص 784.

² RONALD W. MOON, BUSINESS MERGERS AND TAKEOVER BIDS 137 (3rd ed., Gee Publishing, 1968).

الطبيعة القانونية لعروض الشراء الإلزامية

المساهم المسيطر – تعارض المصالح – أقلية المساهمين

(دراسة تحليلية مقارنة)

د. محمود عبد الحليم

مجلة الدراسات القانونية والاقتصادية

بأكملها. وبالتالي، فإن قاعدة العرض الإلزامي قد تكون أيضاً لصالح مجلس الإدارة في الشركة المستهدفة، لأنها تجعل عمليات الاستحواذ أكثر تكلفة وتصبح كأنها تدبير دفاعي ضد الاستحواذ من وجهة نظر مجلس الإدارة المستهدف.¹

ويتضح مما سبق أنه في ظل نظام الاستحواذ في المملكة المتحدة، وخصوصاً مع وجود قاعدتي العرض الإلزامي وعدم الإحباط، فإن هناك توازن في التأثير بين مجلس الإدارة المستهدف ومقدم العرض من خلال الموازنة بين ارتفاع تكلفة الاستحواذ بالنسبة لمقدم العرض وفقاً لقاعدة العرض الإلزامي من جهة وبين قاعدة عدم الإحباط التي تقيد مجلس الإدارة المستهدف من ناحية أخرى. وكما لاحظ بعض الفقه، أن هذه القواعد معاً قد قيدت كل من مقدمي العروض والمجلس المستهدف خلال عمليات الاستحواذ العدائية.²

وعلى النقيض من ذلك، فإن قانون ويليامز الفيدرالي، والذي يعد واحداً من أهم تشريعات الأوراق المالية في تنظيم الاستحواذ في الولايات المتحدة، والمعني بتنظيم قواعد الإفصاح في المقام الأول، قد أقره الكونجرس بسبب الخوف من أن عروض الشراء العامة لم تكن تضع اشتراطات بالإفصاح وفقاً لقانون الأوراق المالية الفيدرالي. وكانت أحكامه موجهة إلى أنشطة الشركات التي تسعى إلى الدخول في عمليات الاستحواذ العدائية، بهدف حماية المساهمين المستهدفين من الاستحواذ السري أو القسري. ولذلك فهي تقتصر فقط على تنظيم إجراءات عرض الشراء العام، مثل

¹ انظر المرجع 1 ص 61.

² William Magnuson, *Takeover Regulation in the United States and Europe: An Institutional Approach*, PACE INT'L L. REV. 205, 219 (2009). 21

إلزام مقدم العرض ببقاء العرض مفتوحاً لفترة معينة من الزمن، والإفصاح عن المعلومات ذات الصلة من كل من المجلس المستهدف ومقدم العرض كما أنها تنظم محتوى وتوقيت الاتصالات مع المساهمين المستهدفين. ومع ذلك، فإنه خلافاً لقواعد المدينة في المملكة المتحدة - التي تتعلق بضمان مبدأ العدالة للمساهمين خلال كافة مراحل عرض الاستحواذ من خلال وضع قيود أكثر قوة على مضمون وطبيعة عرض الاستحواذ - فإن قانون ويليامز لا يتناول مباشرة المسائل المتعلقة بالعدالة الموضوعية لعمليات الاستحواذ على الشركات أو التكتيكات الدفاعية لمواجهتها.¹ إلا أنه يختلف عن قواعد المدينة في صمته حول دور المجلس المستهدف في اعتماد دفاعات الاستحواذ عند مواجهة عرض الاستحواذ العدائي.

بالإضافة إلى أن هناك بعض الأحكام الموضوعية في قانون ويليامز تقلل من عناصر الإكراه التي تضر بالمساهمين في عروض الشراء العامة، عن طريق حظر قاعدة الأولوية بالأسبقية *First-Come First-Served*، والإلزام بمعاملة المساهمين المستهدفين على قدم المساواة. ومع ذلك، ينبغي أن يوضع في الاعتبار أن عروض الشراء الجزئية ومتعددة المراحل مازالت موجودة كوسائل استحواذ مشروعة في الولايات المتحدة، كما هو الحال في التدابير الدفاعية الأخرى وقوانين مكافحة الاستحواذ.² حيث يجوز لمقدم العرض البدء في عروض من مستويين لأقل من 100% من الأسهم المستهدفة طالما يتم الإفصاح الدقيق عنها من قبل مقدم العرض. وكما أشار بعض الفقهاء، فإنه على الرغم من أن تمرير قانون ويليامز قد أدي بداءة لتباطؤ نمو حركة عمليات الاستحواذ في الولايات المتحدة، فقد حاول مقدمو العروض العدائية بطرق مختلفة إحباط متطلبات قانون ويليامز واستعادة الميزات التي كانت متاحة

¹ Thomas Hurst, *The Regulation of Tender Offers in the United States and the United Kingdom: Self-Regulation Versus Legal Regulation*, 12 N.C. J. INT'L L. & COM. REG. 389, 401 (1987).

² Christian Kirchner & Richard W. Painter, *European Takeover Law - Towards a European Modified Business Judgment Rule for Takeover Law*, 1 EUR. BUS. ORG. L. REV. 353, 374 (2000).

الطبيعة القانونية لعروض الشراء الإلزامية

المساهم المسيطر - تعارض المصالح - أقلية المساهمين

(دراسة تحليلية مقارنة)

د. محمود عبد الحليم

مجلة الدراسات القانونية والاقتصادية

قبل صدوره.¹

ففي حالة عرض الاستحواذ متعدد المراحل، يقوم مقدم العرض بإطلاق عرض شراء عدائي لجزء من أسهم الشركة المستهدفة وهو أمر ضروري للحصول على السيطرة على أغلبية المساهمين، ويسعر أعلى من سعر السوق للمساهمين الذين سيوافقون على بيع أسهمهم في هذه المرحلة وهذا يمثل المستوى الأول لعملية الاستحواذ النهائية، ثم بعد ذلك بوقت قصير يتم إخراج باقي المساهمين الذين رفضوا الموافقة على عرض الشراء في المستوي الأول - الذين أصبحوا يشكلون أقلية من المساهمين - بسعر أقل من السعر الذي تم دفعه للمساهمين الذين باعوا أسهمهم في المستوى الأول. ويتمثل تأثير عرض الشراء متعدد المراحل في إلزام المساهمين على قبول البيع في المرحلة الأولى بدلاً من المخاطرة بالحصول على سعر أقل في المرحلة الثانية.² حيث يقوم مقدم العرض بالإفصاح المسبق للمساهمين بالأسعار التي سيتم بها شراء الأسهم في المرحلة الثانية. وحتى إذا كان سيتم تقديم نفس سعر المرحلة الأولى في المرحلة الثانية، فإن هذا السعر لا يمكن للمساهمين الحصول عليه إلا في وقت لاحق، وربما يكون في شكل سندات Debt Securities ذات قيمة غير مؤكدة، ودون فوائد تغطي الفترة بين استلام السندات والحصول على قيمتها.

ونتيجة لذلك، فإن المساهم المستهدف لا يستطيع رفض عرض المرحلة الأولى ما لم يتأكد من رفض عدداً

¹ PATRICK A. GAUGHAN, MERGERS WHAT CAN GO WRONG AND HOW TO PREVENT IT 13 (2004).

² Louis Lowenstein, *Pruning Deadwood in Hostile Takeovers: A Proposal for Legislation*, 83 COLUM. L. REV. 249, 249 (1983).

كبيراً من المساهمين الآخرين بما يكفي لإحباط العرض. ومع ذلك، وكما ذكر الأستاذ كوفي John C. Coffee Jr، أن المعضلة تكمن في أنه نظراً لعدم قدرة أي مساهم على الاعتماد على ما سيقوم به المساهمون الآخرون، فإنهم لا يستطيعون تنسيق أعمالهم من أجل رفض العرض غير المرضي والتفاوض للحصول على سعر أعلى.¹ وقد أطلق بعض الفقه على هذا الوضع "معضلة السجين Prisoner's Dilemma".² فالمساهم الراض للعرض، اعتقاداً منه بعدم ملاءمته، ليس لديه وسيلة للتواصل والتنسيق مع المساهمين الآخرين. فإذا اختار المساهم رفض المستوى الأول من العرض، فإنه سيكون في وضع أسوأ إذا تمت الخطوة الثانية بسعر أقل بعد نجاح المستوى الأول من العرض نظراً لقبوله من مساهمين آخرين. ومن ثم، فإنه من غير المحتمل أن يرفض المساهمون الذين لا يستطيعون التنسيق مع المساهمين الآخرين عرض الاستحواذ لأنهم بذلك يصبحون عرضة للخطر عند نجاح العرض وموافقة المساهمين الآخرين.³

وعلى سبيل المثال، تم استحداث آلية الأقراص السامة، في الثمانينيات من القرن الماضي كحل للتصدي لظهور عرض الاستحواذ متعدد المراحل والذي يستخدمه مقدمو العروض لإلزام المساهمين على بيع أسهمهم بأسعار غير عادلة. فكما سبق الإشارة في قضية موران Moran، أيدت المحكمة العليا في ديلاوير استخدام وسيلة الأقراص السامة على أساس أنها يمكن أن تحمي المساهمين المستهدفين من عرض الاستحواذ القسري متعدد المراحل، وذلك

¹ John C. Coffee Jr., *Partial Justice: Balancing Fairness and Efficiency in the Context of Partial Takeover Offers*, 3 CO. & SEC. L.J. 216, 227 (1985).

'the heart of the dilemma is that, because no shareholder can rely on what other shareholders will do, they cannot coordinate their actions in order to reject the unsatisfactory offer and negotiate for a higher price'

² Lucian A. Bebchuk, *The Case for Facilitating Competing Tender Offers*, 95 HARV. L. REV. 1028, 1040 (1982).

³ William J. Carney, *Shareholder Coordination Costs, Shark Repellents and Takeout Mergers: The Case Against Fiduciary Duties*, 8 AM. B. FOUND. RES. J. 341, 341 (1983).

الطبيعة القانونية لعروض الشراء الإلزامية

المساهم المسيطر - تعارض المصالح - أقلية المساهمين

(دراسة تحليلية مقارنة)

د. محمود عبد الحليم

مجلة الدراسات القانونية والاقتصادية

من خلال التأكيد على أن المساهمين في المرحلة الأخيرة من عرض الاستحواذ سيحصلون على تعويض مناسب¹. وفي الواقع - كما لاحظ بعض الفقه - فإن استمرار اعطاء المشروعية للاستحواذ القسري في الولايات المتحدة يوفر مبرراً قوياً لزيادة اعتماد التدابير الدفاعية من قبل المجلس المستهدف.² ويمكن أن نرى من موجات عمليات الاستحواذ العدائية في أواخر السبعينيات وأوائل الثمانينيات من القرن الماضي أن دولاً عديدة بدأت تسمح باستخدام التدابير الدفاعية أكثر فأكثر، حيث ازداد تهديد إدارة الشركة القائمة من عمليات الاستحواذ العدائية أكثر. كما وسعت المحاكم بصورة متزايدة من عدد الحالات التي يمكن للمجالس المستهدفة أن تستخدم فيها تكتيكات دفاعية لإعاقة العروض العدائية. وذهب البعض إلى أن تطور القانون في ولاية ديلاوير بشأن استخدام التكتيكات الدفاعية هو انعكاس لهذا الاتجاه، والذي تم إتباعه من قبل قوانين بعض الولايات الأخرى في الولايات المتحدة.³

لذلك - كما أشار الأستاذ سوبرامانيان Subramanian - فإنه على الرغم من أن القانون الأمريكي لا يحظر عروض الاستحواذ القسرية مثل العروض متعددة المراحل، فإن مشكلة إلزام المساهمين على بيع أسهمهم حتى لو كانوا لا يريدون القيام بذلك تم حلها من خلال تمكين مجلس إدارة الشركة المستهدفة من استخدام التدابير الدفاعية ضد هذه العروض القسرية.⁴ ففي النظام الأمريكي، فإن مجلس الإدارة المستهدف هو الذي لديه سلطة تقرير ما إذا

¹ Moran v. Household International Inc., 500 A 2d 1346 (Del. 1985).

² CHRISTIN M. FORSTINGER, TAKEOVER LAW IN THE EU AND THE USA: A 84 (2002). COMPARATIVE ANALYSIS

& Allen Ferrell, A New Approach to Takeover Law and Regulatory ³ Lucian Arye Bebchuk VA. L. REV. 111, 116 (2001). Competition, 87

⁴ انظر المرجع 2 ص 385.

كان عرض الاستحواذ يشكل تهديداً للمساهمين أم لا، وكذلك صلاحية استخدام التدابير الدفاعية المناسبة فيما يتعلق بالتهديد الذي يمثله عرض الاستحواذ وفقاً لقاعدة احترام القرار التجاري المتطورة Enhanced Business Judgement Rule. وكما أشار بعض الفقه، فإن تنظيم الاستحواذ في النظام الأمريكي أعطى قدراً كبيراً من الحرية للاستحواذ على الشركات.¹ حيث يمكن لمقدمي العروض ببساطة تقديم عرض للاستحواذ على أي عدد من الأسهم في الشركة المستهدفة، وفي المقابل يمكن للمجلس المستهدف استخدام التدابير الدفاعية ضد العرض الذي قدمه المستحوذ مباشرة للمساهمين.

وعلاوة على ذلك، فإن تمكين مجلس الإدارة في الولايات المتحدة إلى حد أكبر مما هو عليه في المملكة المتحدة يعتبر حاجزاً لحماية مساهمي الأقلية في الشركة المستهدفة ضد حرمانهم غير المرغوب فيه من الفوائد الخاصة بهم في الشركة من قبل المساهمين المسيطرين.² ويمكن القول بأن قاعدة العروض الإلزامية ليست ضرورية في الولايات المتحدة كما هو الحال في المملكة المتحدة. كما أنه يمكن حل مشاكل التنسيق بين المساهمين من خلال قدرة المجلس المستهدف على إحباط عرض الاستحواذ.

وفي الختام، فإن التوازن بين مجلس إدارة الشركة المستهدفة بعرض الاستحواذ ومقدم هذا العرض قد تم إنجازه بشكل جيد في الولايات المتحدة لأن كلاً من المجلس المستهدف ومقدم العرض قد حصلوا بالتساوي على الأدوات القانونية اللازمة للتفاوض في عملية الاستحواذ.

¹ William Magnuson, *Takeover Regulation in the United States and Europe: An Institutional Approach*, PACE INT'L L. REV. 205, 206 (2009). 21

² João Marcelo G. Pacheco, *Bifurcation or Parallel Routes? In Search of US Functional Substitutes for the British Post-Takeover Mandatory Bid Rule 31 (2006)* (LLM Degree Dissertation, The London Sch. of Econ. & Pol. Sci.), available at: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=946208

الطبيعة القانونية لعروض الشراء الإلزامية

المساهم المسيطر – تعارض المصالح – أقلية المساهمين

(دراسة تحليلية مقارنة)

د. محمود عبد الحليم

مجلة الدراسات القانونية والاقتصادية

المبحث الثالث

آثار تطبيق قاعدة عرض الشراء الإلزامي

تمهيد وتقسيم:

مثلت الآراء الفقهية في حوكمة الشركات تحدياً مستمراً لقواعد الاستحواذ في القانونين الإنجليزي والأمريكي على حدٍ سواء. حيث وُجه الكثير من النقد لتلك القواعد في كلا البلدين وخاصة فيما يتعلق بحماية المساهمين في الولايات المتحدة وأثرها على الاقتصاد ككل. وقد وُجّهت أوجه النقد بدورها للنظام الإنجليزي الذي يحظر بشكل كبير التدابير الدفاعية لمجلس الإدارة في الشركة المستهدفة.

فبناءً على ما سبق، فإنه ينبغي أن يوضع في الاعتبار أن الحجج أعلاه سواء أكانت مع أو ضد نهج المملكة المتحدة والولايات المتحدة لا تنطوي على الحكم بشكل سلبي تماماً على أي من نظامي الاستحواذ. ومن الصحيح أيضاً أنه بغض النظر عن مدى اختلاف نهج الاستحواذ في المملكة المتحدة والولايات المتحدة، فقد تم اعتماد كلا النظامين على مستوي التنظيم والتطبيق في بعض البلدان المعنية. فمن بين العديد من القواعد في لوائح الاستحواذ، فإن كثيراً منها أصبحت قواعد عالمية، ولكن بعضها الآخر لا يزال ماثراً للجدل. وخلاصة هذه المقارنة بين أنظمة المملكة المتحدة والولايات المتحدة فإنهما يعتبران من القواعد المثيرة للجدل التي تميز أنظمة الاستحواذ على الصعيد الدولي.

فمن المسلم به أن المملكة المتحدة والولايات المتحدة قد اعتمدت نهجاً مختلفة لعمليات الاستحواذ العدائية، كما أن الاختلاف بين كلا النظامين يظهر بوضوح من خلال قاعدتي عرض الاستحواذ الإلزامي وعدم الإحباط، حيث

تعتبر هاتان القاعدتان أحد المحدثات من قواعد المدينة في المملكة المتحدة، التي اعتمدها الاتحاد الأوروبي في توجيه الاستحواذ الأوروبي. كما أنه يتم تطبيق هاتين القاعدتين للرقابة على المعاملات التي تستهدف السيطرة على الشركات، كما أنها تحاول أيضاً معالجة تضارب المصالح بين مجلس الإدارة والمساهمين في الشركة المستهدفة من ناحية وبين مقدم العرض والمساهمين المستهدفين من ناحية أخرى، الناتجة عن تأثير توزيع سلطة اتخاذ القرار بشأن قبول أو رفض عرض الاستحواذ، وحماية أقلية المساهمين المستهدفين ضد خطر الانتهازية سواء من قبل مقدم العرض أو المساهمين المسيطرين.

وبوجه خاص، فإن قاعدة العرض الإلزامي توفر لمساهمي الأقلية حماية إضافية من خلال تقرير الحق في الخروج من الشركة بسعر عادل. فمن شأن توفير فرصة خروج مساهمي الأقلية أن يؤدي لزيادة تكلفة الاستحواذ لمقدم العرض مما ينعكس بدوره على تقليل عمليات الاستحواذ العدائية لأن مقدمي العروض يصبح لديهم حافز أقل لتقديم عروض للاستحواذ على الشركات ضعيفة الأداء مما يصعب استبدال إدارتها غير الفعالة بأخرى ناجحة لإنقاذ الشركة من عثرتها.

ولذلك، فإن الخيارات التنظيمية لهاتين القاعدتين لها تأثير معاكس على كفاءة دور السوق للسيطرة على الشركات. فإذا كانت لائحة الاستحواذ التي تركز على تضارب المصالح بين مجلس الإدارة والمساهمين في الشركة المستهدفة تعتمد قاعدة عدم الإحباط لتقييد سلطة اتخاذ القرارات الإدارية فيما يتعلق باستخدام التدابير الدفاعية لمواجهة الاستحواذ دون موافقة المساهمين، فإن ذلك يقدم حماية أفضل للمساهمين لأنه في هذه الحالة سيتم إلزام أعضاء مجلس الإدارة على تحقيق مصالح المساهمين وكذلك تسهيل سيطرة الإدارة ذات الكفاءة على الشركات من

الطبيعة القانونية لعروض الشراء الإلزامية

المساهم المسيطر – تعارض المصالح – أقلية المساهمين

(دراسة تحليلية مقارنة)

د. محمود عبد الحليم

مجلة الدراسات القانونية والاقتصادية

خلال جعل عمليات الاستحواذ أكثر احتمالاً للحدوث.¹ وإذا كانت لائحة الاستحواذ التي تستجيب لتضارب المصالح بين مقدم العرض والمساهمين المستهدفين تتضمن قاعدة عروض الشراء الإلزامية وتوفر فرص لخروج مساهمي الأقلية من خلال مطالبة مقدم العرض بشراء الأسهم المتبقية في الشركة المستهدفة، فإنه سيتم تعزيز حماية المساهمين لاسيما مساهمي الأقلية. ومع ذلك، لن يتم تشجيع فكرة السوق الفعالة للسيطرة على الشركات، حيث أن هاتان القاعدتان تعملان على تقليل المكاسب الخاصة التي يحصل عليها مقدم العرض، والتي غالباً ما تكون حافزاً أساسياً لإطلاق عرض الاستحواذ.

