

التنظيم القانوني  
لعروض الشراء الإجبارية  
في التشريع المصري



د. حسام توكل موسى



جميع الحقوق الواردة على هذا المصنف محفوظة للمؤلف بموجب قانون حماية الملكية الفكرية رقم ٨٢ لسنة ٢٠٠٢ وتعديلاته، ولا يجوز بأي حال من الأحوال نشر أو نسخ أو طبع أو برمجة أو إعادة تنفيذ هذا المؤلف، سواء كاملاً أو مجزئاً أو معدلاً أو محرّفاً، أو إدخاله على أجهزة الحاسب الآلي أو على اسطوانات ضوئية أو مدججة، بأي صورة من الصور، إلا بموافقة خطية سابقة من المؤلف. كما لا يجوز لأي شخص أن ينسب هذا المؤلف إليه بأي صورة من الصور. وكل من يخالف أي مما سبق يتحمل كامل المسؤولية الجنائية والمدنية الناتجة عن هذا الفعل.



# التنظيم القانوني لعروض الشراء الإجبارية في التشريع المصري

الدكتور

**حسام توكل موسى**

دكتورة القانون التجاري والبحري

كلية الحقوق – جامعة المنصورة

٢٠١٩





إني رأيت أنه لا يكتب انسان ككأبأ في يومه إلا قال في غده:  
لو غير هذا لكان أحسن، ولو زيد كذا لكان يُستحسن، ولو  
قدم هذا لكان أفضل، ولو ترك هذا لكان أجمل. وهذا من  
أعظم العبر، وهو دليل على استيلاء النقص على جملة النشر.

العماد الأصفهاني



## المقدمة

١ - الاتجاه نحو إنشاء التكتلات الاقتصادية لمواجهة ضار المنافسة:

فرضت حرية التجارة، باعتبارها قد صارت من أهم المبادئ التي تقوم عليها المعاملات التجارية في العالم، وجوب احترام قواعد المنافسة الكاملة والمشروعة بين المشروعات والكيانات الاقتصادية. ولكن التطورات الاقتصادية العالمية، وما فرضته من تنامي مفاهيم العولمة، والانتشار السريع للشركات متعددة الجنسيات، كل ذلك قد أجبر تلك المشروعات والكيانات الاقتصادية على ضرورة العمل على إنشاء تكتلات اقتصادية، تستطيع فرض نفسها على الأسواق، ومجابهة الشركات الكبرى التي تسعى لاحتكار تلك الأسواق<sup>(١)</sup>.

لذلك بدأت في الظهور فكرة التجمعات ذات الغاية الاقتصادية، والتي تهدف إلى تجميع الشركات ذات النشاط الاقتصادي الواحد، أو تلك ذات النشاط الاقتصادي المتكامل، في كيان واحد يسعى إلى تيسير وتنمية النشاط الاقتصادي لأعضائه، وتنظيم التعاون الاقتصادي بينهم<sup>(٢)</sup>.

وتنوع وسائل وأساليب إنشاء التكتلات الاقتصادية؛ فقد يتحقق ذلك عن طريق عملية الاشتراك participation، وهي وسيلة من وسائل الاستثمار المباشر، إذ يقوم المستثمر بالمشاركة في مشروعات موجودة فعلاً أو في مشروعات جديدة، ويتم ذلك عن طريق الدخول في تأسيس شركة جديدة، أو الاكتتاب في أسهم زيادة رأس مالها، أو الحصول على أسهم زيادة رأس المال من خلال النقل الجزئي لأصول المستثمر إليها، أو من خلال تقديم حصص عينية ذات قيمة مالية كبيرة<sup>(٣)</sup>.

(١) خولة أحمد السليطي: حماية أقليات المساهمين في صفقات الدمج والاستحواذ في ضوء التشريعات والأنظمة القانونية القطرية، رسالة ماجستير، كلية القانون، جامعة قطر، يونيو ٢٠١٧، ص ٥٢.

(٢) د. طاهر شوقي مؤمن: الاستحواذ على الشركة، مجلة مصر المعاصرة، القاهرة، جمهورية مصر العربية، المجلد ١٠٠، العدد ٤٩، يناير ٢٠١٠، ص ١٩٤.

(٣) المرجع السابق، ص ١٩٥.

كذلك قد يتم إنشاء تلك التكتلات الاقتصادية من خلال عمليات الاندماج fusion، والتي تقوم فيها شركتين قائمتين فعلاً، وقد يكون ذلك من خلال اتحادهما لإنشاء شركة جديدة، حيث تنتهي الشخصية المعنوية للشركتين المندجتين، وتنشأ شركة أخرى جديدة، بشخصية معنوية وذمة مالية جديدة ومستقلة عن تلك التي كانت للشركتين الأخرتين. أو قد تتم عملية الاندماج تلك من خلال قيام إحدى الشركات باقتلاع شركة أخرى، بحيث تنتهي الشخصية المعنوية للشركة الأخيرة، وتنتقل ذمتها المالية بشكل كامل إلى الشركة الداخلة، فلا تبقى إلا الشخصية المعنوية والذمة المالية لتلك الشركة الأخيرة فقط.

## ٢- الاستحواذ وسيلة للسيطرة على الشركات:

أما ثالث هذه الوسائل فهو الاستحواذ acquisition، وفيه لا تنتهي الشخصية المعنوية لأي من الشركات الداخلة في عملية الاستحواذ، بل تبقى لكل شركة الشخصية المعنوية والذمة المالية الخاصة بها والمستقلة عن غيرها من الشركات الأخرى، وكل ما يحدث هو سيطرة إحدى الشركات على إدارة الشركة الأخرى، فتصير الشركة المستحوذة هي صاحبة السيطرة والقول الفصل على القرارات التي تصدر من الشركة المستحوذ عليها.

والاستحواذ عملية قانونية تتم بين طرفين، يترتب عليها حصول أحدهما على كل أو بعض رأسمال الشركة الأخرى، سواء تم ذلك بالاتفاق الودي بين الطرفين أو بغير ذلك من الطرق. ويترتب على الاستحواذ سيطرة المستحوذ على مجلس إدارة الشركة المستحوذ عليها<sup>(١)</sup>، وكذلك قد يترتب على الاستحواذ منح المستحوذ الحق في إخراج بعض أعضاء مجلس الإدارة أو تعيين أعضاء جدد، وكذلك الحق في تعديل النظام الأساسي للشركة المستهدفة<sup>(٢)</sup>.

كما عرف البعض الاستحواذ بأنه السيطرة على إدارة الشركة المراد الاستحواذ عليها من قبل المستحوذ، والذي قد يكون شخصاً طبيعياً أو شخصاً معنوياً، وذلك بحصوله على كل أو أغلب

(١) د. علاء سليمان: حماية أقلية المساهمين في الشركات المساهمة المغلقة من مخاطر عمليات الاستحواذ، جلة جامعة الشارقة للعلوم القانونية، دولة الإمارات العربية المتحدة، المجلد ١٦، العدد ٢، ديسمبر ٢٠١٩، ص ٥٠٤.

(٢) د. أساور حامد عبدالرحمن: اتفاق الاستحواذ على الشركات، مجلة كلية القانون للعلوم القانونية والسياسية، كلية القانون والعلوم السياسية، جامعة كركوك، الجمهورية العراقية، العدد ٢، ٢٠١٣، ص ٢٤.

حقوق التصويت داخل الجمعية العامة للشركة المراد الاستحواذ عليها، مع استمرار بقاء الشخصية المعنوية المستقلة للشركة المستحوذ عليها دون تأثير<sup>(١)</sup>.

وتهدف عمليات الاستحواذ إلى نقل السيطرة الفعلية على الشركة المراد الاستحواذ عليها إلى المستحوذ، عن طريق نقل ملكية أصولها أو أسهم مالكيها إلى المستحوذ، على نحو يمكنه من الأفراد بتسيير شئونها وإدارتها على النحو الذي يبتغيه أو يرمي إليه من خلال عملية الاستحواذ<sup>(٢)</sup>.

وقد يقصد المستحوذ من مباشرة عمليات الاستحواذ تحقيق النمو، بتوسيع نشاطه الأصلي وتميمته، من خلال الاستحواذ على الشركات التي تمارس نفس النشاط، أو تمارس أنشطة مكملية للنشاط الرئيسي للمستحوذ. كما قد يهدف المستحوذ من عملية الاستحواذ إلى مد نشاطه لمناطق جغرافية أخرى، تحتكرها أو تستحوذ فيها الشركة المراد الاستحواذ عليها على النصيب الأكبر من حجم السوق<sup>(٣)</sup>. ويتحقق ذلك سواء على المستوى الوطني بين الشركات الوطنية التي تمارس نفس النشاط، أو على المستوى الدولي حيث تقوم شركة أجنبية بشراء حصة الأغلبية في رأس المال في