ومع ذلك، فعند النظر في التأثير التنظيمي على سوق الاستحواذ عند اعتماد هاتين القاعدتين أو لا، فإن أثر ذلك قد يبدو مختلفاً. فكما هو مبين أعلاه، تعتمد المملكة المتحدة كلا القاعدتين من أجل توفير حماية واسعة للمساهمين من خلال تقييد مصالح كل من مقدم العرض والمجلس المستهدف. حيث أنه بذلك يتقاسم مقدمي العروض ميزة السيطرة مع مساهمي الأقلية، مما يرفع بدوره من تكلفة العرض. وبالتالي فإن هذه القاعدة لها تأثير شديد على سوق الاستحواذ. حيث يتم منع المجلس المستهدف من استخدام التدابير الدفاعية ضد عرض الاستحواذ وبالتالي يتم إزالة العوائق التي قد يستخدمها مجلس الإدارة المستهدف ضد مقدم العرض. ولذلك، فإن هناك تأثير متبادل على سوق الاستحواذ عند تطبيق هاتين القاعدتين.

¹ Marc Goergen, Marina Martynova & Luc Renneboog, *Corporate Governance Convergence: Evidence from Takeover Regulation Reforms in Europe*, 21 OXF. REV. ECON. POL'Y 243, 248 (2005).

ومن ناحية أخرى، فإن الولايات المتحدة لا تطبق أيًا من هاتين القاعدتين، مما يتيح لمقدم العرض ولمجلس الإدارة المستهدفة فرصة كبيرة للمناورة والمفاوضة. فمن منظور مقدم العرض، يسمح له بدفع سعر أعلى من سعر السوق للسيطرة على الشركة وإطلاق سعر أقل في عرض لاحق. فعلى الرغم من أن هذا النظام يخفف من مشكلة الاستفادة المجانية للمساهمين Shareholders' Free-Riding في عرض الاستحواذ¹ وبالتالي يعزز قوة سوق الاستحواذ، إلا أنه في ذات الوقت يجبر أيضاً المساهمين على قبول العرض، حتى لو كانوا يعتقدون أنه غير مناسب. ولحل هذه المشكلة، تم إعطاء المجلس المستهدف السلطة التقديرية لمقاومة عرض الشراء العدائي، عن طريق استخدام التدابير الدفاعية بحرية تامة.² ومما لا شك فيه، فإن المقاومة من المجلس المستهدف ستقلل من احتمال نجاح مقدم العرض. ومن ثم، يمكن القول أن تأثير غياب هاتين القاعدتين معاً يعادل وجودهما معاً في سوق الاستحواذ.

فمبدأ السوق للسيطرة على الشركات يعمل جيداً في المملكة المتحدة والولايات المتحدة. ويبدو أن آثار الجمع بين القاعدتين في المملكة المتحدة وغيابهما في الولايات المتحدة يوازن بين آثارها الإيجابية والسلبية على سوق الاستحواذ مما يحقق مستوى متماثل فيما يتعلق بدور السوق للسيطرة على الشركات. وكما أشار الأستاذ فنتوروتزو Marco Ventoruzzo، إلى وجود تقارب بين تنظيم الاستحواذ في الولايات المتحدة والمملكة المتحدة عند قياس تأثيرها الاقتصادي، بالرغم من اعتماد كليهما على أحكام مختلفة في التنظيم، ويكون لهما نفس القدر في تعزيز مبدأ

¹ الاستفادة المجانية للمساهمين تعني استفادة مساهمي الشركة المستهدفة الذين رفضوا بيع أسهمهم في عرض الاستحواذ من نجاح الشركة بعد نجاح الاستحواذ. ولمزيد من التفاصيل انظر

Sanford J. Grossman & Oliver D. Hart, *Takeover Bids, the Free-Rider Problem, and the Theory of the Corporation*, 11 Bell J. ECON. 42, 42-64 (1980).

² لمزيد من التفاصيل حول مشكلة الاستفادة المجانية للمساهمين، انظر المرجع 2 ص 385-91.

الطبيعة القانونية لعروض الشراء الإلزامية

المساهم المسيطر – تعارض المصالح – أقلية المساهمين

(دراسة تحليلية مقارنة)

د. محمود عبد الحليم

مجلة الدراسات القانونية والاقتصادية

السوق للسيطرة على الشركات وحماية مساهمي الأقلية.¹

الفصل الثالث

التأصيل التشريعي لعرض الشراء الإلزامي في القانون اللاتيني

تمهيد وتقسيم:

بالرغم من العديد من الفوائد الناتجة عن تنظيم عمليات الاستحواذ وأهميتها للسوق المالية، وبالرغم من تاريخها الطويل في العديد من التشريعات المقارنة إلا أن المشرع المصري لم يعرف طريقاً لتنظيمها إلا في عام 2007، حين وضع وزير الاستثمار أول تنظيم شامل للاستحواذ من خلال إضافة باباً جديداً - بموجب قراره رقم 2 لسنة 2007 -² في لائحة سوق المال.³ وبمطالعة تلك الأحكام والقواعد الواردة في هذا القرار فإنه يتبين من الوهلة الأولى تنظيمها على غرار قواعد الاستحواذ في القانون الفرنسي حيث أن قواعد كل منهما تكاد تكون متطابقة.⁴ وقد تضمن هذا القرار العديد من الأحكام والتي من أبرزها قاعدة عرض الشراء الإلزامي وقاعدة عدم الإحباط الواردتين في القانون الإنجليزي - السابق الإشارة إليهما تفصيلاً - إلا أنه لم يشتمل على قاعدة النفاذ Breakthrough Rule

¹ Marco Ventoruzzo, *Europe's Thirteenth Directive and U.S. Takeover Regulation: Regulatory Means Economic Ends*, 41 TEX. INT'L L. J. 171, 218 (2006). and *Political and*

² قرار وزير الاستثمار رقم 12 لسنة 2007 بتعديل اللائحة التنفيذية لقانون رأس المال الصادر بموجب قرار وزير الاقتصاد والتجارة الخارجية رقم 135 لسنة 1993، الوقائع المصرية، 4 فبراير 2007، العدد 26، ص 2: 30.

³ قانون سوق المال، المادة 25.

⁴ Radwa S. Elsaman & Ahmad A. Alshorbagy, *Doing Business in Egypt After the January Revolution: Capital Market and Investment Laws*, 11 RICH. J. GLOBAL L. & BUS. 43, 46 (2011).

لمنع التدابير الدفاعية السابقة على تقديم العرض ضد عروض الاستحواذ العدائية.¹

وتجدر الإشارة إلى أن المشرع المصري يسعى من خلال تنظيم قواعد الاستحواذ إلى دمج سوق المال المصرية في السوق العالمية من خلال تطوير القوانين الاقتصادية لتتوافق مع أحدث الاتجاهات الدولية والامتثال لمعايير حوكمة الشركات. بالإضافة إلى أن الغرض المعلن من هذا التنظيم هو جذب المزيد من الاستثمارات للأسواق المصرية مع مراعاة أعلى معايير الحوكمة المؤسسية. وبما أن الشركات المصرية تتميز بتركيزات عالية في هيكل الملكية لصالح عدد قليل من المساهمين فيها، فإن تنظيم الاستحواذ يهدف إلى تشجيع عمليات الاستحواذ وأيضاً حماية مصالح مساهمي الأقلية في الشركات المستهدفة.²

إلا أن هذا الهدف يتعارض مع هدف تنظيم الاستحواذ في فرنسا والذي يرمي إلى حماية الصناعات الوطنية من سيطرة المستثمرين الأجانب، فهناك عدداً من العقبات التنظيمية التي وضعها المشرع الفرنسي لمواجهة عمليات الإستحواذ الأجنبية، والتي تختلف في طبيعتها وحدتها باختلاف النشاط الاقتصادي، فلا شك أن الصناعات العسكرية

¹ قانون سوق المال، المادة 8.

² لائحة سوق المال، المادة 327، والتي تنص على أن الهدف من قواعد الاستحواذ هو "

(أ) إرساء مبدأ الشفافية الكاملة بما يتفق مع أحكام القوانين واللوائح السارية، وأفضل الممارسات الدولية في هذا الشأن؛

(ب) حصول مالكي الأوراق المالية محل عرض الشراء والأشخاص المعنية بالعرض على المعلومات الكافية والفرصة المناسبة

والتوقيت الملائم لتقييم عرض الشراء واتخاذ القرار الاستثماري بناء على ذلك؛

(ت) مراعاة المساواة وتكافؤ الفرص فيما بين مالكي الأوراق المالية محل عرض الشراء، وكذلك فيما بين الأشخاص المعنية بالعرض؛

(ث) حظر التلاعب في أسعار أسهم الشركة المستهدفة بالعرض، وتلافي اضطراب السوق وتعارض المصالح واستغلال المعلومات الداخلية؛

(ج) مراعاة مصالح الشركة المستهدفة بالعرض، وعدم المساس بأعمالها ومباشرة أنشطتها؛

(ح) مراعاة حماية حقوق مساهمي الأقلية بالشركة المستهدفة بالعرض وعدم الإضرار بمصالحهم."

الطبيعة القانونية لعروض الشراء الإلزامية

المساهم المسيطر - تعارض المصالح - أقلية المساهمين

(دراسة تحليلية مقارنة)

د. محمود عبد الحليم

مجلة الدراسات القانونية والاقتصادية

والأنشطة المالية تحظى بالدرجة الأهم من القيود التشريعية حيث يكون القول الفصل في عمليات الاستحواذ على الشركات العاملة في تلك القطاعات الاقتصادية خاضعاً لموافقة السلطات الفرنسية، فقد أشار بعض الفقه إلى أن المشرع الفرنسي يواصل حماية صناعاته الوطنية بغيره شديدة.¹

ولا شك أن هذا الاختلاف قد أدى للعديد من المثالب في لائحة الاستحواذ المصرية. وفي هذا السياق سيتم إلقاء الضوء على القواعد المنظمة للاستحواذ في القانون المصري من خلال مقارنة تنظيم الاستحواذ في كلاً من مصر وفرنسا - حيث أن المشرع المصري قام باستنساخ ذات القواعد التي نظمها القانون الفرنسي بالرغم من اختلاف غرض كلا المشرعين - وذلك فيما يلي:

المبحث الأول: القواعد المنظمة لعرض الشراء الإلزامي في القانونين المصري والفرنسي.

المبحث الثاني: التعارض بين الأنظمة القانونية اللاتينية.

المبحث الثالث: التطبيقات القضائية لعروض الشراء الإلزامية "قضية موبينيل".

المبحث الأول

القواعد المنظمة لعرض الشراء الإلزامي

في القانونين المصري والفرنسي

تمهيد وتقسيم:

¹ Ben Clift, *The Political Economy of the Market for Corporate control in France and the Hamstrung Harmonisation of European (and French) Corporate Governance* (GARNET, Working Paper: No. 3008, 2008), available at:

<https://warwick.ac.uk/fac/soc/pais/research/researchcentres/csg/garnet/workingpapers/3008.pdf>

مما لا شك فيه أن القانون الفرنسي قد أثر بوجه عام في العديد من القوانين المصرية على مدار أكثر من مائتي عام إلى الحد الذي أصبحت معه مصر إحدى دول القانون اللاتيني Civil Law، وكان من بين هذه القوانين لائحة الاستحواذ الصادرة عام 2007 والتي وضعت أول تنظيم لعمليات الاستحواذ في القانون المصري، والتي تكاد تتطابق أحكامها مع الأحكام التي جاء بها تنظيم الاستحواذ الفرنسي. وفي سبيل ذلك سيتم الحديث عن الملامح الرئيسية لتنظيم عمليات الاستحواذ في كل من مصر وفرنسا حتى يمكن عقد مقارنة بينهما لاحقاً وذلك وفقاً لما يلي:

المطلب الأول: القواعد الرئيسية لتنظيم الاستحواذ في القانون الفرنسي.

المطلب الثاني: القواعد الرئيسية لتنظيم الاستحواذ في القانون المصري.

المطلب الأول

القواعد الرئيسية لتنظيم الاستحواذ في القانون الفرنسي

عقب صدور توجيه الاستحواذ الأوروبي، قرر المشرع الفرنسي تعديل لوائحه التنفيذية طبقاً لأحكام هذا

التوجيه.¹ حيث أدخلت اللوائح المعدلة قاعدة عرض الشراء الإلزامي التي توجب على مقدم العرض إطلاق عرض

¹ انظر اللائحة العامة لهيئة سوق المال الفرنسية الصادرة في سبتمبر 2006.

Decision Du 28 Septembre 2006 De Règlement Général De L'autorité Des Marchés Financiers, Journal Officiel De La Republique Francase, Sept. 28, 2006.

انظر أيضاً القانون رقم 392 لسنة 2006 الصادر في 31 مارس 2006 لتنفيذ أحكام توجيه الاستحواذ الأوروبي، انظر كذلك تقرير هيئة سوق المال الفرنسية لعام 2006، الفصل الثالث.

Autorite Des Marches Financiers, Amf, 2006 Annual Report: Chapter III- Corporate Finance and The Quality Of Financial Disclosure 1 (2006), Available at:

http://www.amf-france.org/en_US/Publications/Rapports-annuels/Rapports-annuels-de-l-AMF/annee_2004-

[2009?xtr=4&isSearch=true&docId=workspace%3A%2F%2FspacesStore%2F5919a473-d6d2-4435-91b1-6bc5ae1ce5da&lastSearchPage=http%3A%2F%2Fwww.amf-france.org%2FmagnoliaPublic%2Famf%2Fen_US%2Fresultat-de-recherche%3FTEXT%3DAmf%26%2337%3B2C%26%2343%3B2006%26%2343%3BAnnual%26%23](http://www.amf-france.org/en_US/Publications/Rapports-annuels/Rapports-annuels-de-l-AMF/annee_2004-2009?xtr=4&isSearch=true&docId=workspace%3A%2F%2FspacesStore%2F5919a473-d6d2-4435-91b1-6bc5ae1ce5da&lastSearchPage=http%3A%2F%2Fwww.amf-france.org%2FmagnoliaPublic%2Famf%2Fen_US%2Fresultat-de-recherche%3FTEXT%3DAmf%26%2337%3B2C%26%2343%3B2006%26%2343%3BAnnual%26%23)

الطبيعة القانونية لعروض الشراء الإلزامية

المساهم المسيطر - تعارض المصالح - أقلية المساهمين

(دراسة تحليلية مقارنة)

د. محمود عبد الحليم

مجلة الدراسات القانونية والاقتصادية

الإلزامي - تنفيذاً لأحكام المادة الخامسة من التوجيه - لشراء كل أسهم المساهمين في الشركة المستهدفة.¹ حيث يلتزم المستحوذ بتقديم العرض الإلزامي عندما يحصل على ملكية 30% من الأوراق المالية التي تحمل حقوق التصويت في الشركة.² كما تنطبق تلك القاعدة أيضاً على حاملي الأوراق المالية ما بين 30% و 50% من إجمالي عدد الأسهم أو حقوق التصويت في الشركة، إذا قام بزيادة هذه الحصة بنسبة 1% على الأقل من إجمالي حقوق ملكية الأسهم أو حقوق التصويت في غضون مدة أقل اثني عشر شهراً متتالية.³ بالإضافة إلى أن هيئة السوق المالية الفرنسية "Autorite Des Marchs Financier (AMF)" لديها سلطة تقديرية لإعفاء المستحوذ من تقديم العرض الإلزامي في بعض الحالات.⁴ كما أنه يجب أن يكون سعر العرض الإلزامي مساوياً على الأقل لأعلى سعر دفعه مقدم العرض أو أيّاً من أطرافه المرتبطة خلال الاثني عشر شهراً السابقة على تقديم العرض الذي يؤدي إلى تجاوز النسبة المقررة.⁵ ومع ذلك، قد تطلب هيئة السوق المالية الفرنسية أو تأذن بتعديل سعر أسهم الشركة المستهدفة إذا حدث تغيير جوهري في خصائص الشركة المستهدفة أو في السوق الذي تتداول فيه أوراقها المالية خلال الاثني عشر شهراً السابقة للعرض المعني، أو في حالة عدم قيام مقدم العرض بالتعامل على الأوراق المالية للشركة المستهدفة خلال

43%3BReport%26LANGUAGE%3Den%26isSearch%3Dtrue%26simpleSearch%3Dtrue%26valid_recherche%3DOK&xtmc=Amf--2006-Annual-Report&docVersion=1.0

¹ انظر اللائحة العامة لهيئة سوق المال الفرنسية، الكتاب الثاني، قواعد الإفصاح، المادة 2/234.

General Regulation of the Autorit6 des Marchs Financier, Book II - Issuers and Financial Disclosure

² انظر المرجع السابق، كانت هذه النسبة 33.33% قبل إنقاصها في 2011 إلى 30%؛ انظر أيضاً المادة 11/234.

³ انظر المرجع السابق، المادة 5/234.

⁴ انظر المرجع السابق، المادة 7:9/234.

⁵ انظر المرجع 1، تقرير هيئة سوق المال الفرنسية 2006، ص8؛ انظر أيضاً المرجع 1، المادة 6/234.

فترة الاثني عشر شهراً نفسها.¹ وفي هذه الحالات، يحدد السعر على أساس معايير التقييم المقبولة.² حيث يمكن أن يكون مقابل الأوراق المالية أو حقوق التصويت إما نقداً أو من خلال تبادل الأوراق المالية أو أن يكون مقابلاً مختلطاً من النقد والأوراق المالية معاً.³

وأيضاً فقد اختار المشرع الفرنسي أن تتضمن لائحة الاستحواذ المادة التاسعة من توجيه الاستحواذ الأوروبي المتعلقة بعدم إحباط عرض الاستحواذ من قبل مجلس الإدارة مالم توافق الجمعية العامة للمساهمين التي تنعقد بعد تقديم العرض على الإجراءات التي قام بها مجلس الإدارة في الشركة المستهدفة.⁴ كما أنه يتم تطبيق مبدأ المعاملة بالمثل بين الشركتين محل الاستحواذ في هذا الصدد،⁵ ومعني ذلك أنه إذا لم تخضع الشركة مقدمة العرض لذات القيود المفروضة على إدارة الشركة المستهدفة، فإنه سيتم إعفاء مجلس إدارة الشركة المستهدفة من القيود التي تفرضها قاعدة عدم الإحباط، وبالتالي سيكون المجلس قادراً على استخدام تدابير دفاعية ضد العرض المحتمل بالاستحواذ.⁶ وفي حين اعتمد المشرع الفرنسي قاعدة عدم الإحباط (سلبية الإدارة) الواردة في المادة التاسعة من توجيه الاستحواذ الأوروبي،⁷ إلا أنه قد أعرض عن تطبيق قاعدة النفاذ Breakthrough Rule المنصوص عليها في

¹ انظر المرجع السابق، تقرير هيئة سوق المال الفرنسية 2006، ص9.

² انظر المرجع السابق.

³ انظر المرجع 1، المادة 8/231.

⁴ انظر المرجع السابق.

⁵ قانون التجارة الفرنسي، المادة 33/233.