---

(١) د. إبراهيم إسماعيل إبراهيم الربيعي: المسؤولية القانونية للمستحوذ على الشركة المساهمة- دراسة مقارنة، مجلة المحقق الحلي للعلوم القانونية والسياسية، العدد الأول، السنة الرابعة، ص ١٢، ١٣. منشور على الانترنت:

[http://www.uobabylon.edu.iq/publications/law\\_edition7/article\\_ed7\\_4.doc](http://www.uobabylon.edu.iq/publications/law_edition7/article_ed7_4.doc)

ولقد ساهمت الازمات العالمية التي هزت الاسواق المالية والمؤسسات المالية في السنوات الأخيرة، في تنامي الاتجاه نحو إبرام صفقات استحواذ، تقوم فيها بعض الشركات بالاستحواذ على الشركات الأخرى المهددة بالإفلاس، أو على شركات أخرى تمارس نفس النشاط، وذلك بغرض تفادي الأزمات المالية في المستقبل. راجع في ذلك: خولة أحمد السليطي: مرجع سابق، ص ٤٢.

(٢) اتحاد هيئات الأوراق المالية العربية: دراسة بشأن تنظيم عروض الشراء بقصد الاستحواذ في الدول الأعضاء باتحاد هيئات الأوراق المالية العربية، دبي، دولة الإمارات العربية المتحدة، بدون تاريخ، ص ١١. منشور على موقع اتحاد هيئات الأوراق المالية العربية: <http://www.uasa.ae>

(٣) المرجع السابق، ص ١٢.

شركة دولة أخرى بقصد السيطرة عليها، فتصير الشركة الأخيرة تابعة للشركة الأجنبية التي تمتلك حصة الأغلبية في رأسمالها<sup>(١)</sup>.

كما قد يهدف المستحوذ من عمليات الاستحواذ تلك -والذي يكون عادة إحدى شركات أو صناديق الاستثمار<sup>(٢)</sup>، أو شركات رأس المال المخاطر<sup>(٣)</sup> - مجرد الاستثمار المباشر، وذلك عن طريق السعي إلى تملك الشركات المراد الاستحواذ عليها، لفترة قصيرة أو متوسطة، بقصد إعادة هيكلتها وتطويرها، ثم بيعها مرة أخرى إلى مستثمرين آخرين، أو إلى شركات أخرى تعمل في نفس المجال، وذلك بهدف تحقيق أرباح رأسمالية ناتجة عن البيع بسعر أعلى من سعر الشراء الأصلي<sup>(٤)</sup>.

ويشهد الاقتصاد المصري نمواً في عدد وحجم صفقات الاستحواذ والاندماج في السوق المصرية، خاصة بعد تحرير سعر صرف الجنية المصري أمام العملات الأخرى، وهو ما أدى إلى ارتفاع تكلفة الإنتاج وبالتالي ارتفاع أسعار السلع، مما أثقل كاهل الشركات المصرية، وهو ما

(١) د. أحمد حسن وسعي بنبان: الآثار الاقتصادية والقانونية لعمليات الاستحواذ علي إدارة شركات المساهمة المقيدة في سوق الأوراق المالية- دراسة مقارنة، المجلة القانونية (مجلة متخصصة في الدراسات والبحوث القانونية)، المجلد ٤، العدد ٤، ٢٠١٨، ص ٢٠٩، ٢١٠. منشور على الانترنت:

[http://jlaw.journals.ekb.eg/article\\_45211\\_94336225fb26971527ee6d941d9ea854.pdf](http://jlaw.journals.ekb.eg/article_45211_94336225fb26971527ee6d941d9ea854.pdf)

(٢) تهدف صناديق الاستثمار المباشر إلى الاستثمار في الأوراق المالية الخاصة بالشركات في مراحلها الأولى، وكذلك في الشركات التي تتطلب إصلاحاً مالياً أو هيكلياً، وهي استثمارات تتميز بأنها عالية المخاطر وتطلب في مراحل كثيرة استثماراً لعدة سنوات قبل أن يمكنها تحقيق أرباح قابلة للتوزيع، وقد استحدث المشرع المصري هذه الشركات بقرار وزير الاقتصاد رقم ٩٣٥ لسنة ١٩٩٦ الصادر بتاريخ ١/١/١٩٩٧، وتم إدخالها إلى السوق المصرية وفقاً لعدد من الضوابط حددها القرار سالف الذكر. راجع في ذلك: د. محمد حلمي عبد التواب: البورصة المصرية والبورصات العالمية (آلية عملها- الرقابة عليها- الربط بين البورصات)، بدون ناشر، بدون سنة نشر، ص ٥٦، ٥٧.

(٣) شركات رأس المال المخاطر هي شركات غير تقليدية لا تدير شركات أو مشروعات تؤسسها بنفسها، ولكنها تهدف إلى اقتناص فرص استثمارية يمكن أن تحقق لها عوائد غير عادية، وذلك عن طريق قيامها بتقديم التمويل للمشروعات التي تمتلك براءة اختراع أو تعتزم تطبيق تكنولوجيا جديدة، كما يرتبط نشاط هذه الشركات بتمويل المشروعات التي يتوقع لها نمو سريع، كما يمتد نشاطها أيضاً إلى تدعيم وإدارة الشركات المتعثرة. حيث ينطوي الاستثمار فيها على درجة عالية من المخاطر نتيجة لاختلال هيكلها التمويلية أو عدم كفاءة الاستثمار أو ضعف تنظيمها وإدارتها، وذلك عن طريق دعمها مالياً أو تقديم الخدمات الفنية والإدارية لها. راجع في ذلك: المرجع السابق، ص ٤٧.

(٤) اتحاد هيئات الأوراق المالية العربية: مرجع سابق، ص ١٢.

دفع المستثمرين الأجانب إلى الاتجاه نحو الاستحواذ على الشركات المصرية بسبب جاذبيتها لتراجع قيم أصولها، بعد تراجع الجنيه أمام الدولار عقب تحرير سعر الصرف، باعتبار أن عمليات الاستحواذ تلك تحقق ميزة أفضل للمستثمر الأجنبي بدلاً من الاتجاه نحو إنشاء مصانع جديدة، واستغراق وقت أطول لعملية الإنتاج<sup>(١)</sup>.

### ٣- أنواع الاستحواذ:

ويتحقق الاستحواذ من خلال إحدى طريقتين: الاستحواذ على أسهم الشركة، أو الاستحواذ على أصولها.

ويتحقق الاستحواذ على الأسهم stock acquisition عن طريق قيام المستحوذ بتملك كل أو بعض أسهم الشركة المراد الاستحواذ عليها، سواء تم سداد مقابل الشراء نقداً، أو عن طريق المبادلة بأسهم في الشركة المستحوذة أو في شركة أخرى تملكها، أو بمزيج بين هذا وذاك<sup>(٢)</sup>.

(١) راجع مقال بعنوان: توقعات بنشاط ملحوظ للاستحواذات والاندماجات بين الشركات في مصر خلال ٢٠١٧: مقال منشور على موقع مصرأوي على الانترنت: <https://www.masrawy.com> بتاريخ ١٤ يناير ٢٠١٧. وقد أكد منتدى الاندماج والاستحواذ والاستثمار المباشر الذي تنظمه «ميرجر ماركت» أن مصر حققت ٧٥,١% من قيمة صفقات الاندماج والاستحواذ بشمال أفريقيا و ٥٨,٣% من حجم الصفقات في ٢٠١٩ مقارنة بـ ٤٨,٤% و ٣٩,٥% في العام السابق على التوالي. وكان لصفقتين في قطاعي الطاقة والاتصالات النصيب الأكبر من قيمة صفقات الاندماج والاستحواذ منذ بداية ٢٠١٩ وحتى الثلث الأخير من نفس العام. الصفقة الأولى كانت استحواذ شركة دراجون أويل على حصة في شركة بترول خليج السويس (جابكو) بقيمة ٦٠٠ مليون دولار أمريكي. الصفقة الثانية كانت فيما بين شركة فيون الهولندية لخدمات الاتصالات وشركة جلوبال تليكوم القابضة بقيمة ٥٧٨ مليون يورو حيث تقدمت شركة فيون بعرض شراء إجباري لجميع أسهم شركة جلوبال تليكوم. راجع: مصر تستحوذ على ٧٥% من صفقات الاستحواذ والاندماج في المنطقة، مقال منشور بالموقع الإلكتروني لجريدة الوفد: <https://alwafd.news> بتاريخ ١٧ نوفمبر ٢٠١٩.

(٢) د. طارق محمود عبدالسلام السالوس: العروض العامة لشراء الأسهم بقصد الاستحواذ: دراسة اقتصادية قانونية في ضوء قانون سوق المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ ولأئحته التنفيذية، مجلة الدراسات القانونية والاقتصادية، كلية الحقوق، جامعة حلوان، العدد ١٩، يوليو/ ديسمبر ٢٠٠٨، ص ١٩٧.