⁶ FRIED, FRANK, HARRIS, SHRIVER & JACOBSON LLP, Reforms to French Regulation of Takeover Bids (Memorandum, 2006), available at http://www.friedfrank.com/siteFiles/ffFiles/060929_reforms_to_french_regulation.pdf

⁷ توجيه الاستحواذ الأوروبي، تبين المادة التاسعة الالتزامات المفروضة على مجلس إدارة الشركة المستهدفة بالعرض والتي تنص على ما

يلي:

Obligations of the board of the offeree company

1. Member States shall ensure that the rules laid down in paragraphs 2 to 5 are complied with.

الطبيعة القانونية لعروض الشراء الإلزامية

المساهم المسيطر – تعارض المصالح – أقلية المساهمين

(دراسة تحليلية مقارنة)

د. محمود عبد الحليم

مجلة الدراسات القانونية والاقتصادية

المادة 11 من التوجيه والمتعلقة بالتدابير الدفاعية السابقة على تقديم عرض الاستحواذ.¹ وبالتالي لا ينطبق مبدأ

2. During the period referred to in the second subparagraph, the board of the offeree company shall obtain the prior authorisation of the general meeting of shareholders given for this purpose before taking any action, other than seeking alternative bids, which may result in the frustration of the bid and in particular before issuing any shares which may result in a lasting impediment to the offeror's acquiring control of the offeree company.

Such authorisation shall be mandatory at least from the time the board of the offeree company receives the information referred to in the first sentence of Article 6(1) concerning the bid and until the result of the bid is made public or the bid lapses. Member States may require that such authorisation be obtained at an earlier stage, for example as soon as the board of the offeree company becomes aware that the bid is imminent.

3. As regards decisions taken before the beginning of the period referred to in the second subparagraph of paragraph 2 and not yet partly or fully implemented, the general meeting of shareholders shall approve or confirm any decision which does not form part of the normal course of the company's business and the implementation of which may result in the frustration of the bid.

4. For the purpose of obtaining the prior authorisation, approval or confirmation of the holders of securities referred to in paragraphs 2 and 3, Member States may adopt rules allowing a general meeting of shareholders to be called at short notice, provided that the meeting does not take place within two weeks of notification's being given.

5. The board of the offeree company shall draw up and make public a document setting out its opinion of the bid and the reasons on which it is based, including its views on the effects of implementation of the bid on all the company's interests and specifically employment, and on the offeror's strategic plans for the offeree company and their likely repercussions on employment and the locations of the company's places of business as set out in the offer document in accordance with Article 6(3)(i). The board of the offeree company shall at the same time communicate that opinion to the representatives of its employees or, where there are no such representatives, to the employees themselves. Where the board of the offeree company receives in good time a separate opinion from the representatives of its employees on the effects of the bid on employment, that opinion shall be appended to the document.

6. For the purposes of paragraph 2, where a company has a two-tier board structure 'board' shall mean both the management board and the supervisory board.

¹ Guido Ferrarini & Geoffrey P. Miller, *A Simple Theory of Takeover Regulation in the United States and Europe*, 42 CORNELL INT'L L.J. 301, 317- 320 (2009), available at:

<http://scholarship.law.cornell.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1747&context=cilj>

المعاملة بالمثل بين الشركات على المادة 11¹ وفي الواقع، فقد تضمنت لائحة الاستحواذ الفرنسية المزيد من التدابير الدفاعية المتاحة للشركات المستهدفة.² وتعد حقوق المساهمين Rights Plan - الأقرص السامة - هي أهم مثال على السياسة الدفاعية لمجلس إدارة الشركة المستهدفة في اللائحة الفرنسية.³ كما أن إدخال أحكام إخراج أقلية المساهمين من الشركة المستهدفة بعد إتمام عملية الاستحواذ تعد سمة مميزة للائحة الفرنسية للاستحواذ.⁴ وبالتالي فإن لائحة الاستحواذ الفرنسية تلزم مقدم العرض بإطلاق عرض الشراء الإلزامي لجميع أسهم الشركة المستهدفة مع توفير عدة وسائل للشركة المستهدفة لمقاومة العرض العدائي.⁵ فالتنظيم الفرنسي يتظاهر بتبني توجيه الاستحواذ الأوروبي، إلا أنه في حقيقة الأمر قد خالف الهدف الرئيسي للتوجيه والذي يتجلى في تشجيع حرية حركة رأس المال من خلال تخفيف القيود التنظيمية أمام عمليات الاستحواذ. وقد وُجّهت العديد من أوجه النقد للقانون الفرنسي داخل الاتحاد الأوروبي بسبب هذه النتيجة.⁶ فقد كان المشرع الفرنسي مدفوعاً لتبني سياسات لمكافحة الاستحواذ بسبب رغبة الحكومة الفرنسية في حماية الأعمال التجارية والصناعات الوطنية من المستحوذين الأجانب.⁷

¹ انظر نص المادة 3/12 من توجيه الاستحواذ الأوروبي

“Member States may, under the conditions determined by national law, exempt companies which apply Article 9(2) and (3) and/or Article 11 from applying Article 9(2) and (3) and/or Article 11 if they become the subject of an offer launched by a company which does not apply the same Articles as they do, or by a company controlled, directly or indirectly, by the latter, pursuant to Article 1 of Directive 83/349/EEC”.

² انظر المرجع. **Error! Bookmark not defined.** ص3.

³ انظر المرجع السابق ص 5.

⁴ انظر المرجع 1، الفصل السادس؛ وانظر أيضاً المرجع. **Error! Bookmark not defined.** ص4.

⁵ انظر المرجع. **Error! Bookmark not defined.**

⁶ Adam Cohen, *EU Is Likely To Drop Its Fight With France on Takeover Law*, WALL ST. J., May 25, 2006, at A8.

⁷ Mathieu Rosemain, Gwénaëlle Barzic & Michel Rose, *France To Bolster Anti-Takeover Measures Amid Foreign Investment Boom*, Reuters, JULY 19, 2018, available at:

الطبيعة القانونية لعروض الشراء الإلزامية

المساهم المسيطر – تعارض المصالح – أقلية المساهمين

(دراسة تحليلية مقارنة)

د. محمود عبد الحليم

مجلة الدراسات القانونية والاقتصادية

ويعد تصميم المشرع الفرنسي على مقاومة عمليات الاستحواذ هو السبيل لفهم عدم ملائمة قواعد الاستحواذ الحالية لسوق رأس المال في مصر؛ حيث أن ذات القاعدة لا يمكن أن تخدم أغراضاً متعارضة ما لم يتم تعديلها على نحو مناسب. فقواعد الاستحواذ الفرنسية، التي تثبط عمليات الاستحواذ، لن تشجعها عند استئساخها في القانون المصري.

المطلب الثاني

القواعد الرئيسية لتنظيم الاستحواذ في القانون المصري

نظمت لائحة سوق المال قواعد الاستحواذ الرئيسية في القانون المصري، وتعد من أهم ما تناولته اللائحة المصرية هو اشتراطات العرض الإلزامي، فوفقاً للائحة سوق المال فإنه يتم تطبيق قاعدة العروض الإلزامية في حالتين، تتعلق الحالة الأولى بتقديم عرض يترتب عليه أن تتجاوز ملكية مقدمه ثلث رأس المال أو ثلث حقوق التصويت في الشركة المستهدفة، والحالة الثانية تنطبق على كل شخص يستحوذ بمفرده أو من خلال الأشخاص المرتبطة على أكثر من ثلث ولكن أقل من نصف رأس المال أو حقوق التصويت للشركة المعنية وذلك إذا قام خلال الاثني عشر شهراً التالية بزيادة حصته في الملكية بأكثر من 5% أو إذا تجاوزت ملكيته نصف الأوراق المالية للشركة أو حقوق التصويت في أي وقت.

<https://www.reuters.com/article/us-france-investment/france-to-bolster-anti-takeover-measures-amid-foreign-investment-boom-idUSKBN1K922D>

وهنا يوصف قانون الاستحواذ الفرنسي بأنه حبوب سامة لمنع الاستحواذ على بعض القطاعات.

وأيضاً فإن ذات الأحكام تنطبق على كل شخص يستحوذ بمفرده أو من خلال الأطراف المرتبطة على أكثر من نصف، ولكن أقل من ثلثي رأس المال أو حقوق التصويت في الشركة المستهدفة إذا قام خلال الاثني عشر شهراً التالية بزيادة نسبة رأس المال أو حقوق التصويت في الشركة بأكثر من 5%. كما أن الالتزام بتقديم عرض شراء يسري على كل شخص يستحوذ بمفرد أو من خلال أشخاص مرتبطة، على أكثر من ثلثي رأس المال أو حقوق التصويت، ولكن أقل من ثلاثة أرباع رأس المال أو حقوق التصويت إذا قام خلال اثني عشر شهراً متتالية بزيادة النسبة التي يملكها في الشركة المستهدفة بما يجاوز 5% من رأس المال أو حقوق التصويت، أو إذا تجاوزت النسبة 75% من رأس المال أو حقوق التصويت في أي وقت.¹

وقد اشترطت لائحة سوق المال أن يكون سعر عرض الشراء الإلزامي مساوياً لأعلى سعر دفعه المستحوذ أو أياً من أطرافه المرتبطة في عرض شراء سابق خلال الاثني عشر شهراً السابقة لعرض الشراء القائم.² كما أن المقابل قد يكون في شكل نقدي، أو في شكل أوراق مالية متبادلة، أو مزيج من الاثنين معاً. وتجدر الإشارة إلى أنه عندما يتضمن المقابل أوراقاً مالية، فإنه يجب أن يكون لدى المساهم المسيطر بديل نقدي متاح إذا اختار أقلية المساهمين الانسحاب من الشركة الجديدة في ظل شروط معينة.³

بالإضافة إلى أن اللوائح المصرية تلزم مجلس إدارة الشركة المستهدفة بقاعدة عدم الإحباط NFR المتبعة في نظام الاستحواذ في المملكة المتحدة. والتي تحظر على مجلس إدارة الشركة المستهدفة القيام بأي إجراء أو تصرف يعتبر "حدثاً جوهرياً ضاراً" اعتباراً من تاريخ نشر قرار الموافقة على عرض الاستحواذ من قبل الهيئة العامة للرقابة

¹لائحة سوق المال، المادة 353.

²أنظر المرجع السابق، المادة 1/354 " لا يجوز أن يقل سعر عرض الشراء الإلزامي عن أعلى سعر دفعة مقدم العرض أو أحد الأشخاص المرتبطة في عرض شراء سابق خلال الاثني عشر شهراً السابقة على تقديم عرض الشراء المعنى."

³لائحة سوق المال، المادة 7/328.

الطبيعة القانونية لعروض الشراء الإلزامية

المساهم المسيطر – تعارض المصالح – أقلية المساهمين

(دراسة تحليلية مقارنة)

د. محمود عبد الحليم

مجلة الدراسات القانونية والاقتصادية

المالية وحتى إعلان نتيجة العرض.¹ حيث تبين اللائحة مثالين على الأحداث الجوهرية الضارة، الأول يتضمن زيادة رأس المال في الشركة المستهدفة أو إصدار سندات جديدة قابلة للتحويل إذا كانت هذه الزيادة ستجعل عملية الاستحواذ صعبة أو مستحيلة.² والمثال الثاني يشمل أي إجراءات من شأنها أن تؤثر تأثيراً جوهرياً على أصول الشركة أو تزيد من التزاماتها أو كانت تعوق تطوير الشركة في المستقبل.³ وبالإضافة إلى ذلك، فإن المشرع المصري قد حظر على الشركة المستهدفة شراء أسهمها الخاصة بمجرد نشر عرض الاستحواذ.⁴

وعلى غرار تنظيم الاستحواذ الفرنسي، فإن لائحة سوق المال لا تتضمن قاعدة النفاذ Breakthrough Rule التي تقيد إدارة الشركة المستهدفة من استخدام التدابير الدفاعية السابقة على تقديم العرض والمأخوذة من توجيه الاستحواذ الأوروبي في المادة 11. حيث يعد إغفال قاعدة النفاذ تقبيد لقاعدة حياد مجلس الإدارة Board Neutrality Rule، مما يخول المساهمين المسيطرين الذين يتمتعون بالسلطة المطلقة لمقاومة أو قبول العرض من خلال اعتماد الدفاعات السابقة على تقديم عرض الاستحواذ.

¹لائحة سوق المال، المادة 343. انظر أيضاً المادة 326، التي عرفت الحدث الجوهري الضار بأنه "أي حدث طارئ غير متوقع ينشأ بعد تقديم عرض الشراء يؤثر سلبياً على الشركة المستهدفة بالعرض أو نشاطها أو على قيمة أسهمها".

²لائحة سوق المال، المادة 1/343.

³لائحة سوق المال، المادة 2/343.

⁴لائحة سوق المال، المادة 351.

المبحث الثاني
التعارض بين الأنظمة القانونية اللاتينية
(مصر – فرنسا)

تمهيد وتقسيم:

نظراً لأن الغرض المعلن من تنظيم عمليات الاستحواذ في مصر هو جذب المزيد من الاستثمارات للأسواق المصرية مع مراعاة أعلى معايير الحوكمة المؤسسية. وبما أن الشركات المصرية تتميز بتركيزات عالية من الملكية، فإن تنظيم الاستحواذ يهدف إلى تشجيع عمليات الاستحواذ وأيضاً حماية مصالح مساهمي الأقلية في الشركات المستهدفة. إلا أن هذا الهدف يتعارض مع الهدف من تنظيم الاستحواذ في فرنسا والذي يرمي إلى حماية الصناعات الوطنية من سيطرة المستثمرين الأجانب، وهو ما أدى لظهور عديد المشكلات في لائحة الاستحواذ المصرية. ولا شك أن معرفة هدف المشرع الفرنسي الذي ينطوي على مقاومة عمليات الاستحواذ هو السبيل لفهم عدم ملاءمة قواعد الاستحواذ الحالية لسوق رأس المال في مصر؛ حيث أن نفس الأحكام التنظيمية لا يمكن أن تحقق أغراضاً مختلفة ما لم يتم مراجعتها بشكل مناسب. فقواعد الاستحواذ الفرنسية، التي تثبط عمليات الاستحواذ، لن تشجعها عند استنساخها في القانون المصري. وفي هذا الصدد سيتم تناول هذا المبحث بقدر من التفصيل وفقاً لما يلي.

المطلب الأول: تباين الغايات التشريعية.

المطلب الثاني: غياب الأسانيد القانونية.

المطلب الثالث: القصور التشريعي لقاعدة عرض الشراء الإلزامي.

الطبيعة القانونية لعروض الشراء الإلزامية

المساهم المسيطر – تعارض المصالح – أقلية المساهمين

(دراسة تحليلية مقارنة)

د. محمود عبد الحليم

مجلة الدراسات القانونية والاقتصادية

المطلب الأول

تباين الغايات التشريعية

تعد تنظيمات الاستحواذ هي جزء من السياسة الاقتصادية لأية دولة. لذلك فإن الغرض من لوائح الاستحواذ يعتمد على السياسة الاقتصادية لكل نظام قانوني. وعلى الرغم من كون فرنسا دولة عضو في الاتحاد الأوروبي، إلا أنها كانت دائماً مرتابة حول سلامة استثماراتها الوطنية. حيث يطبق المشرع الفرنسي بعض السياسات المعادية للاستثمارات الأجنبية نتيجة للقلق المستمر بشأن صناعاتها الوطنية خشية أن تقع في أيدي منافسيها، وبالتالي يتم تطبيق ذات السياسات في تنظيم عمليات الاستحواذ.

ويعد هذا هو أفضل استنتاج في ضوء التاريخ الطويل لتوجيه الاستحواذ الأوروبي. حيث أدى النزاع بين الدول الأوروبية على قواعد توجيه الاستحواذ الأوروبي إلى عدة محاولات فاشلة للتوصل إلى اتفاق بشأن مقترحات الإصلاح.¹ ونتيجة لذلك، فإن قواعد توجيه الاستحواذ الأوروبي كانت موضع تنازلات كبيرة لإنجاح الاتفاق الذي تم التوصل إليه بشق الأنفس من جانب الدول الأعضاء في الاتحاد الأوروبي. وقد كان من نتائج مثل هذه التنازلات هي

¹ انظر بصفة عامة المرجع 1؛ وانظر أيضاً كل من

Marco Ventoruzzo, *Takeover Regulation as a Wolf in Sheep's Clothing: Taking Armour & Skel's Thesis to Continental Europe*, 11 U. PA. J. BUS. L. 135, 145 (2008).

Andrea Angelillis & Chiara Mosca, *The Thirteenth Directive On Takeover Bids: A First Analysis In The Light Of The Initial Experiences After Transposition By Member States And The Posmon Expressed* <http://www.side-> In The European Commission Document 4 (Oct. 2007), available at Philippe Lambrecht, *The 13th Directive on Takeover Bids* ;isle.it/ocs/viewpaper.php?id=57&cf=1 Formation and Principles, in CAPITAL MARKETS IN THE AGE OF THE EURO 441 (G. Ferrarini et al. eds., 2002).

وجود هامش كبير من المرونة، يسمح لكل دولة عضو أن تختار أو تطبق متطلبات قاعدة المعاملة بالمثل لبعض القواعد الجوهرية في توجيه الاستحواذ الأوروبي.¹

وقد أدت هذه المرونة إلى اختلاف كبير في قواعد الاستحواذ بين الدول الأعضاء. وبما أن توجيه الاستحواذ الأوروبي وضع المبادئ التوجيهية الرئيسية للسماح للدول الأعضاء بصياغة قوانين الاستحواذ بها وفقاً لسياساتها، إلا أنه قد اختلف تأثير قواعد توجيه من دولة لأخرى. والواقع أن تنظيم الاستحواذ الفرنسي يلغي الغرض من وجود مجموعة موحدة من قواعد الاستحواذ، وهو ضمان حرية نقل رؤوس الأموال.

وهذا يجعل من الأهمية النظر في سياسة كل دولة، فضلاً عن العوامل الأخرى التي قد تحدد تأثير القواعد التي تم تبنيها لتنظيم عمليات الاستحواذ في دولة معينة، حيث تشمل هذه العوامل هيكل ملكية الشركات،² وقوة الأسواق المالية، فضلاً عن عوامل أخرى تتعلق بالبنية القانونية والمؤسسية لكل دولة. إلا أنه لم يتم إيلاء الاهتمام المناسب لهذه العوامل عند استتساخ النموذج الفرنسي لتنظيم عمليات الاستحواذ في القانون المصري، والذي يختلف عن الغرض من وجود تنظيم موحد للاستحواذ الوارد في النموذج الأوروبي. حيث تسعى مصر كدولة نامية لجذب المزيد من الاستثمارات من خلال الالتزام بإصلاح قوانينها الاقتصادية وتطوير أسواقها المالية.³ لذلك فإن استتساخ

¹ توجيه الاستحواذ الأوروبي، المادة 12، والفقرات 6 و8. متاح على الرابط أدناه

<http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex%3A32004L0025>

² انظر المرجع 1، Marco Ventoruzzo، ص 141:134، والتي تصف تطبيق قواعد الاستحواذ في المملكة المتحدة على قارة أوروبا بأنها "ذئب في ملابس الأغنام" لأنه يخدم عكس الغرض منه وذلك بترسيخ هيكل الملكية القائم في الشركة من خلال السماح للمساهم المسيطر الحالي بزيادة تكلفة عمليات الاستحواذ، ومن ثم منع عمليات الاستحواذ الفعالة بدلاً من حماية مساهمي الأقلية.

³ Shahira Abdel Shahid, *Corporate Governance Is Becoming a Global Pursuit: What Can Be Done in Egypt?* 42 (Cairo & Alexandria Stock Exch., Working Paper No.1, (2001), available at: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=286875; Shahira Abdel Shahid, *Institutional Reform: Privatization of the Egyptian Exchange* (unpublished Working Paper, 2004), available at: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=593365

والتي ناقشت الخطوات التي اتخذتها الحكومة المصرية لإحياء أسواق رأس المال المصرية وجذب المزيد من المستثمرين إليها.

الطبيعة القانونية لعروض الشراء الإلزامية

المساهم المسيطر – تعارض المصالح – أقلية المساهمين

(دراسة تحليلية مقارنة)

د. محمود عبد الحليم

مجلة الدراسات القانونية والاقتصادية

نظام مضاد للاستثمار من خلال الاستحواذ يتعارض مع السياسة العامة المصرية للإصلاح الاقتصادي. هذا، جنباً إلى جنب مع عدم وجود بنية قانونية متطورة، مما يسهم في فشل قواعد الاستحواذ التي تم استتساخها في القانون المصري. حيث أن قواعد الاستحواذ الموجودة تعوق تحقيق بعض الأغراض المنصوص عليها في اللائحة نفسها، مثل ضمان المساواة بين مساهمي الشركة المستهدفة وتحقيق مصالح الشركة بدلاً من المصالح الخاصة لمجلس الإدارة.¹

على الجانب الآخر، فقد جرت محاولة لتعزيز الرقابة القضائية على المنازعات التجارية، حيث أنشأت مصر محاكم متخصصة تسمى المحاكم الاقتصادية.² ويعد إنشاء المحاكم المتخصصة اتجاه متنامي في مصر، وكذلك في العديد من البلدان النامية الأخرى. والهدف من هذه المحاكم المتخصصة هو تحسين عملية إصدار الأحكام من خلال السماح للقضاة ذوي الخبرة بالتعامل مع القضايا التي تثير نزاعات تتعلق بمجال خبراتهم. إلا أنه ينبغي التمييز بين المحاكم المتخصصة والدوائر التجارية داخل المحاكم المدنية. فبسبب العدد الكبير من القضايا في المحاكم المدنية، تنقسم كل محكمة إلى عدة دوائر متخصصة تختص بالفصل في أنواع معينة من القضايا مثل القضايا المدنية أو التجارية.³ وهذا التقسيم مجرد تقسيم إداري داخلي في المحكمة نفسها، لا علاقة له بالاختصاص العام للمحاكم. وبالتالي، لا يجوز لدائرة في نفس المحكمة أن الامتناع عن نظر قضية معينة على أساس عدم اختصاصها

¹ لائحة سوق المال، المادة 327.

² انظر القانون رقم 120 لسنة 2008 بإنشاء المحاكم الاقتصادية، الجريدة الرسمية، العدد 21، 22 مايو 2008.

³ Nathan Brown, *Arab Judicial Structures: A Study Presented to the United Nations Development Program* (UNDP, POGAR, Aug. 2001), available at: http://www.deontologie-judiciaire.umontreal.ca/en/textes%20int/documents/ONU_STRUCTURE_JUDICIAIRE_ARABE.pdf

واختصاص دائرة أخرى في ذات المحكمة بشأن هذه القضية طالما أن تلك القضية كانت تدخل في اختصاص المحكمة.¹

وكان من المفترض أن تكون المحاكم الاقتصادية التي تم تأسيسها في عام 2008 صاحبة الاختصاص بالفصل في النزاعات التجارية التي تتجاوز قيمة معينة، بما في ذلك القضايا التجارية الجنائية.² ومما لا شك فيه أنه من المتوقع أن يمتد نطاق اختصاص المحاكم الاقتصادية ليشمل منازعات الشركات والمنازعات التي تتعلق بقوانين سوق المال إذا كانت تتجاوز الحد المقرر قانوناً.³ ومع ذلك، فقد أثار نزاع الاستحواذ المعروف بقضية موبينيل بعد إنشاء المحكمة الاقتصادية تنازحاً في الاختصاص بين المحاكم الاقتصادية والقضاء الإداري "مجلس الدولة".

حيث يمتد اختصاص القضاء الإداري ليشمل جميع المنازعات التي تثور بين الجهات الإدارية الحكومية من جهة وأشخاص القانون الخاص من جهة أخرى. ففي نزاع الاستحواذ "موبينيل"، ادعت المحاكم الإدارية اختصاصها بنظر النزاع على سند من القول أن النزاع ناشئ عن الطعن في قرار لجهة حكومية وهي الهيئة العامة للرقابة المالية الصادر بالموافقة على عرض شراء إلزامي للاستحواذ على كامل أسهم الشركة المصرية لخدمات التليفون المحمول "موبينيل". غير أن المحاكم الاقتصادية ادعت اختصاصها بالفصل في تلك الدعوى استناداً إلى أن موضوع النزاع ينطوي على معاملة استحواذ قيمتها أكثر من خمسة (5) ملايين جنيه مصري. وفي نهاية المطاف، فاز القضاء

¹ القانون رقم 120 لسنة 2008 بإنشاء المحاكم الاقتصادية، الجريدة الرسمية، العدد 21، 22 مايو 2008. انظر بصفة عامة، د.

سحر عبد الستار إمام يوسف، المحاكم الاقتصادية في القانون المصري، دار النهضة العربية، 2008.

² انظر المواد 4: 6 من القانون رقم 120 لسنة 2008 بإنشاء المحاكم الاقتصادية.

³ انظر المرجع السابق، المادة 6 والتي نصت على أنه "فيما عدا المنازعات والدعاوى التي يختص بها مجلس الدولة، تختص الدوائر الابتدائية بالمحاكم الاقتصادية، دون غيرها، بنظر المنازعات والدعاوى، التي لا تتجاوز قيمتها خمسة ملايين جنيه.... وتختص الدوائر الاستئنافية في المحاكم الاقتصادية، دون غيرها، بالنظر ابتداءً في كافة المنازعات والدعاوى المنصوص عليها في الفقرة السابقة إذا تجاوزت قيمتها خمسة ملايين جنيه أو كانت غير مقدرة القيمة".

الطبيعة القانونية لعروض الشراء الإلزامية

المساهم المسيطر – تعارض المصالح – أقلية المساهمين

(دراسة تحليلية مقارنة)

د. محمود عبد الحليم

مجلة الدراسات القانونية والاقتصادية

الإداري بالولاية القضائية لنظر النزاع. ولا شك أن هذا قد قوض دور المحاكم الاقتصادية وطرح العديد من التساؤلات بشأن سبب إنشائها ودرجة كفاءتها.

وقد أظهر تنازع الاختصاص بشأن نزاع الاستحواذ المشار إليه إلى عدم كفاءة النظام القضائي المصري في التعامل مع قضايا سوق المال. فالمشكلات التي أثارها تلك القضية لا تتعلق فقط بخبرة القضاة، ووضوح القوانين، وأساليب تفسير هذه القوانين وتنفيذها، ولكنها أيضاً تتعلق بالمسألة الأولية المتعلقة بالولاية القضائية للمحكمة. لذلك فهناك حاجة إلى تدخل تشريعي لحل هذه المسألة.

المطلب الثاني

غياب الأسانيد القانونية

يعتمد التوجه التشريعي المصري بشكل كبير على اللوائح التنفيذية وليس القوانين في تنظيم أحكام أسواق رأس المال. حيث يوفر قانون سوق رأس المال في مصر مبادئ توجيهية عامة لتنظيم مختلف مجالات قانون الأوراق المالية إلا أنه ترك التفاصيل لتنظيم اللوائح التنفيذية.¹ ولا شك أن العدد الكبير من التعديلات على اللائحة التنفيذية للقانون على مدى السنوات الماضية يفسر المرونة الكبيرة لقانون سوق المال.² وهذا يوفر للسلطة التنفيذية طريقة

¹ انظر المرجع 4، ص 54.

² انظر المرجع السابق، (المرجع 83)، والذي أشار إلى أنه قد تم تعديل لائحة سوق المال أكثر من عشر مرات في أقل من خمس سنوات. وتشمل هذه التعديلات بموجب القرارات الوزارية رقم 2004/46 و 2005/192 و 2006/1 و 2006/14 و 2006/139 و 2006/140 و 2006/141 و 2006/301 و 314 و 2006 و 2007/84 و 12 / 2007، 2008/126 وغيرها. انظر أيضاً،

سريعة وسهلة للتعامل مع تطورات السوق وتنظيم مجموعة متنوعة من الأنشطة بإضافة عدد قليل من المواد إلى اللائحة التنفيذية دون الحاجة إلى تعديل النظام الأساسي نفسه عن طريق السلطة التشريعية.¹ وعلى الرغم من فوائد هذا النهج والتي تتمثل في السرعة والمرونة وتوفير الوقت، إلا أن التنظيم من خلال اللوائح التنفيذية قد يعوق الضمانات الإجرائية والموضوعية الهامة التي قد تؤثر على جودة هذه اللوائح. فمن الناحية الإجرائية - حيث أن اللوائح يتم إصدارها من الوزير المختص - فإن اللوائح التنفيذية لا تتطلب الضمانات المتوافرة لعملية إصدار القوانين والتي تشمل الصياغة المهنية، ومراجعة اللجنة المتخصصة وتنقيحها، والنقاش البرلماني.² ومن الناحية الموضوعية، فإن أي قانون يصدره البرلمان يأتي مع المذكرة الإيضاحية التي تمثل التوجيه لفهم أحكام القانون كما تلتزم بالتفسير السليم لهذه الأحكام.³ وتؤدي جميع هذه الإجراءات إلى وضع نظام قانوني أكثر وضوحاً وصياغة، حيث أن عدم مراعاة تلك الإجراءات في عملية وضع اللائحة له أثر كبير على جودة وتماسك لائحة الاستحواذ المصرية.

والأهم من ذلك، أنه نظراً لأن اللوائح التنفيذية ضرورية لتطبيق قانون معين، فإنها لا تكون صالحة إذا كانت تخالف أو تضيف إلى القانون المعني. ومن ثم، يجوز للسلطة التنفيذية أن تصدر لوائح تنفيذية عند الضرورة لتطبيق

د. محمد تنوير الرفاعي، دور الهيئة العامة لسوق المال في حماية أقلية المساهمين في شركات المساهمة "دراسة مقارنة"، رسالة دكتوراه، جامعة القاهرة، ٢٠٠٦، ص 25:23، والتي تتناول خاصية المرونة في قانون سوق رأس المال المصري كواحدة من أهم السمات المميزة له.

¹ انظر المرجع 4 ص 55، فعلى سبيل المثال، تمت إضافة العديد من الأنشطة المتعلقة بالأوراق المالية، مثل تنظيم شراء الأوراق المالية بالهامش، واقتراض الأوراق المالية بغرض البيع، والتوريق. كما وضعت لائحة سوق المال قواعد تحظر التلاعب بالأسعار والتداول من الداخل في الباب الحادي عشر.

² انظر المرجع السابق ص 54، (المرجع 84).

³ انظر المرجع السابق.

الطبيعة القانونية لعروض الشراء الإلزامية

المساهم المسيطر - تعارض المصالح - أقلية المساهمين

(دراسة تحليلية مقارنة)

د. محمود عبد الحليم

مجلة الدراسات القانونية والاقتصادية

القوانين دون تعديل أو تعطيل أو إعفاء من تطبيق أحكام تلك القوانين على نحو لم يرده المشرع عند إصدارها.¹ ولا يعني منح هذه الصلاحية التنظيمية للسلطة التنفيذية أن السلطة التشريعية تتنازل عن سلطتها في التشريع. لكنه بدلاً من ذلك، تستخدم السلطة التنفيذية سلطتها لإصدار القواعد التفصيلية اللازمة لتطبيق قانون دون إضافة أو تعديل أو تعطيل أيًا من أحكام هذا القانون.

كما أن صدور القرار من غير المختص قانوناً بإصداره يعد عيباً من عيوب عدم الاختصاص البسيط التي يترتب عليه فقط اعتبار القرار مخالفاً للقانون ويكون محلاً للطعن في المواعيد القانونية أما عيب عدم الاختصاص الجسيم ينحدر بالقرار إلى درجة الانعدام والذي من أثره عدم تقييد الطعن عليه بالميعاد القانوني، ومؤدى ذلك أن عيب عدم الاختصاص الجسيم لا يكون إلا في حالة اغتصاب مصدر القرار لاختصاص سلطة أخرى أناط بها المشرع سلطة إصدار القرار وهو ما يعد نوعاً من أنواع اغتصاب السلطة، ومثال ذلك إصدار السلطة التنفيذية قراراً من اختصاص السلطة التشريعية أو أن تصدر وزارة معينة قراراً في شأن من شئون وزارة أخرى لا يدخل في اختصاصها، أما غير ذلك من حالات عدم الاختصاص التي تعترى القرار الإداري بسبب تداخل الاختصاصات أو تفسيرات القوانين أو قرارات التفويض، فإنها تعيب القرار بعيب مخالفة القانون ولا تنحدر به إلى درجة الانعدام.² وبالتالي، فإن نطاق اللائحة التنفيذية يقتصر بشكل أساسي على القانون الذي تعمل على تنفيذه. ولذلك، لا يمكن أن

¹ انظر المرجع السابق ص 55:54.

² المحكمة الإدارية العليا، الطعن رقم 1889 لسنة 38 قضائية، جلسة 19 مارس 1996 (96)، ص 843.

تتجاوز اللائحة التنفيذية نطاق القانون الذي تقوم بتفصيل وبيان أحكامه.¹ وإلا عدت اللائحة التنفيذية غير مشروعة ويتعين إلغاؤها.

وجدير بالذكر أن قانون سوق المال لم يكن يتضمن أحكاماً لتنظيم عمليات الاستحواذ حتى عام 2018،² حيث كانت المادة الثامنة من القانون تفرض بعض متطلبات الإفصاح فقط وذلك عند الحصول على نسبة معينة من الأوراق المالية أو حقوق التصويت في الشركة الخاضعة لأحكامه.³ وفيما عدا هذه الحالة، فإنه لم يكن يرد ذكر لعمليات الاستحواذ في القانون بأكمله. كما أن أحكام الاستحواذ قد أضيفت إلى اللائحة التنفيذية من خلال إضافة الباب الثاني عشر ضمن مواد اللائحة التنفيذية لقانون سوق المال من خلال الإلزام بتقديم عرض شراء إلزامي، وتقييد مجلس الإدارة في الشركة المستهدفة لمواجهة العرض، وفرض العديد من الالتزامات على مقدم العرض. وهذا كان يثير تساؤلات كبيرة بشأن تماسك هذا التنظيم لعدم وجود الأساس القانوني له في قانون سوق المال، وبالتالي تكون جهة الإدارة الممثلة في وزير الاستثمار قد أصدرت أحكاماً لا تدخل في اختصاصاتها المقررة قانوناً، كما أن قانون سوق المال لم يعط جهة الإدارة سلطة إصدار مثل تلك الأحكام، وبالتالي فإن ذلك يعد استحداثاً لأحكام قانونية لما يتناولها المشرع بالتنظيم مما يعد اغتصاباً من جهة الإدارة لسلطة التشريع. ولا شك أن هذا قد يعرض اتفاقات الشراء الإلزامي السابقة على تعديل قانون سوق المال في عام 2018 لخطر البطلان.

وعلى الجانب الآخر، فقد حدث التحول الفرنسي لقواعد الاستحواذ الأوروبية على خطوتين. الأولى، عندما تم تعديل القانون ليشمل مبادئ توجيهية الاستحواذ الأوروبي (القانون رقم 2006-387 المؤرخ في مارس 2006 والذي

¹ انظر المرجع 4 ص 55.

² انظر المرجع السابق ص 64.

³ قانون سوق المال، المادة 8.

الطبيعة القانونية لعروض الشراء الإلزامية

المساهم المسيطر – تعارض المصالح – أقلية المساهمين

(دراسة تحليلية مقارنة)

د. محمود عبد الحليم

مجلة الدراسات القانونية والاقتصادية

يعدل القانون النقدي والمالي الفرنسي)، وفي الخطوة الثانية أدرجت إجراءات تنفيذ هذا القانون في لوائح هيئة سوق المال.¹ فعلى سبيل المثال، عدلت المادة 3-433 L من القانون النقدي والمالي الفرنسي لتعكس القواعد الجديدة لتحديد سعر عرض الشراء الإلزامي.² ثم حددت لوائح هيئة سوق المال كيفية تطبيق مثل هذه القواعد وحددت الحالات التي قد تتطلب تغيير في ذلك السعر.³

ويتضح مما سبق، أن تنظيم عمليات الاستحواذ من خلال اللوائح التنفيذية فقط حتى عام 2018، قد أثار الكثير من الجدل حيث وضعت السلطة التنفيذية نفسها في موقف المشرع وأصبحت تجمع بين وظيفة صنع التشريعات ووظيفة تنفيذ تلك التشريعات. فعدم وجود أساس قانوني للوائح الاستحواذ المصرية كان ينتهك مبدأ الفصل بين السلطات وكان يشير إلى عدم وجود بنية تحتية قانونية سليمة. فقد كان تنظيم الاستحواذ المصري مشوباً بالبطلان حتى عام 2018 بسبب ضعف الأساس القانوني الذي يستند عليه. لذا فبعد مرور ما يقرب من عشر سنوات على إصدار لائحة الاستحواذ عام 2007 قام المشرع المصري بتعديل قانون سوق المال لإرساء الأساس القانوني لها، إلا أن هذا لا يعني أن المشرع قد نظم تفصيلاً أحكام الاستحواذ، فقد تضمن التعديل فقط على انعقاد الاختصاص للسلطة التنفيذية بتنظيم أحكام عروض الشراء وعمليات الاستحواذ على الأسهم من خلال اللائحة

¹ انظر المرجع 1.

² انظر المرجع السابق، المادة 13/231.

³ انظر المرجع السابق، المادة 6/234.

التنفيذية التي تصدر عنها، وذلك تجنباً لشبهات البطلان التي كانت تلاحق أحكام الاستحواذ في اللائحة التنفيذية.¹

المطلب الثالث

القصور التشريعي لقاعدة عرض الشراء الإلزامي

كان للافتقار إلى البنية التحتية القانونية السليمة والسياسات الواضحة التي تم وضع تنظيم الاستحواذ المصري بناء عليها أثر سلبي على جودة أحكامه. هذا التأثير السلبي جاء من النسخ المباشر من القانون الفرنسي على الرغم من أن القاعدة المنسوخة قد تلغي الغرض من وضع تلك اللوائح. كما يكشف هذا التنظيم أيضاً عن سوء في صياغة مواد اللائحة، وكذلك عن غموض في بعض أحكامها. حيث قد نظمت لائحة سوق المال متطلبات العرض الإلزامي لأول مرة، وقد كان هذا إضافة إلى قانون سوق المال من خلال لائحته التنفيذية وهو ما يكفي لانتهاك التسلسل الهرمي للقانون لجعل هذا التنظيم باطلاً حتى عام 2018. فقاعدة عرض الشراء الإلزامي هي مثال واضح على الافتقار إلى المبادئ التوجيهية التشريعية والإجراءات القانونية الواجبة التطبيق.

والتساؤل الأول الذي تثيره قاعدة عروض الشراء الإلزامية في القانون المصري يتعلق بالحد المطلوب لتطبيقها أي نسبة رأس المال التي تمكن حائزها من السيطرة على الشركة وبالتالي مدى إلزامه بتقديم العرض. فقد حددت

¹ القانون رقم 17 لسنة 2018 بتعديل بعض أحكام قانون سوق رأس المال الصادر بالقانون رقم 95 لسنة 1992، الجريدة الرسمية، العدد 10 مكرر (هـ)، 2018/3/14، المادة 1. والتي نصت على استبدال المادة 8 من قانون سوق المال بالنص التالي؛
"تنظم اللائحة التنفيذية لهذا القانون أحكام عروض الشراء وعمليات الاستحواذ على الأسهم وغيرها من الأوراق المالية القابلة للتحويل إلى أسهم في الشركات المقيدة لها أوراق مالية في بورصات الأوراق المالية، أو التي طرحت أوراقاً مالية في اكتتاب عام، أو من خلال طرح عام ولو لم تكن مقيدة في بورصات الأوراق المالية، وعلى الأخص ما يأتي:
(أ) ضوابط ومتطلبات حماية حقوق الأقلية من المساهمين؛
(ب) الحالات التي يتعين فيها تقديم عروض إلزامية لشراء الأوراق المالية؛
(ت) الإجراءات التنفيذية ومتطلبات الإفصاح الخاصة بعروض الشراء أو عمليات الاستحواذ؛
(ث) الحالات التي يتعين فيها الإفصاح المسبق أو اللاحق لعمليات شراء أو بيع الأوراق المالية ببورصات الأوراق المالية."

الطبيعة القانونية لعروض الشراء الإلزامية

المساهم المسيطر - تعارض المصالح - أقلية المساهمين

(دراسة تحليلية مقارنة)

د. محمود عبد الحليم

مجلة الدراسات القانونية والاقتصادية

اللائحة المصرية حداً عاماً لإطلاق العرض الإلزامي وهو الحصول على ثلث رأس المال أو حقوق التصويت في الشركة المستهدفة. ويعتبر هذا الحد هو المستوى المفترض للملكية التي تسمح للمساهم بالسيطرة على الشركة. حيث أنه إذا تم تحديد هذا الحد عند نسبة مرتفعة جداً من الملكية، فإنه يمكن للمستحوذ أن يحصل على السيطرة الفعلية على الشركة دون الاضطرار إلى طرح عرض إلزامي، مما يقوض الغرض من وجود تلك القاعدة. وقد تضمنت لائحة الاستحواذ حد الثلث من اللوائح الفرنسية. غير أن المشرع الفرنسي قد خفض هذه النسبة إلى 30% في عام 2011.¹ وعلى الرغم من أن الشركات المصرية لديها تركيز أعلى بكثير في نسبة الملكية،² مما يقوض مشكلة السيطرة الفعلية على الشركات، فإنه من غير الواضح الأساس الذي تم تحديد تلك النسبة استناداً إليه. فمن المرجح أن يكون ذلك نتيجة لاستنساخ اللائحة الفرنسية فقط - التي تم تعديلها فيما بعد إلى 30% - مما يدل على النسخ الحرفي للقواعد.

كما أن سعر العرض الإلزامي يعد أحد المشاكل الرئيسية في تنظيم الاستحواذ المصري. حيث تنص المادة 354 من اللائحة على أنه "لا يجوز أن يقل سعر عرض الشراء الإلزامي عن أعلى سعر دفعة مقدم العرض أو أحد الأشخاص المرتبطة في عرض شراء سابق خلال الاثنا عشر شهراً السابقة على تقديم عرض الشراء المعنى".³ وبناء على ذلك فهناك مسألتان تثيرهما هذه المادة، الأولى تتعلق بفترة الاثنا عشر شهراً من حساب السعر، والثانية تتعلق

¹ انظر المرجع السابق، المادة 6/234.

² Shahira Abdel Shahid, *Does Ownership Structure Affect Firm Value? Evidence from the Egyptian Stock Market* 14 (unpublished Working Paper, 2003), available at <http://papers.ssm.com/sol3/papers.cfin?abstractid=378580>

³ لائحة سوق المال، المادة 1/354.

بطريقة تحديد هذا السعر. فقد اتبعت اللوائح المصرية نهج التنظيم الفرنسي التي تقضي بضرورة ألا يقل السعر عن أعلى سعر دفعه مقدم العرض خلال الاثنا عشر شهراً السابقة للعرض المعني.

ومع ذلك، وخلافاً للوائح الفرنسية، لم تعتمد لوائح الاستحواذ المصرية آلية لتعديل الأسعار والتي تسمح للهيئة العامة للرقابة المالية بتعديل السعر في بعض الحالات التي يتم فيها تغيير السعر بشكل كبير.¹ ففي عالم أسواق الأوراق المالية، فإن مدة الاثنا عشر شهراً تعد وقتاً طويلاً جداً حيث قد تتغير خلاله قيمة الأوراق المالية بشكل كبير، في حين أن النص على فترة قصيرة جداً من الوقت تعتبر أيضاً فكرة غير صائبة حيث قد تكون قيمة الأوراق المالية عرضة لتأثير فقاعات المضاربة Speculation Bubbles.² ففي مسألة تحديد سعر العرض، فإن الفترات الطويلة كفترة الاثنا عشر شهراً مثل الوضع في فرنسا ومصر تعد غير محبذة مقارنة بالفترات القصيرة نسبياً.³ لذا ينبغي في الحالات التي تطبق فيها فترة الاثنا عشر شهراً، أن يتم وضع آلية لتعديل الأسعار لضمان الوصول إلى قيمة عادلة. كما يعد الشاغل الحقيقي بشأن سعر العرض الإلزامي في القانون المصري هو طريقة تحديد هذا السعر. حيث تشترط اللائحة أن يكون السعر هو أعلى سعر دفعه مقدم العرض في عرض شراء سابق على مدى الاثنا عشر شهراً السابقة لبدء عرض الشراء القائم.⁴ إلا أنه ليس من الواضح ما الذي سيحدث إذا كان عرض الشراء المعني هو

¹ انظر المرجع 1، المادة 6/234.

² هو وصف لحالة تحدث عندما تتسبب المضاربة على أسهم شركة ما في تزايد سعرها، ووقتها قد يبلغ سعر هذه الأسهم مستويات قياسية غير مسبوقه، وهو ما يمكن تشبيهه بانفجار البالون، حتى يبلغ مرحلة ما يسمى بانفجار الفقاعة أو البالون (الانهيار) والذي يترتب عليه حدوث هبوط حاد ومفاجئ في سعر هذه الأسهم، انظر في تفصيل ذلك

Erik F. Gerding, *Laws Against Bubbles: An Experimental-Asset-Market Approach to Analyzing Financial Regulation*, 2007 WIS. L. REV. 979, (2007), available at <https://scholar.law.colorado.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1321&context=articles>

³ انظر المرجع 1، ص 199:198، والذي أشار إلى أن القانون الألماني يتبنى مدة قصيرة هي 3 أشهر.

⁴ لائحة سوق المال، المادة 326، والتي تعرف عرض الشراء العام بأنه "عرض يطرح لشراء الأوراق المالية للشركات الخاضعة لنطاق

الطبيعة القانونية لعروض الشراء الإلزامية

المساهم المسيطر - تعارض المصالح - أقلية المساهمين

(دراسة تحليلية مقارنة)

د. محمود عبد الحليم

مجلة الدراسات القانونية والاقتصادية

العرض الأول من مقدم العرض، ففي هذه الحالة كيف سيتم تقدير سعر الأسهم محل العرض. فبالنظر للتنظيم الفرنسي - الذي يعد المصدر الرئيسي للتنظيم المصري - نجد أنه يقتضي أن يكون سعر العرض الإلزامي مساوياً على الأقل لأعلى سعر يدفعه مقدم العرض خلال فترة الاثنا عشر شهراً السابقة للحدث الذي أدى إلى الالتزام بتقديم عرض الشراء المقترح.¹

أما الحكم المناظر في القانون المصري نجد أنه يشترط ألا يقل سعر عرض الشراء الإلزامي عن أعلى سعر دفعة مقدم العرض في "عرض شراء سابق خلال الاثنا عشر شهراً السابقة على تقديم عرض الشراء المعنى". فبقراءة هذا النص بمعزل عن الأحكام الأخرى نجد أنه يشترط وجود عرض شراء سابق على عرض الشراء القائم حتي يتم دفع نفس السعر لباقي المساهمين، وهذا قد يتم تفسيره بوجود تمييز بين المساهمين، حيث أن حصول المساهمين في عرض الشراء الإلزامي على أعلى سعر دفعه مقدم العرض يتطلب أن يكون هذا السعر قد تم دفعه في عرض شراء سابق، أما إذا دفع مقدم العرض سعراً معيناً في أية معاملة فردية - غير عرض الشراء - خلال الاثنا عشر شهراً السابقة على تقديم العرض القائم فإنه لا يلتزم بتقديم نفس السعر لباقي المساهمين المعنيين بعرض الشراء وبالتالي

التطبيق الوارد بالمادة (325) من هذه اللائحة من مالكيها، سواء كان مقابل الشراء نقداً أو مبادلة بأوراق مالية أخرى أو عرضاً مختلطاً، أو عرضاً مختلطاً يجمع بين المقابل النقدي والمبادلة معاً، وسواء كان العرض إلزامياً أو اختيارياً.

¹ انظر اللائحة العامة لهيئة سوق المال الفرنسية الصادرة في سبتمبر 2006، المادة 6/234.

يمكن أن يدفع سعراً أقل في حالة العرض الإلزامي، وهذا يعد إخلالاً بمبدأ المساواة بين المساهمين الوارد بلائحة الاستحواذ المصرية.¹

لذا فإنه من غير الراجح أن يكون المقصود من صياغة المشرع المصري هو "عرض الشراء السابق" لأنه قد يؤدي لعدم المساواة بين المساهمين؛ ولكن بدلاً من ذلك - بقراءة الأحكام الأخرى - فإن التفسير الصحيح هو "أعلى سعر تم دفعه في معاملة سابقة". ويعد هذا التفسير الأخير - على الرغم من أنه يتعارض مع النص الصريح للمادة - أكثر اتساقاً مع أحكام الأنظمة المناظرة كلائحة الاستحواذ الفرنسية.

كما أن لوائح الاستحواذ المصرية تطبق فترة الاثني عشر شهراً لحساب السعر دون وجود أي آلية لتعديل الأسعار وفقاً لمتطلبات السوق ومراعاة للتغيرات التي قد تطرأ على السعر خلال تلك الفترة الطويلة نسبياً. وعلاوة على ذلك، تنص اللائحة المصرية على ألا يقل السعر عن الثمن المدفوع في عرض الشراء السابق، مع إغفال حالة ما إذا كان عرض الشراء الإلزامي يمثل عرض الشراء الأول من قبل مقدم العرض. ومما لا شك فيه أن هذه المادة سيئة الصياغة والإعداد، مما يسلط الضوء على نتيجة أخرى لتنظيم عمليات الاستحواذ من خلال اللوائح التنفيذية وتجاهل تنظيمها في إطار القانون.²

وعلى الرغم من القصور الوارد في النص سالف الذكر فإن المشرع لم يراع ذلك عن إجراءات تعديلاً شاملاً للائحة الاستحواذ في عام 2018، وإنما قد ظل هذا النص دون تغيير دون الأخذ في الاعتبار المشكلات التي قد سببها منذ إصداره بهذه الصياغة السيئة.

¹لائحة سوق المال، المادة 327.

²والواقع أنه يمكن أن يتم أيضاً صياغة القوانين ذاتها بشكل سيء. بيد أن عملية وضع القوانين توفر حد أدنى من الضمانات لصياغة أفضل، من خلال مرورها بمراحل متعددة وعرضها على أكثر من جهة مختصة.

الطبيعة القانونية لعروض الشراء الإلزامية

المساهم المسيطر – تعارض المصالح – أقلية المساهمين

(دراسة تحليلية مقارنة)

د. محمود عبد الحليم

مجلة الدراسات القانونية والاقتصادية

كما أن القانون الفرنسي لم يتبنى المادة 11 من توجيه الاستحواذ الأوروبي بشأن قاعدة النفاذ ضمن لائحته المنظمة للاستحواذ، والتي تقيد الشركة المستهدفة من تطبيق تكتيكات دفاعية سابقة على تقديم عرض الاستحواذ المحتمل.¹ وعلى خطى اللائحة الفرنسية، جاءت لائحة الاستحواذ المصرية خالية من قاعدة النفاذ. وكما تمت الإشارة سابقاً، فإن هذا يرجع إلى اختلاف الدوافع وراء التنظيم الفرنسي والتنظيم المصري.² حيث يهدف المشرع الفرنسي إلى حماية الصناعات الوطنية من التهديد من جانب المستثمرين الدوليين؛ في حين أن مصر تريد جذب المزيد من الاستثمارات إلى أسواقها.

وينعكس ذلك بشكل أوضح في تنظيم قاعدة عدم الإحباط في كل من النظامين الفرنسي والمصري. ففي حين أن كلاهما يقيد مجلس إدارة الشركة المستهدفة من إحباط عرض الشراء، إلا أن الاستخدام الفرنسي للتدابير المضادة للاستحواذ أكثر تطوراً مما هو عليه في القانون المصري، والتي لا تكاد تذكر أي إشارة لتلك التكتيكات الدفاعية.³ ففي الواقع، فإن إغفال القانون المصري لقاعدة النفاذ سمح بكثير من الحرية لمجلس إدارة الشركات المستهدفة - الذي يهيمن عليه المساهمين المسيطرين - لمقاومة عرض الاستحواذ. وهذا لا يقوض أهمية قاعدة عدم الإحباط فحسب، بل إنه يجعل من الصعب للغاية أن تتجح عملية الاستحواذ العدائية، لا سيما عندما يفترن ذلك بشرط العرض

¹ انظر المطلب السابق.

² انظر المرجع السابق.

³ انظر المرجع. **Error! Bookmark not defined.**، ص 1: 5، والذي تناول التدابير الدفاعية المتاحة للشركات الفرنسية المستهدفة قبل وبعد إدراج أحكام توجيه الاستحواذ الأوروبي، مشيراً إلى أن تلك الأحكام سمحت للشركات الفرنسية بمجموعة أوسع من الدفاعات.

الإلزامي الذي يرفع من سعر الصفقة بشكل كبير. ولا شك أن هذه الصعوبة في نجاح تنفيذ عملية الاستحواذ تقلل من دور السوق في السيطرة على الشركات كما تقلل أيضا الحماية التي توفرها للمساهمين. فاستتساخ القواعد الفرنسية يقدم التفسير المنطقي للنتيجة غير المثمرة لللائحة الاستحواذ المصرية.

وعلى صعيد قانون الشركات، فإن الشركات المصرية تتميز بتركيز الملكية بدرجة كبيرة، مما يجعل حماية حقوق أقلية المساهمين مسألة هامة، لذا فإن تنظيم الاستحواذ المصري قد تناول هذه المسألة حيث جعل من حماية مساهمي الأقلية أحد الأهداف الرئيسية له.¹ والذي تضمن قسم فرعي بعنوان "حماية حقوق الأقلية من خلال عروض الشراء".² فالمادة 375 من اللائحة تعطي هيئة الرقابة المالية السلطة التقديرية لإلزام المساهم المسيطر الجديد على طرح عرض لشراء أسهم مساهمي الأقلية عند نجاح عرض الشراء الأصلي في حالتين. الأولى، قيام المساهمين المالكين لما لا يقل عن 3% من رأسمال الشركة بتقديم طلب للهيئة العامة للرقابة المالية خلال اثني عشر شهراً من عملية الاستحواذ على نسبة 90% على الأقل من رأس مال الشركة المستهدفة أو حقوق التصويت من قبل المستحوذ، وبذلك يلتزم المساهم المسيطر بشراء أسهم الأقلية. وتقرر الهيئة بعد ذلك الموافقة على هذا الطلب أم لا بناء على ظروف السوق السائدة والمعلومات المتاحة. فإذا تمت الموافقة على الطلب، فإن الهيئة تطلب من المساهم المسيطر تمديد عرض الشراء لفترة محددة. أما الحالة الثانية، ففيها قد تلزم الهيئة العامة للرقابة المالية المساهم المسيطر الذي يعتزم إدخال تغيير جوهري على أحكام النظام الأساسي للشركة أو الدخول في اتفاق للاندماج مع شركة أخرى بتقديم عرض شراء لأسهم أقلية المساهمين بنفس سعر العرض الذي مكنه من الاستحواذ على نسبة 90% من أسهم الشركة

¹لائحة سوق المال، المادة 3/327، 6، والتي نصت على ضرورة "3- مراعاة المساواة وتكافؤ الفرص فيما بين مالكي الأوراق المالية محل عرض الشراء، وكذلك فيما بين الأشخاص المعنية بالعرض؛ 6- مراعاة حماية حقوق مساهمي الأقلية بالشركة المستهدفة بالعرض وعدم الإضرار بمصالحهم".

²انظر المرجع السابق.

الطبيعة القانونية لعروض الشراء الإلزامية

المساهم المسيطر – تعارض المصالح – أقلية المساهمين

(دراسة تحليلية مقارنة)

د. محمود عبد الحليم

مجلة الدراسات القانونية والاقتصادية

المستهدفة.¹ وفي كلتا الحالتين، يجب أن يكون سعر العرض مساوياً على الأقل لأعلى سعر دفعه مقدم العرض في عرض شراء خلال الاثني عشر شهراً السابقة لإطلاق هذا العرض للأقلية، كما يجب أن يتم دفع السعر نقداً وليس بطريق المبادلة.²

وعلى الرغم من أن هذا العرض الإلزامي يوفر لمساهمي الأقلية خروجاً من الشركة بسعر عادل، إلا أن هذه الحماية قد تبدو وهمية. حيث أن هذه الآلية تزيد من مشكلة الاستفادة المجانية Free-Rider لأنها تسمح لمساهمي الأقلية بالخروج من الشركة بعد عام من الاستحواذ الناجح عليها. وبالإضافة إلى ذلك، فإن اشتراط أن يكون السعر نقداً يضع عبئاً ثقيلاً على المستحوذ، الذي قد يجد صعوبة في توفير المبلغ النقدي اللازم لإتمام الصفقة.³ وهذا قد يعيق عمليات الاستحواذ بوجه عام. علاوة على ذلك، فإن اللائحة لا تمنح مساهمي الأقلية سوى الحق في أن تطلب من الهيئة إلزام المساهم المسيطر بتقديم عرضاً لشراء أسهمهم وللهيئة أن تقرر ما تراه. وبذلك فإن السلطة التقديرية للهيئة – التي ليست مستقلة تماماً ولا مختصة تماماً – أصبحت موضعاً لعدد التساؤلات.⁴

ونظراً لأن جزءاً من حماية مساهمي الأقلية ينطوي على تخفيف تكاليف الوكالة وتحقيق التوازن بين مصالح

الأطراف المختلفة، فإنه من المنطقي منح المساهم المسيطر الحق في إخراج مساهمي الأقلية من الشركة - Squeeze-

¹ انظر المرجع السابق، المادة 357.

² انظر المرجع السابق، المادة 358.

³ وعادة ما ترتبط مشكلة السيولة بالتركيز العالي لملكية الشركات، انظر في تفصيل ذلك

Frank Heflin & Kenneth W. Shaw, *Blockholder Ownership and Market Liquidity*, 35 J. FIN. & QUANT. ANAL. 621 (2000).

⁴ انظر المطلب السابق.

Out في أعقاب نجاح عملية الاستحواذ. وخلافاً للعرض الإلزامي في الحالة السابقة، فإن آلية الإخراج الجبري هذه ستشجع على نمو سوق الاستحواذ بعد وضع الضوابط اللازمة لإجرائه.

وبعد تطبيق توجيه الاستحواذ الأوروبي في فرنسا، أدخل التنظيم الفرنسي آلية الإخراج الجبري لأقلية المساهمين Squeeze-Out. حيث تسمح اللائحة لمن يستحوذ على 95% من رأس مال الشركة بشراء أسهم مساهمي الأقلية خلال ثلاثة أشهر من انقضاء العرض الرئيسي للاستحواذ وبنفس سعر ذلك العرض.¹ وعلاوة على ذلك، وخلافاً لقواعد إخراج الأقلية السابقة التي كانت تقضي بأن يكون المقابل نقدياً فقط عند إخراج الأقلية، إلا أن قاعدة إخراج الأقلية الأحدث تنص على أن مقدم العرض قد يقدم أوراق مالية مقابل حصص الأقلية.²

وبخلاصة القول، فإن تنظيم الاستحواذ المصري لم يلقي النجاح المنتظر لأنه يلغي العرض الذي شرع من أجله وهو تشجيع عمليات الاستحواذ.³ فبالإضافة إلى الأسباب المتعلقة باختلاف الدافع وعدم وجود إطار مؤسسي مناسب، فإنه يمكن أن يعزى القصور أيضاً إلى: (1) زيادة تكلفة عمليات الاستحواذ بسبب قاعدة العرض الإلزامي؛ (2) إغفال قاعدة النفاذ الذي يقوض تأثير قاعدة عدم الإحباط ويعزز من وضع المساهم المسيطر القائم؛ (3) عدم توفر الحماية المناسبة لمساهمي الأقلية.⁴ وبالتالي، فإن المستفيدين الرئيسيين من أنظمة الاستحواذ الحالية هم المساهمون المسيطرون، في حين أن مساهمي الأقلية لا يتمتعون بحماية كافية، كما أن مقدمي عرض الاستحواذ غالباً ما يكونوا في وضع ضعيف.

¹لائحة الاستحواذ الفرنسية لعام 2006، المادة 14/237، 14.

² انظر المرجع 1، المادة 14/237.

³ انظر المطلب السابق.

⁴ انظر المطلب السابق.

الطبيعة القانونية لعروض الشراء الإلزامية

المساهم المسيطر – تعارض المصالح – أقلية المساهمين

(دراسة تحليلية مقارنة)

د. محمود عبد الحليم

مجلة الدراسات القانونية والاقتصادية

المبحث الثالث

التطبيقات القضائية لعروض الشراء الإلزامية

"قضية شركة موبينيل"

تعد قضية موبينيل هي التطبيق المتكامل لتنظيم الاستحواذ المصري الجديد في المحاكم المصرية. حيث تضمنت القضية نزاعاً طويلاً بين شركة فرانس تليكوم France Telecom الفرنسية وشركة أوراسكوم تليكوم Orascom Telecom المصرية حول السيطرة على شركة موبينيل للاتصالات، وهي شركة ذات غرض وحيد Special Purpose Vehicle (SPV) أنشئت خصيصاً لتملك والسيطرة على الشركة المصرية لخدمات التليفون المحمول (ECMS). وقد بدأ النزاع بعد حكم التحكيم باستحواذ فرانس تليكوم على موبينيل،¹ حيث قدمت الشركة عرض شراء إلزامي لجميع المساهمين في الشركة المصرية لخدمات التليفون المحمول. وفي نهاية المطاف، فشلت في الاستحواذ عليها بسبب الغموض في تفسير اللوائح، وبسبب فشل الهيئة العامة للرقابة المالية في التعامل مع ذلك النزاع.

فمن الناحية المؤسسية، وجهت قضية موبينيل الأنظار إلى تنازع الاختصاص بين المحاكم الإدارية والمحاكم

¹ حكم محكمة التحكيم التابعة لغرفة التجارة الدولية ICC، دعوى رقم 15123 اف. ام بين شركة أوراسكوم تليكوم القابضة ش.م.م "مصر"، وشركة فرانس تليكوم اس ايه "فرنسا"، تاريخ 2009/3/10، حيث ألزمت المحكمة شركة أوراسكوم ببيع حصتها بالكامل في شركة موبينيل والبالغة 29% إلى شريكها فيها شركة فرانس تليكوم التي تمتلك حصة قدرها 71%. انظر في تنفيذ أحكام التحكيم: د. عاطف محمد الفقي، قانون التحكيم المصري في المواد المدنية والتجارية رقم 27 لسنة 1994، دار النهضة العربية، سنة 2015، ص300 وما بعدها.

الاقتصادية، والذي حسم في نهاية المطاف لصالح المحاكم الإدارية.¹ وبدون التشكيك في قدرة المحاكم الإدارية على النظر في هذا النوع من المنازعات،² فإن طبيعة المحكمة – بوصفها محكمة عامة للقانون – غير المتخصصة وغير ذات الخبرة في نزاعات المعاملات التجارية – أثرت دون شك على قراراتها. فعلى سبيل المثال، فقد استندت المحكمة لإلغاء عرض الشراء الذي تقدمت به شركة فرانس تليكوم، إلى فشل الهيئة العامة للرقابة المالية في الامتثال لمتطلبات المادة 336،³ التي تلزم الهيئة بإخطار البورصة المصرية فوراً بموافقتها على تقديم أي عرض عام بالشراء وبمذكرة المعلومات الخاصة بها، حيث يسمح هذا الإجراء للمساهمين بالحصول على الوقت الكافي لدراسة العرض من خلال إتاحة المعلومات للجمهور حتى قبل أن تعلن الهيئة عن موافقتها على العرض. وعلى الرغم من أن اللائحة لا تنص تحديداً على سبل لعلاج مثل هذا الانتهاك، إلا أن المحكمة قد ارتأت لها أن إلغاء هذا العرض هو الإجراء المناسب.⁴ لكن المحكمة تجاهلت أن إلغاء العرض في هذه القضية، سيؤدي لمعاينة الشركة الفرنسية مقدمة العرض لخطأ ليس من صنعها، ولكن من صنع الهيئة العامة للرقابة المالية. فالمحكمة بوصفها محكمة عامة للفصل في النزاعات القانونية التي تكون جهة الإدارة طرفاً فيها ليست متخصصة بالفصل في المنازعات التجارية، حيث تميل إلى حماية المصلحة العامة على الرغم من أن حقيقة النزاع تتطوي على أطراف خاصة. وينطبق ذلك بشكل خاص في ضوء أن المساهمين سيكون لديهم عشرون (20) يوماً على الأقل لفحص العرض واتخاذ قرار بشأنه،⁵ وهو وقت أكثر من

¹ انظر المرجع 2، حكم محكمة القضاء الإداري في الدعوى رقم 12149 لسنة 64 قضائية.

² يعد مجلس الدولة المصري مؤسسة راسخة معروفة بقدرة قضاتها. إلا أنه بوصفها محكمة عامة للفصل في المنازعات، قد تتأثر بطريقة تعامل القضاة مع الدعاوى المختلفة، والتي قد لا تتناسب مع الطبيعة الخاصة للنزاعات التجارية.

³ لائحة سوق المال، المادة 336 والتي تنص على أنه "تقوم الهيئة فور قبولها إيداع مشروع عرض الشراء ومشروع مذكرة المعلومات بإخطار البورصة بالأحكام الجوهرية الواردة بهما. وتقوم البورصة بنشر هذه المعلومات على شاشاتها فور تلقيها".

⁴ انظر المرجع 2، حكم محكمة القضاء الإداري في قضية موبينيل.

⁵ لائحة سوق المال، المادة 341 من التي تنص على أنه "ولا يجوز أن تقل مدة سريان عرض الشراء عن عشرين يوماً في الحالات

الطبيعة القانونية لعروض الشراء الإلزامية

المساهم المسيطر – تعارض المصالح – أقلية المساهمين

(دراسة تحليلية مقارنة)

د. محمود عبد الحليم

مجلة الدراسات القانونية والاقتصادية

كاف لضمان تشكيل معرفتهم بشكل جيد.

ويعتبر النظر عن قرار المحكمة، فإن إهمال هيئة الرقابة المالية وعدم امتثالها لأحكام اللائحة يؤكد عجزها عند مواجهة المشكلات المتعلقة بعروض الاستحواذ. فالعائق الرئيسي في هذه القضية كان بسبب السلوك المتناقض للهيئة خلال النزاع، حيث قدمت الشركة الفرنسية والشركات التابعة لها أربعة عروض عامة للشراء. وقد رفضت الهيئة ثلاثة منها على أساس انتهاك مبادئ المساواة وتكافؤ الفرص للمساهمين المستهدفين، ولأنها لم تجد سبباً معقولاً لقبول سعر أقل لعرض الشراء الإلزامي للمساهمين في الشركة المصرية لخدمات التليفون المحمول من السعر الذي حدده حكم التحكيم لأسهم شركة موبينيل.¹ ومع ذلك، وافقت الهيئة العامة للرقابة المالية على عرض الشراء الرابع على الرغم من أن سعره لا يزال أقل من السعر المحدد بقرار التحكيم في شركة موبينيل. وقد اعتمدت الهيئة العامة للرقابة المالية في موافقتها على العرض الرابع على السيولة النقدية الزائدة في موبينيل الناتج عن تراكم الأرباح التي لا تدفع إلا لمساهمي موبينيل (فرانس تليكوم وأوراسكوم تليكوم). بالإضافة إلى ذلك، كان لدى الشركة المصرية لخدمات التليفون المحمول اتفاقاً بأن تدفع لموبينيل واحد ونصف في المائة من إجمالي إيراداتها مقابل الخدمات الإدارية الأخيرة. وهذه الأسباب كانت تشكل فرقاً في السعر بين عرض الشراء الإلزامي الذي تم تقديمه من قبل الشركة

التي يلتزم فيها مجلس إدارة الشركة المستهدفة بالعرض بالحصول على رأي من مستشار مستقل طبقاً للمادة (٣٣٨) وعن عشرة (10) أيام في غير ذلك من الحالات".

¹ انظر المرجع 2، حكم محكمة القضاء الإداري في قضية موبينيل. صدر قرار التحكيم قبل رفع الدعوى إلى المحكمة التي قررت أن السعر العادل لأسهم موبينيل هو 273 جنيه.

والسعر المنصوص عليه في حكم التحكيم.¹

وتعتمد مبررات الهيئة العامة للرقابة المالية بشأن تغيير موقفها على أنه على الرغم من أن شركة موبينيل هي شركة فارغة Empty Shell Corporation أو شركة ذات غرض وحيد Special Purpose Vehicle (SPV) تأسست فقط للسيطرة على الشركة المصرية لخدمات التليفون المحمول ECMS، إلا أنها تعد كيان منفصل قد يكتسب أصوله أو التزاماته بشكل مستقل عن الشركة المصرية ECMS، وهو ما قد يتسبب في تباعد قيمة أسهمها عن قيمة أسهم الشركة المصرية ECMS. وبالنظر إلى ذلك، فإن إصرار الهيئة العامة للرقابة المالية في وقت سابق على أن تقدم الشركة الفرنسية عرضاً إلزامياً بالشراء بنفس السعر الوارد في حكم التحكيم يعد تقييماً لأسهم موبينيل على أساس غير ذي منطق. وعلى الجانب الآخر، إذا كانت الهيئة العامة للرقابة المالية تأخذ في اعتبارها هذه الفرضية، فإن قراراتها برفض العروض الثلاثة السابقة التي تقتضي أن يكون سعر العروض الإلزامية هو نفس سعر حكم التحكيم تصبح غير مبررة. وبدلاً من ذلك، كان بإمكان الهيئة العامة للرقابة المالية رفض العروض على أساس السعر غير العادل والذي يقتضي من الشركة الفرنسية فقط زيادة سعر عروضها الإلزامية بدلاً من الإصرار على جعله مساوياً للقيمة الواردة في حكم التحكيم.

لقد تجاوز السلوك غير المتسق للهيئة العامة للرقابة المالية مجرد عدم فهم أحكام لائحة الاستحواذ. ففي إطار الدفاع عن رفضها لثالث عرض قدمته الشركة الفرنسية، استندت الهيئة جزئياً إلى حظر تقديم عروض أخرى من مقدم العرض نفسه في غضون فترة محددة تنص عليها لائحة الاستحواذ المصرية. ففي الواقع، تحظر المادة 355 على مقدم العرض نفسه تقديم عرض آخر في غضون ستة أشهر من تاريخ تقديم العرض الأصلي، ما لم

¹ انظر المرجع 2، حكم محكمة القضاء الإداري في قضية موبينيل.

الطبيعة القانونية لعروض الشراء الإلزامية

المساهم المسيطر – تعارض المصالح – أقلية المساهمين

(دراسة تحليلية مقارنة)

د. محمود عبد الحليم

مجلة الدراسات القانونية والاقتصادية

تسمح الهيئة العامة للرقابة المالية بخلاف ذلك.¹ وعلى الرغم من أن الهيئة قد استخدمت هذه المادة صراحة لرفض العرض الثالث المقدم من شركة فرانس تليكوم، إلا أنها وافقت على العرض الرابع منها بعد خمسة (5) أيام فقط من رفض العرض الثالث. ويمكن القول إن الهيئة لم تنتهك أحكام اللائحة بالموافقة على تقديم العرض الرابع.² بل إن عدم الاتساق في سلوكها كان موضع تساؤل.

ويتضح مما سبق، سوء تفسير هيئة الرقابة المالية لأحكام أنظمة الاستحواذ المصرية، إلى جانب قرارات عدم الامتثال والقرارات المتناقضة في كافة مراحل النزاع. ويرجع ذلك إلى قلة خبرة العاملين بالهيئة وقتها، وإلى حداثة لائحة الاستحواذ نفسها وغموضها.

ومن الناحية القانونية، فتأتى على رأس الإشكالات القانونية التي تم تناولها في هذا النزاع، مسألة سعر عرض الشراء الإلزامي الذي كان ينبغي على شركة فرانس تليكوم تقديمه للمساهمين في الشركة المستهدفة. وكان هذا هو التساؤل الرئيسي في النزاع والسبب الرئيسي لرفض العروض الثلاثة الأولى من الشركة الفرنسية، فضلاً عن

¹لائحة سوق المال، المادة 355.

² Ahmad A. Alshorbagy, *Orascom Telecom Versus France Telecom: A Case Study on Egyptian Takeover Law*, 20 INFO. & COMM. TECH. L. 157, 158 (2011).

"وفقاً للمحكمة، فإن هذا النص قد تمت مخالفته بصورة متكررة في العروض الثانية والثالثة والرابعة لشركة فرانس تليكوم. وعلاوة على ذلك، توضح المحكمة في حكمها أن الحظر الوارد ينطبق على مجرد تقديم عرض لاحق. ومع ذلك فإن المحكمة قد تكون أساءت تفسير هذا النص. حيث يحظر تقديم عرض جديد من مقدم العرض نفسه في غضون ستة أشهر من العرض "الأصلي". وهذا يعني أن فترة الستة أشهر تحتسب من تاريخ تقديم العرض الإلزامي الأول للشركة الفرنسية فقط، خاصة أن جميع العروض اللاحقة يجب أن تعتبر باطلة لأنها قدمت خلال ستة أشهر من العرض الأول. فإذا كان ذلك صحيحاً، كان ينبغي اعتبار العرض الإلزامي الرابع المقدم من شركة فرانس تليكوم أنه لا ينتهك فترة الحظر لأنه قد جرى تقديمه بعد أكثر من ستة أشهر من العرض الأول والوحيد."

اعتباره سبباً رئيسياً لإبطال قرار الهيئة العامة للرقابة المالية بالموافقة على العرض الرابع. حيث تنص اللائحة على أن سعر عرض الشراء الإلزامي يجب أن يكون مساوياً على الأقل للسعر الذي يدفعه المستحوذ في عرض سابق خلال الاثني عشر شهراً السابقة لبدء العرض المعني.¹

ففي قضية موبينيل، لم يكن هناك عرض سابق للعروض حتى يجب اتباعه عند تحديد سعر العرض الإلزامي لأسهم الشركة المستهدفة. وهذا يجعل الحكم الوارد في اللائحة دون جدوى. ولحل هذه المشكلة، كان على الهيئة العامة للرقابة المالية والمحكمة البحث في نصوص أخرى. وقد جدوا ضالتهم في السعر المحدد سلفاً لأسهم موبينيل على النحو الذي قرره حكم التحكيم الذي منح شركة فرانس تليكوم الحق في الاستحواذ على كامل أسهم شركة موبينيل من شركة أوراسكوم تليكوم في مارس 2009. وقد أثار هذا الاعتماد على سعر حكم التحكيم العديد من الإشكالات القانونية.

ففي حين أن اللائحة تقرر اشتراطات مختلفة، إلا أن المحكمة قد قررت في قضية موبينيل أن سعر التحكيم كان هو السعر العادل لأسهم الشركة المستهدفة وهي الشركة المصرية لخدمات التليفون المحمول ECMS. إلا أن الاعتماد على هذا السعر المحدد سلفاً يخلق مأزقاً للهيئة وللحكمة إذا تغيرت قيمة الشركة المستهدفة ECMS بشكل كبير. كما أنه يثير أيضاً التساؤل حول الأساس القانوني الذي يتعين على شركة فرانس تليكوم أن تدفع الثمن بناء عليه والذي كان غير عادل سواء بالنسبة للمستحوذ أو للشركة المستهدفة. فالسعر الوارد بحكم التحكيم من شأنه أن يخالف أحكام اللائحة لأنه ليس سعر عرض شراء سابق، كما أنه لا يعمل على تحقيق الغرض من اللائحة وهو التوصل إلى سعر عادل للأسهم. ففي كثير من الأحيان من الممكن ألا يكون هناك سعر محدد سلفاً. وفي كل هذه الأمثلة، سيتعين على هيئة الرقابة المالية والمحكمة أن تجد مساحة للمناورة لعدم تطبيق نصوص أحكام اللائحة من

¹لائحة سوق المال، المادة 354.

الطبيعة القانونية لعروض الشراء الإلزامية

المساهم المسيطر – تعارض المصالح – أقلية المساهمين

(دراسة تحليلية مقارنة)

د. محمود عبد الحليم

مجلة الدراسات القانونية والاقتصادية

أجل تطبيقها وفقاً لغرضها التشريعي.¹

بالإضافة إلى أن اعتماد المحكمة على سعر شراء محدد سلفاً ليس هو الإشكالية الوحيدة. حيث أن فترة الاثنا عشر شهراً التي وضعتها اللائحة طويلة نسبياً لتحديد سعر عرض الشراء.² لأن الأمور يمكن أن تتغير بشكل جذري خلال تلك السنة. وفي قضية موبينيل، يتجلى ذلك في اعتماد المحكمة على سعر حكم التحكيم ورفضها النظر في الأرباح المتراكمة للشركة لأن السعر الذي استخدمته هيئة التحكيم قد تقرر قبل وجود تلك الأرباح المتراكمة. وقد تناست المحكمة أو تجاهلت أن السعر الذي استخدمته قد تقرر في مارس 2009، أي قبل أكثر من عام من إصدار حكمها. ومن الواضح أن الأمور يمكن أن تتغير بشكل ملحوظ في فترة الاثنا عشر شهراً، ولهذا السبب ينبغي اختصار تلك الفترة.

الخاتمة

تناول هذا البحث الطبيعة القانونية لعروض الشراء الإلزامية، وهو ذلك العرض الذي يلتزم بتقديمه كل من استحوذ على نسبة معينة من رأس مال الشركة للمساهمين الراضين لعرضه للاستحواذ على الشركة والذي يمكنه من

¹تعد مصر من بلدان القانون اللاتيني، وبالتالي فإن المحاكم ليس لها دور تشريعي. وبعبارة أخرى، تطبق المحاكم القانون فقط ولا تصنعه على عكس ما هو سائد في القانون الأنجلوساكسوني. ولذلك، يعتبر من غير اللائق وجود قانون غامض والذي يجبر المحكمة على الارتجال في تطبيقه. انظر المرجع 2، ص 33.

²انظر المرجع السابق، ص 33، (المرجع 98) "حدثت وقائع هذه القضية على مدى ثلاث سنوات، أي أكثر بكثير من فترة الاثني عشر شهراً. وقد يكون قرار التحكيم بتحديد سعر السهم المزعوم العادل عند 273 جنياً مصرياً في مارس 2009 قد اعتمد على توقعات لمدة ثلاثة أو ستة أو اثني عشر شهراً سابقة لأداء الشركة مما يجعل بوضوح تحديد مبلغ 273 جنياً تقديراً عفا عليه الزمن للسعر العادل في أبريل 2010، عندما أصدرت المحكمة حكمها النهائي.

تحقيق هذه النسبة والتي قد تمكنه من السيطرة على الشركة المستهدفة وذلك تحقيقاً للعدالة بين المساهمين. ولتوضيح هذه الطبيعة القانونية فقد تم تناولها في ثلاثة فصول حيث تم الحديث ابتداءً عن ماهية عرض الشراء الإلزامي والذي تم من خلالها توضيح مفهوم عرض الشراء العام ثم تم بيان الأساس القانوني لعرض الشراء الإلزامي ودور الإرادة العقدية لمقدم العرض في تقديمه للمساهمين، كما تمت التفرة بين عرض الشراء الإلزامي وعرض الشراء الاتفاقي بالإضافة لبيان العلاقة بين عرض الشراء الإلزامي والاستحواذ الكلي وكذلك العلاقة بين عرض الشراء الإلزامي والاستحواذ غير المباشر.

أما في الفصل الثاني فقد تم الحديث عن التأسيس التشريعي لعرض الشراء الإلزامي في النظام الأنجلوساكسوني من خلال تحليل القواعد المنظمة له في التشريعات الإنجليزية والأمريكية اللتان كانتا سباقتان في تنظيم عمليات الاستحواذ بشكل عام وعرض الشراء والعرض الإلزامي بشكل خاص، إلا أن كلاً منهما قد نظم تلك القواعد بقواعد مختلفة، فتم الحديث عن أسباب اختلاف المعالجة التشريعية بين المشرع الأمريكي والإنجليزي بشأن تنظيم عرض الشراء الإلزامي من حيث آثار تطبيقها، وأسباب ونتائج تعارض المصالح بين مقدم العرض ومساهمي الشركة المستهدفة، وكذلك الغاية التشريعية لها في كلا القانونين.

وعلى الجانب الآخر، ففي الفصل الثالث تم تناول التأسيس التشريعي لفكرة عرض الشراء الإلزامي دول القانون اللاتيني، من خلال بيان القواعد المنظمة لعرض الشراء الإلزامي في القانونين المصري والفرنسي، وأوجه الخلاف بين كلا المشرعين، وذلك بالحديث عن تباين الغايات التشريعية لكليهما، بالإضافة لغياب الأسانيد القانونية لبعضها، وختاماً تم إبراز أوجه القصور التشريعي لتنظيم عرض الشراء الإلزامي في التشريع المصري، وكذلك أشهر التطبيقات القضائية التي تصدت لها.

وعلى هدى ما تقدم، توصلت هذه الدراسة للعديد من النتائج والتوصيات على النحو التالي:

أولاً - النتائج:

- 1- اتساع دائرة القواعد الآمرة، أدى إلى انحصار مبدأ حرية التعاقد، حيث أنها تحمي النظام العام والآداب السائدة في المجتمع، ومن ثم فهي تخرج عن نطاق حرية الإرادة.
- 2- إجبار المشرع لأحد الأطراف على القيام بإجراءات معينة بغية إبرام عقد يقرره القانون. وهذا العقد هو ما يستهدفه المشرع في الظاهر، ولكن الهدف الحقيقي هو الحفاظ على النظام العام والمصلحة العامة.

الطبيعة القانونية لعروض الشراء الإلزامية

المساهم المسيطر - تعارض المصالح - أقلية المساهمين

(دراسة تحليلية مقارنة)

د. محمود عبد الحلیم

مجلة الدراسات القانونية والاقتصادية

- 3- تقرير بعض القيود أو الواجبات القانونية على الحق لا تعني انحسار الإرادة وتراجعها والذي يخل معه بمبدأي حرية التعاقد وسلطان الإرادة.
- 4- عدم تراجع دور الإرادة بالكامل في عرض الاستحواذ الإلزامي لأن الاستحواذ على النسبة القانونية للأوراق المالية الموجبة لتقديم الاستحواذ يخضع ابتداءً لرغبة المستحوذ في الاستحواذ على تلك النسبة والتي تفرض عليه التزاماً قانونياً بتقديم العرض الإلزامي.
- 5- الغاية التشريعية لتقرير قاعدة عرض الشراء الإلزامي هو حماية مساهمي الأقلية، لأنه يعد تطبيقاً أصيلاً لمتطلبات المعاملة المتساوية والعادلة لجميع المساهمين في الشركة.
- 6- عرض الشراء الإلزامي والذي دائماً ما يكون بغرض الاستحواذ على كافة حصص رأس مال الشركة المستهدفة، يعد صورة من صور الاستحواذ الكلي على الشركة.
- 7- عدم نص المشرع المصري صراحة على الفارق بين الاستحواذ الكلي والجزئي، بالرغم من أن لائحة سوق المال نظمت أحكام عرض الشراء الجزئي في المواد من 331: 333 تحت عنوان الاستحواذ على الأسهم من خلال عمليات السوق المفتوح.
- 8- الاستحواذ الجزئي وفقاً للقانون المصري يعني الاستحواذ على الأوراق المالية التي أصدرتها الشركة المستهدفة بما لا يزيد عن ثلث رأس مالها أو حقوق التصويت فيها.
- 9- وجود خلاف فقهي حول مفهوم العروض الجزئية التي عرفها بعض الفقه بأنها العروض التي يقوم فيها مقدم العرض بشراء نفس النسبة المئوية من حيازات كل مساهم دون الرغبة في الاستحواذ على كل رأس المال وذلك خلافاً لحالات لاستحواذ الكلي. وبين العروض الجزئية التي يتم استخدامها كأسلوب لإكراه المساهمين على قبول عرض الشراء وبيع أسهمهم، حيث قد يقوم مقدم عرض الاستحواذ بطرح العرض من مستويين Two-Tier Bid أو على مرحلتين حيث يقدم في المرحلة الأولى سعر عرض أعلى من سعر السوق لتلك النسبة المئوية فقط من الأسهم اللازمة للسيطرة على الشركة المستهدفة، أما في المرحلة الثانية يتم طرح عرض لباقي المساهمين بسعر أقل.

- 10- لم يضع القانون الأمريكي، قانون ويليامز Williams ACT – المعنى بتنظيم عرض الشراء العام – تعريفاً دقيقاً لمصطلح عرض الشراء العام. وإنما تم وضع معايير يتم على أساسها اعتبار المعاملة عرض شراء عام أم لا، بهدف إعطاء المحاكم المرونة والسلطة التقديرية الكافية لتطبيق القانون ويليامز وفقاً لكل حالة على حدة.
- 11- قيد المشرع الإنجليزي عروض الشراء الجزئية والعروض متعددة المراحل منعاً لإكراه المساهمين والتميز بينهم، وذلك تحقيقاً للمساواة في معاملة جميع المساهمين في الشركة المستهدفة.
- 12- أجاز المشرع الأمريكي عروض الشراء الجزئية أو العروض متعددة المراحل، حيث لا يقيد القانون سلطة المستحوذ في إطلاق عرض لاحق مختلف للمساهمين المتبقين والذي قد يكون بسعر أقل.
- 13- لم يضع المشرع المصري لمعايير يمكن على أساسها تحديد الشركات التابعة التي تمثل أصولاً رئيسية للشركة الأم التي يقترح الاستحواذ عليها.
- 14- تهدف قواعد المساواة بين المساهمين في الشركة المستهدفة إلى تقليل مكاسب المستحوذ من تقديم عروض الاستحواذ التي قد تضر بمساهمي الشركة.
- 15- عدم اتباع الأنظمة القانونية في الدول الأنجلوساكسونية ذات المعايير والمبادئ حيث تجاوز المشرع البريطاني نظيره الأمريكي في حماية مصالح مساهمي الشركة المستهدفة من خلال اعتماده لقاعدة عروض الشراء الإلزامية والتي لا ينظمها القانون الأمريكي ولا يلزم بها المستحوذ.
- 16- يسمح المشرع الأمريكي للمستحوذ شراء كتلة مسيطرة من الأسهم عن طريق اتفاق خاص مع المساهمين المسيطرين، حتى لو تسبب ذلك في الإضرار بباقي المساهمين من خلال إضرارهم لبيع أسهمهم بأقل من السعر الذي تم دفعه للحصول على السيطرة أو حتى بسعر أقل من قيمتها الحقيقية.
- 17- أجاز المشرع الأمريكي عروض الشراء الجزئية أو العروض متعددة المراحل، وهو ما يتعارض تماماً مع فلسفة عرض الشراء الإلزامي، حيث يسمح لمقدمي العروض بإطلاق عرض لاحق مختلف للمساهمين المتبقين والذي قد يكون بسعر أقل.
- 18- يعتبر قانون ويليامز قانوناً إجرائياً محضاً لقواعد الإفصاح، بهدف ضمان المساواة بين جميع المساهمين فيما يتعلق بالمعلومات والإجراءات فقط بعيداً عن ممارسات السوق الضارة بالمساهمين.
- 19- تنظيمات الاستحواذ في القوانين الداخلية للولايات الاستحواذ تحمي مصالح مجلس الإدارة من أكثر من مصالح المساهمين فيما يتعلق بتوزيع السلطات والاختصاصات في الشركات المستهدفة، فالقانون الأمريكي أقل استجابة لتضارب المصالح بين مجلس الإدارة والمساهمين في الشركة المستهدفة.

الطبيعة القانونية لعروض الشراء الإلزامية

المساهم المسيطر – تعارض المصالح – أقلية المساهمين

(دراسة تحليلية مقارنة)

د. محمود عبد الحليم

مجلة الدراسات القانونية والاقتصادية

- 20- تنظيم الاستحواذ في المملكة المتحدة لم يعط الحرية الكافية للسماح لمجلس الإدارة في الشركة المستهدفة باستخدام تدابير الاستحواذ الدفاعية التي قد تضر بمصالح المساهمين.
- 21- سلطات مجلس إدارة الشركة المستهدفة في المملكة المتحدة أكثر تقييداً مما هو عليه الحال في الولايات المتحدة عند مواجهة عرض الاستحواذ العدائي.
- 22- وجود قاعدتي العرض الإلزامي وعدم الإحباط في القانون الإنجليزي أوجد توازن في التأثير بين مجلس الإدارة في الشركة المستهدفة والمستحوذ من خلال الموازنة بين ارتفاع تكلفة الاستحواذ بالنسبة لمقدم العرض وفقاً لقاعدة العرض الإلزامي وبين قاعدة عدم الإحباط المقيدة لمجلس الإدارة المستهدف.
- 23- لا يتناول قانون ويليامز مباشرة المسائل المتعلقة بالعدالة الموضوعية لعمليات الاستحواذ على الشركات أو التكتيكات الدفاعية لمواجهتها.
- 24- أوجد المشرع الأمريكي توازناً كبيراً بين مصالح مجلس إدارة الشركة المستهدفة بعرض الاستحواذ من خلال ومقدم هذا العرض لأن كلاً من المجلس المستهدف ومقدم العرض قد حصلوا تساوياً على الأدوات القانونية اللازمة للتفاوض في عملية الاستحواذ.
- 25- ألزم المشرع المصري مجلس إدارة الشركة المستهدفة بقاعدة عدم الإحباط NFR المتبعة في نظام الاستحواذ في المملكة المتحدة.
- 26- أغفل المشرع المصري تنظيم قاعدة النفاذ Breakthrough Rule والتي تقيد إدارة الشركة المستهدفة من استخدام التدابير الدفاعية السابقة على تقديم العرض. حيث يعد إغفال قاعدة النفاذ تقييد لقاعدة حياد مجلس الإدارة Board Neutrality Rule، مما يخول المساهمين المسيطرين الذين يتمتعون بالسلطة المطلقة لمقاومة أو قبول العرض من خلال اعتماد الدفاعات السابقة على تقديم عرض الاستحواذ. هذا يرجع إلى اختلاف الدوافع وراء التنظيم الفرنسي والتنظيم المصري حيث يهدف المشرع الفرنسي إلى حماية الصناعات الوطنية من التهديد من جانب المستثمرين الدوليين؛ في حين أن مصر تريد جذب المزيد من الاستثمارات إلى أسواقها.

- 27- تنظيم المشرع المصري للاستحواذ من خلال اللوائح التنفيذية قد يعوق الضمانات الإجرائية والموضوعية الهامة التي قد تؤثر على جودة هذه اللوائح.
- 28- عدم وجود أساس قانوني للوائح الاستحواذ المصرية كان ينتهك مبدأ الفصل بين السلطات وكان يشير إلى عدم وجود بنية تحتية قانونية سليمة. فقد كان تنظيم الاستحواذ المصري مشوباً بالبطلان حتى عام 2018 بسبب ضعف الأساس القانوني الذي يستند عليه. ولا شك أن هذا قد يعرض اتفاقات الشراء الإلزامي السابقة على تعديل قانون سوق المال في عام 2018 لخطر البطلان.
- 29- كان للافتقار إلى البنية التحتية القانونية السليمة والسياسات الواضحة التي تم وضع تنظيم الاستحواذ المصري بناء عليها أثر سلبي على جودة أحكامه. هذا التأثير السلبي جاء من
- 30- اعتمد المشرع المصري على النسخ المباشر من القانون الفرنسي على الرغم من أن القاعدة المنسوخة قد تلغي الغرض من وضع تنظيم الاستحواذ. كما يكشف هذا التنظيم أيضاً عن سوء في صياغة مواد اللائحة، وكذلك عن غموض في بعض أحكامها. حيث قد نظمت لائحة سوق المال متطلبات العرض الإلزامي لأول مرة، وقد كان هذا إضافة إلى قانون سوق المال من خلال لائحته التنفيذية. فقاعدة عرض الشراء الإلزامي مثال واضح على الافتقار إلى المبادئ التشريعية والإجراءات الواجبة التطبيق.
- 31- خلافاً للمشرع الفرنسي، لم يعتمد المشرع المصري آلية لتعديل الأسعار والتي تسمح لهيئة الرقابة المالية بتعديل سعر الأسهم في بعض الحالات التي يتم فيها تغيير السعر بشكل كبير ففي عالم أسواق المال، فإن مدة الاثنا عشر شهراً تعد وقتاً طويلاً جداً حيث قد تتغير خلاله قيمة الأوراق المالية بشكل كبير.
- 32- اشتراط المشرع المصري ألا يقل سعر عرض الشراء الإلزامي عن أعلى سعر دفعة مقدم العرض في "عرض شراء سابق خلال الاثنا عشر شهراً السابقة على تقديم عرض الشراء المعني"، يدل على سوء الصياغة التشريعية في التنظيم المصري فبقراءة هذا النص بمعزل عن الأحكام الأخرى نجد أنه يشترط وجود عرض شراء سابق على عرض الشراء القائم حتي يتم دفع نفس السعر لباقي المساهمين، وهذا قد يتم تفسيره بوجود تمييز بين المساهمين، حيث أن حصول المساهمين في عرض الشراء الإلزامي على أعلى سعر دفعه مقدم العرض يتطلب أن يكون هذا السعر قد تم دفعه في عرض شراء سابق، أما إذا دفع مقدم العرض سعراً معيناً في أية معاملة فردية - غير عرض الشراء - خلال الاثنا عشر شهراً السابقة على تقديم العرض القائم فإنه لا يلتزم بتقديم نفس السعر لباقي المساهمين المعنيين بعرض الشراء وبالتالي يمكن أن يدفع مقدم العرض سعراً أقل في حالة عرض الشراء الإلزامي، وهذا يعد إخلالاً بمبدأ المساواة بين المساهمين والذي نصه عليه القانون المصري.

الطبيعة القانونية لعروض الشراء الإلزامية

المساهم المسيطر - تعارض المصالح - أقلية المساهمين

(دراسة تحليلية مقارنة)

د. محمود عبد الحليم

مجلة الدراسات القانونية والاقتصادية

33- إغفال القانون المصري لقاعدة النفاذ سمح لمجلس إدارة الشركة المستهدفة - الذي يهيمن عليه المساهمين المسيطرين - لمقاومة عرض الاستحواذ. وهذا يقوض أهمية قاعدة عدم الإحباط، كما أنه يجعل من الصعب أن تتجح عملية الاستحواذ العدائية، لا سيما عند وجود العرض الإلزامي الذي يرفع من سعر الصفقة بشكل كبير. ولا شك أن هذه الصعوبة في نجاح تنفيذ عملية الاستحواذ تقلل من دور السوق في السيطرة على الشركات كما تقلل أيضا الحماية التي توفرها للمساهمين.

34- عدم فاعلية العرض الإلزامي في كافة الحالات فبالرغم من أنها توفر لمساهمي الأقلية خروجاً من الشركة بسعر عادل، إلا أن هذه الحماية قد تبدو وهمية، لأنها قد تزيد من مشكلة الاستفادة المجانية Free-Rider لأنها تسمح لمساهمي الأقلية بالخروج من الشركة بعد عام من الاستحواذ الناجح عليها.

ثانياً - التوصيات:

- 1- يتعين على الجهات القضائية والتنفيذية إجراء مزيد من الدراسة والبحث لبيان الطبيعة القانونية لعرض الشراء الإلزامي، حيث أن محكمة القضاء الإداري انتهت في حكمها في الدعوي رقم 12149 لسنة 64 قضائية، أن هذا الإلزام يخالف مبدأ حرية التعاقد.
- 2- ضرورة اشتراط موافقة المساهمين الذين يملكون أكثر من 50% من حقوق التصويت في الشركة المستهدفة على العروض الجزئية بغض النظر عما إذا كانوا يعترضون قبول العرض أم لا، لحماية المساهمين الراضين للعرض من الاكراه الذي قد يمارسه المساهم المسيطر الجديد ضدهم.
- 3- النظر إلى قيمة الشركة التابعة للشركة الأم، فإذا كانت الشركة التابعة تعد شركة واحدة للشركة الأم ففي هذه الحالة يلتزم المستحوذ على الشركة الأم بتقديم عرض شراء إلزامي للشركة التابعة.
- 4- ضرورة وضع المشرع المصري لتنظيم متكامل لبيان أحكام الاستحواذ غير المباشر، حيث لم تتضمن لائحة سوق المال أية إشارة بتطبيق أحكام العرض الإلزامي في حالات الاستحواذ غير المباشر.

- 5- ضرورة إلزام المستحوذ بتطبيق قاعدة العرض الإلزامي في حالة الاستحواذ غير المباشر إذا كانت الشركة التابعة تمثل أصلاً رئيسياً من أصول الشركة الأم المستحوذ عليها.
- 6- يقترح وضع معيار لتحديد الأصل الرئيس للشركة المستهدفة لإجبار المستحوذ على عرض إلزامي للشركة التابعة والذي يتمثل في أن تكون الشركة التابعة تمثل ثلث رأس مال الشركة الأم المستهدفة. حيث أن المشرع المصري قد حدد ثلث رأسمال الشركة المستهدفة لتقديم عرض شراء إلزامي.
- 7- ضرورة التزام المشرع المصري بوضع الضوابط القانونية اللازمة لإصدار القواعد المتعلقة بالاستحواذ بشكل خاص والقواعد المتعلقة بسوق المال بشكل عام لتلافي المشكلات القانونية التي نشأت لعدم وجود الأساس القانوني لها في القوانين المنظمة.
- 8- ضرورة تنظيم المشرع المصري لآلية تعديل الأسعار والتي تسمح للهيئة العامة للرقابة المالية بتعديل سعر الأسهم في بعض الحالات التي يتم فيها تغيير السعر بشكل كبير، خلال تلك الفترة الطويلة نسبياً لضمان الوصول إلى قيمة عادلة. كما يجب على المشرع مراعاة أن النص على فترة قصيرة جداً من الوقت تعتبر أيضاً فكرة غير صائبة حيث قد تكون قيمة الأوراق المالية عرضة لتأثير فقاعات المضاربة Speculation.
- 9- ضرورة تعديل لائحة سوق المال والنص على أن يكون سعر عرض الشراء الإلزامي "أعلى سعر تم دفعه في معاملة سابقة" لأن هذا يشمل أية عملية شراء لحصص رأس المال سواء أكانت معاملة فردية أو عرض شراء لأنه من غير الراجح أن يكون المقصود من صياغة المشرع المصري هو "عرض الشراء السابق" لأنه قد يؤدي لعدم المساواة بين المساهمين؛ ولكن بدلاً من ذلك - بقراءة الأحكام الأخرى - فإن التفسير الصحيح هو "أعلى سعر تم دفعه في معاملة سابقة". ويعد هذا التفسير - على الرغم من أنه يتعارض مع النص الصريح للمادة - هو الأكثر اتساقاً مع أحكام الأنظمة المناظرة كلائحة الاستحواذ الفرنسية.

قائمة المراجع

أولاً - المراجع العربية:

- د. رضا السيد عبد الحميد، الشركات التجارية في القانون المصري، دار النهضة العربية، طبعة 2006.
- د. عاطف محمد الفقي، قانون التحكيم المصري في المواد المدنية والتجارية رقم 27 لسنة 1994، دار النهضة العربية، سنة 2015.

الطبيعة القانونية لعروض الشراء الإلزامية

المساهم المسيطر - تعارض المصالح - أقلية المساهمين

(دراسة تحليلية مقارنة)

د. محمود عبد الحليم

مجلة الدراسات القانونية والاقتصادية

د. عبد المنعم فرج الصدة، محاضرات في القانون المدني (نظرية العقد في قوانين البلاد العربي)، ج1، التراضي، القاهرة، 1958.

د. عبد الحي حجازي، النظرية العامة للالتزام، ج1، مصادر الالتزام، مطبعة نهضة مصر، القاهرة، 1953.

د. شفيق شحاتة، النظرية العامة للالتزامات في الشريعة الإسلامية، ج1، طرفا الالتزام، مطبعة الاعتماد، 1980.

د. سحر عبد الستار إمام يوسف، المحاكم الاقتصادية في القانون المصري، دار النهضة العربية، ٢٠٠٨.

د. شمس الدين الوكيل، دروس في الالتزامات، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1960.

د. فتحي عبد الرحيم عبد الله، العناصر المكونة للعقد كمصدر للالتزام، القاهرة، 1979.

د. محمد لبيب شنب، دروس في نظرية الالتزام، دار النهضة العربية، القاهرة، 1976.

د. محمد وحيد الدين سوار، الاتجاهات العامة في القانون المدني، المكتبة القانونية، عمان، 2001.

د. حسام الدين عبد الغني الصغير، النظام القانوني لاندماج الشركات، الطبعة الأولى، 1987.

د. حسام الدين عبد الغني الصغير، النظام القانوني لاندماج الشركات، دار الفكر العربي بالإسكندرية، الطبعة الثانية، 2004.

د. سمير برهان راغب، النظام القانوني للعرض العام لشراء الأسهم، رسالة دكتوراه، كلية الحقوق جامعة القاهرة، 2006.

د. محمد تنوير الرفاعي، دور الهيئة العامة لسوق المال في حماية أقلية المساهمين في شركات المساهمة "دراسة مقارنة"، رسالة دكتوراه، جامعة القاهرة، ٢٠٠٦.

د. نهاد احمد إبراهيم السيد، الاستحواذ على الشركات التجارية، دار النهضة العربية 2014.

د. هاني صلاح سري الدين، التنظيم التشريعي لعروض الشراء الإجباري بقصد الاستحواذ على الشركات المقيدة في البورصة - وفقا لأحكام قانون سوق رأس المال المصري، دار النهضة العربية، الطبعة الثانية، سنة 2013.

1- الأحكام القضائية وأحكام التحكيم:

حكم محكمة القضاء الإداري، دائرة المنازعات الاقتصادية والاستثمار، الدائرة السابعة، الدعوى رقم 12149 لسنة 64 قضائية، جلسة 2010/4/10.

حكم محكم التحكيم التابعة لغرفة التجارة الدولية ICC، دعوى رقم 15123 اف. ام بين شركة أوراسكوم تليكوم

القابضة ش.م.م "مصر"، وشركة فرانس تليكوم اس ايه "فرنسا"، تاريخ 2009/3/10.

2- الوثائق (القوانين والقرارات):

- القانون رقم 120 لسنة 2008 بإنشاء المحاكم الاقتصادية، الجريدة الرسمية، العدد 21، 22 مايو 2008.
- المحكمة الإدارية العليا، الطعن رقم 1889 لسنة 38 قضائية، جلسة 19 مارس 1996 (96).
- القانون رقم 17 لسنة 2018 بتعديل بعض أحكام قانون سوق رأس المال الصادر بالقانون رقم 95 لسنة 1992، الجريدة الرسمية، العدد 10 مكرر (هـ)، 2018/3/14.
- القانون رقم 131 لسنة 1948 بإصدار القانون المدني، الوقائع المصرية، العدد 108 مكرر أ، 1948/7/24.
- القانون رقم 95 لسنة 1992 بإصدار قانون سوق رأس المال، الجريدة الرسمية، العدد 25 مكرر، 1992/6/22.
- القانون رقم 159 لسنة 1981 بشأن شركات المساهمة وشركات التوصية بالأسهم والشركات ذات المسؤولية المحدودة وشركات الشخص الواحد، الجريدة الرسمية، 1 أكتوبر 1981، العدد 40.
- قرار رئيس مجلس الوزراء رقم 2479 لسنة 2018 بتعديل بعض أحكام اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال الصادرة بقرار وزير الاقتصاد والتجارة الخارجية رقم 135 لسنة 1993، الجريدة الرسمية، العدد 47 تابع (ب)، 2018/11/22.
- قرار وزير الاستثمار رقم 12 لسنة 2007 بتعديل اللائحة التنفيذية لقانون رأس المال الصادر بموجب قرار وزير الاقتصاد والتجارة الخارجية رقم 135 لسنة 1993، الوقائع المصرية، 4 فبراير 2007، العدد 26.
- قرار وزير الاقتصاد والتجارة الخارجية رقم 135 لسنة 1993 بإصدار اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال الصادر بالقانون رقم 95 لسنة 1992، الوقائع المصرية، العدد 81 تابع، 1993/4/8.
- قرار وزير شئون الاستثمار والتعاون الدولي رقم 96 لسنة 1982 بإصدار اللائحة التنفيذية لقانون شركات المساهمة وشركات التوصية بالأسهم والشركات ذات المسؤولية المحدودة رقم 159 لسنة 1981.

ثانياً - المراجع الأجنبية:

1- الكتب الفقهية:

- ADOLF A. BERLE & GARDINER C. MEANS, THE MODERN CORPORATION AND PRIVATE PROPERTY (1991).
- CHRISTIN M. FORSTINGER, TAKEOVER LAW IN THE EU AND THE USA: A COMPARATIVE ANALYSIS (2002).
- CHRISTIN M. FORSTINGER, TAKEOVER LAW IN THE EU AND THE USA: A COMPARATIVE ANALYSIS (2002).

الطبيعة القانونية لعروض الشراء الإلزامية

المساهم المسيطر – تعارض المصالح – أقلية المساهمين

(دراسة تحليلية مقارنة)

د. محمود عبد الحليم

مجلة الدراسات القانونية والاقتصادية

Mark Gearing, *Provisions Application to All Offers, Partial Offers and Redemption or Purchase by A Company of Its Own Securities*, in A PRACTITIONER'S GUIDE TO THE CITY CODE ON TAKEOVERS AND MERGERS 2008/2009 193 (Maurice Button ed., City & Financial Publishing 2008).

Mike Burkart & Fausto Panunzi, *Mandatory Bids, Squeeze-Outs and Similar Transactions*, in REFORMING COMPANY AND TAKEOVER LAW IN EUROPE (Guido Ferrarini et al. eds., OXF. Univ. Press 2004).

PATRICK A. GAUGHAN, MERGERS WHAT CAN GO WRONG AND HOW TO PREVENT IT (2004).

Paul L. Davies, *Shareholder Value, Company Law and Securities Markets Law - A British View*, In CAPITAL MARKETS AND COMPANY LAW (Klaus J. Hopt & Eddy Wymeersch eds., OXF. Univ. Press 2000).

Philippe Lambrecht, *The 13th Directive on Takeover Bids Formation and Principles*, in CAPITAL MARKETS IN THE AGE OF THE EURO (G. Ferrarini et al. eds., 2002).

ROBERT C. CLARK, CORPORATE LAW (Little Brown, 1986).

RONALD W. MOON, BUSINESS MERGERS AND TAKEOVER BIDS (3rd ed., Gee Publishing, 1968).

STEPHEN KENYON-SLADE, MERGERS AND TAKEOVERS IN THE US AND UK (OXF. Univ. Press, 2004).

STEPHEN KENYON-SLADE, MERGERS AND TAKEOVERS IN THE US AND UK (OXF. Univ. Press, 2004).

T. P. Lee, *Takeovers – The United Kingdom Experience*, in TAKEOVERS, INSTITUTIONAL INVESTORS, AND THE MODERNIZATION OF CORPORATE LAWS (John H. Farrar ed., OXF. Univ. Press 1993).

2- الدوريات العلمية:

Adam Cohen, *EU Is Likely To Drop Its Fight With France on Takeover Law*, WALL ST. J., May 25, 2006.

Ahmad A. Alshorbagy, *Orascom Telecom Versus France Telecom: A Case Study on Egyptian Takeover Law*, 20 INFO. & COMM. TECH. L. 157 (2011).

Andrea Angelillis & Chiara Mosca, *The Thirteenth Directive On Takeover Bids: A First Analysis In The Light Of The Initial Experiences After Transposition By Member States And The Posmon*

- Expressed In The European Commission Document* (Oct. 2007).
- Andrew S. Johnston, *Takeover Regulation: Historical and Theoretical Perspectives on the City Code*, 66 CAMBRIDGE L.J. 422 (2007).
- Ben Clift, *The Political Economy of the Market for Corporate control in France and the Hamstrung Harmonisation of European (and French) Corporate Governance* (GARNET, Working Paper: No. 3008, 2008),
- (2002). Carla M. Slaughter, *Rights Offerings, Takeovers and US Shareholders*, 23 CO. LAW. 42
- Christian Kirchner & Richard W. Painter, *European Takeover Law - Towards a European Modified Business Judgment Rule for Takeover Law*, 1 EUR. BUS. ORG. L. REV. 353 (2000).
- David DeMott, *Current Issues in Tender Offer Regulation: Lessons from the British*, 58 N.Y.U. L. REV. 945 (1983).
- Erik F. Gerding, *Laws Against Bubbles: An Experimental-Asset-Market Approach to Analyzing Financial Regulation*, 2007 WIS. L. REV. 979 (2007),
- Frank Heflin & Kenneth W. Shaw, *Blockholder Ownership and Market Liquidity*, 35 J. FIN. & QUANT. ANAL. 621 (2000).
- FRIED, FRANK, HARRIS, SHRIVER & JACOBSON LLP, *Reforms to French Regulation of Takeover Bids* (Memorandum, 2006).
- Guhan Subramanian, *A New Takeover Defense Mechanism: Using an Equal Treatment Poison Pill*, 23 DEL. J. CORP. L. 375 (1998). *the Agreement as an Alternative to*
- Guido Ferrarini & Geoffrey P. Miller, *A Simple Theory of Takeover Regulation in the United States and Europe*, 42 CORNELL INT'L L.J. 301 (2009),
- Harald Baum, *Takeover Law in the EU and Germany: Comparative Analysis of a Regulatory Model*, 3 J.L. & POL. 60 (Univ. of Tokyo, 2006).
- Janice Dean, *Directors' Duties in Response to Hostile Takeover Bid*, 14 INT'L CO. & COM. L. REV. 370 (2003).
- João Marcelo G. Pacheco, *Bifurcation or Parallel Routes? In Search of US Functional Substitutes for the British Post-Takeover Mandatory Bid Rule* 31 (2006) (LLM Degree Dissertation, The London Sch. of Econ. & Pol. Sci.),
- John Armour & David A. Skeel Jr, *Who Writes the Rules for Hostile Takeovers, and Why? The and UK Takeover Regulation*, 95 GEO. L.J. 1727, (2007). *of US Peculiar Divergence*
- John C. Coffee Jr., *Partial Justice: Balancing Fairness and Efficiency in the Context of Partial Takeover Offers*, 3 CO. & SEC. L.J. 216 (1985).
- Louis Lowenstein, *Pruning Deadwood in Hostile Takeovers: A Proposal for Legislation*, 83 COLUM. L. REV. 249 (1983).
- Lucian A. Bebchuk, *The Case for Facilitating Competing Tender Offers*, 95 HARV. L. REV. 1028 (1982).

الطبيعة القانونية لعروض الشراء الإلزامية

المساهم المسيطر – تعارض المصالح – أقلية المساهمين

(دراسة تحليلية مقارنة)

د. محمود عبد الحليم

مجلة الدراسات القانونية والاقتصادية

Lucian Arye Bebchuk & Allen Ferrell, *A New Approach to Takeover Law and Regulatory Competition*, 87 VA. L. REV. 111 (2001).

Marc Goergen, Marina Martynova & Luc Renneboog, *Corporate Governance Convergence: Evidence from Takeover Regulation Reforms in Europe*, 21 OXF. REV. ECON. POL'Y 243 (2005).

Marco Ventrizzo, *Europe's Thirteenth Directive and U.S. Takeover Regulation: Regulatory Means and Political and Economic Ends*, 41 TEX. INT'L L. J. 171 (2006).

Marco Ventrizzo, *Takeover Regulation as a Wolf in Sheep's Clothing: Taking Armour & Skeel's Thesis to Continental Europe*, 11 U. PA. J. BUS. L. 135 (2008).

Mathieu Rosemain, Gwénaëlle Barzic & Michel Rose, *France To Bolster Anti-Takeover Measures Amid Foreign Investment Boom*, Reuters, JULY 19, 2018.

Nathan Brown, *Arab Judicial Structures: A Study Presented to the United Nations Development Program* (UNDP, POGAR, Aug. 2001).

Radwa S. Elsaman & Ahmad A. Alshorbagy, *Doing Business in Egypt After the January Revolution: Capital Market and Investment Laws*, 11 RICH. J. GLOBAL L. & BUS. 43 (2011).

Robert B. Thompson, *Takeover Regulation After the 'Convergence' of Corporate Law*, 24 SYDNEY L. REV. 323 (2002).

Sanford J. Grossman & Oliver D. Hart, *Takeover Bids, the Free-Rider Problem, and the Theory of the Corporation*, 11 Bell J. ECON. 42 (1980).

Shahira Abdel Shahid, *Corporate Governance Is Becoming a Global Pursuit: What Can Be Done in Egypt?* (Cairo & Alexandria Stock Exch., Working Paper No.1, (2001).

Shahira Abdel Shahid, *Does Ownership Structure Affect Firm Value? Evidence from the Egyptian Stock Market* (unpublished Working Paper, 2003).

Thomas Hurst, *The Regulation of Tender Offers in the United States and the United Kingdom: Self-Regulation Versus Legal Regulation*, 12 N.C. J. INT'L L. & COM. REG. 389 (1987).

Victor Brudney & Marvin A. Chirelstein, *Fair Shares in Corporate Mergers and Takeovers*, 88 HARV. L. REV. 297 (1974).

William C. Tyson, *The Proper Relationship Between Federal and State Law in the Regulation of Tender Offers*, 66 NOTRE DAME L. REV. 241 (1990).

William D. Andrew, *The Stockholder's Right to Equal Opportunity in the Sale of Shares*, 78 HARV. L. REV. 505 (1965).

William J. Carney, *Shareholder Coordination Costs, Shark Repellents and Takeout Mergers: The Case Against Fiduciary Duties*, 8 AM. B. FOUND. RES. J. 341 (1983).

William Magnuson, *Takeover Regulation in the United States and Europe: An Institutional Approach*, 21 PACE INT'L L. REV. 205 (2009).

William Magnuson, *Takeover Regulation in the United States and Europe: An Institutional Approach*, 21 PACE INT'L L. REV. 205 (2009).

'New Problem for the Panel' *The Times* (London, 18 December 1971).

خامساً - القوانين الأجنبية:

- Delaware Code Title 8. Corporations § 141 (Del. Code Ann. tit. 8, s 141 (1991)).
- Securities Exchange Act of 1934 ([15 U.S.C. § 78a](#))
- The City Code on Takeovers and Mergers
- The Companies Act 2006 (c 46)
- Decision Du 28 Septembre 2006 De Règlement Général De L'autorité Des Marchés Financiers, Journal Officiel De La Republique Francase, Sept. 28, 2006.
- Autorite Des Marches Financiers, Amf, 2006 Annual Report: Chapter III- Corporate Finance and The Quality Of Financial Disclosure 1 (2006).
- General Regulation of the Autorité des Marches Financier, Book II - Issuers and Financial Disclosure.
- CONSOLIDATED VERSION OF THE TREATY ON THE FUNCTIONING OF THE EUROPEAN UNION, Official Journal C 326, 26/10/2012

سابعاً - الأحكام القضائية الأجنبية:

- Wellman v. Dickinson, 475 F Supp783 (SDNY 1979), (2d Cir 1982).
- Hanson Trust Plc v. SCM Corp., 774 F 2d 47 (2nd Cir 1985).
- Blasius Industries Inc. v. Atlas Corp., Civ Action No 9720 (Del. Ch 1988).
- Moran v. Household International Inc., 500 A 2d 1346 (Del. 1985).

الفهرس

الصفحة

الموضوع

.....	ملخص البحث
	Error! Bookmark not defined.
	1789 مقدمة
1792	الفصل الأول: ماهية عرض الشراء الإلزامي
1793	المبحث الأول: مفهوم عرض الشراء العام
1798	المبحث الثاني: الأساس القانوني لعرض الشراء الإلزامي
1800	المطلب الأول: دور الإرادة العقدية في عرض الشراء الإلزامي
1803	المطلب الثاني: التفرقة بين عرض الشراء الإلزامي وعرض الشراء الاتفاقي
1811	المطلب الثالث: العلاقة بين عرض الشراء الإلزامي والاستحواذ الكلي
1818	المطلب الرابع: العلاقة بين عرض الشراء الإلزامي والاستحواذ غير المباشر
1822	الفصل الثاني: التأصيل التشريعي لعرض الشراء الإلزامي في القانون الأنجلوساكسوني
1823	المبحث الأول: التعارض في المصالح بين مقدم العرض ومساهمي الشركة المستهدفة

الطبيعة القانونية لعروض الشراء الإلزامية

المساهم المسيطر - تعارض المصالح - أقلية المساهمين

(دراسة تحليلية مقارنة)

د. محمود عبد الحليم

مجلة الدراسات القانونية والاقتصادية

- المطلب الأول: موقف القانون الانجليزي 1825
المطلب الثاني: موقف القانون الأمريكي 1826
المبحث الثاني: أسباب اختلاف المعالجة التشريعية بين الأنظمة القانونية 1827
المطلب الأول: الغاية التشريعية لعروض الشراء الإلزامية 1828
المطلب الثاني: التوازن الوظيفي لمجلس الإدارة في عمليات الاستحواذ 1831
المبحث الثالث: آثار تطبيق قاعدة عرض الشراء الإلزامي 1839
الفصل الثالث: التأصيل التشريعي لعرض الشراء الإلزامي في القانون اللاتيني 1843
المبحث الأول: القواعد المنظمة لعرض الشراء الإلزامي في القانونين المصري والفرنسي 1845
المطلب الأول: القواعد الرئيسية لتنظيم الاستحواذ في القانون الفرنسي 1846
المطلب الثاني: القواعد الرئيسية لتنظيم الاستحواذ في القانون المصري 1851
المبحث الثاني: التعارض بين الأنظمة القانونية اللاتينية (مصر - فرنسا) 1854
المطلب الأول: تباين الغايات التشريعية 1855
المطلب الثاني: غياب الأسانيد القانونية 1859
المطلب الثالث: القصور التشريعي لقاعدة عرض الشراء الإلزامي 1864
المبحث الثالث: التطبيقات القضائية لعروض الشراء الإلزامية "قضية شركة موبينيل" 1873
الخاتمة 1880
قائمة المراجع 1887
الفهرس 1893