وتتم عملية الاستحواذ أو شراء أسهم الشركات بواحد من أربع طرق: الأولى هي الشراء بالاتفاق المباشر، وذلك في الأحوال التي تكون فيها الشركة غير مقيدة بسوق الأوراق المالية، ولم تقم بطرح أسهمها في اكتتاب عام، حيث يكون للشركة الاتفاق على بيع أسهمها، ما لم يوجد بنظامها الأساسي ما يمنع ذلك. أما الطريقة الثانية فهي الشراء من خارج المقصورة (أي المكان الذي تعينه لجنة إدارة البورصة لتنفيذ أوامر البيع والشراء للأوراق المالية المقيدة بها). وتحقق هذه الحالة بالنسبة للأوراق المالية غير المقيدة

وقد يتحقق الاستحواذ على أصول الشركة المراد الاستحواذ عليها asset acquisition، حينما يقوم المستحوذ بشراء كل أو بعض أصول الشركة المراد الاستحواذ عليها، ويتم سداد مقابل الشراء نقدًا، وتقوم الشركة المراد الاستحواذ عليها بتوزيع النقد الناتج عن بيع أصولها على المساهمين فيها، ويتم ذلك إما عن طريق أرباح الأسهم الموزعة، أو عن طريق تسهيل الأصول أو التصفية<sup>(١)</sup>.

#### ٤- عروض الشراء، Takeover offers، Tender offers كوسيلة للاستحواذ:

وفي نطاق الاستحواذ على الأسهم، يتم التفرقة بين ما إذا كانت أسهم الشركة المراد الاستحواذ عليها مدرجة في سوق الأوراق المالية، أو ما إذا كانت هذه الأسهم غير مدرجة في تلك السوق. ففي الحالة الأخيرة يتم الاستحواذ من خلال التنازل عن حصة مسيطرة في الشركة المراد السيطرة عليها من قبل أغلبية المساهمين فيها، وهنا يتم تطبيق أحكام قانون الشركات بشأن التنازل عن الحصص<sup>(٢)</sup>.

أما في حالة الشركات التي تكون أسهمها مدرجة في سوق الأوراق المالية، فيتم الاستحواذ عليها من خلال طريقتين: الطريقة الأولى هي الاستحواذ على الأوراق المالية للشركة المستهدفة من خلال عمليات السوق المفتوحة (البورصة)، حيث يقوم الراغب في الاستحواذ على الأوراق المالية لتلك الشركة، سواء منفردًا أو بواسطة أشخاصه المرتبطة، بالتوجيه إلى سوق الأوراق المالية (البورصة) لشراء تلك الأوراق المالية وفقًا للقواعد المقررة لذلك، بموجب عمليات بيع وشراء

---

البورصة أو تلك التي كانت مقيدة بها في تاريخ سابق، ثم تم شطبها لاحقًا. وتم هذه العملية بواسطة أحد السماسرة المرخص لهم التعامل بالبورصة. وثالث هذه الطرق هو الشراء من داخل المقصورة للأسهم المقيدة بالبورصة، ويكون ذلك أيضًا بواسطة أحد السماسرة المرخص لهم في ذلك. أما الطريقة الأخيرة فهي العروض العامة للشراء، وتكون في صورة تعهد غير قابل للرجوع فيه من قبل مقدم العرض، ويكون عادة بسعر أعلى من سعر السوق. راجع في تفصيل ذلك: د. طاهر شوقي مؤمن: مرجع سابق، ص ٣٦، ٣٧.

(١) د. إبراهيم يوسف جويفل العبادي: الاستحواذ في سوق عمان للأوراق المالية: دراسة محاسبية قانونية تحليلية، مجلة العلوم القانونية والسياسية، الصادرة عن الجمعية العلمية للبحوث والدراسات الاستراتيجية، جمهورية العراق، المجلد ٣، العدد ٦، ٢٠١٣، ص ٢٣٠.

(٢) د. ياسر بن فضل السريحي: عرض الاستحواذ الإلزامي على الشركات المدرجة: دراسة تحليلية مقارنة، مجلة البحوث القانونية والاقتصادية، كلية الحقوق، جامعة المنصورة، العدد ٦٤، ديسمبر ٢٠١٧، ص ٣٧٣.

عادية، ودون الالتزام بتقديم عرض شراء لتلك الأوراق المالية. كما يجوز إتمام هذه العمليات من خلال عمليات تداول بين أطراف محددة مسبقاً طبقاً للقواعد والإجراءات التي تصدرها البورصة وتعتمدها الهيئة العامة للرقابة المالية.

ويشترط في هذه الحالة، وفقاً لنص المادة ٣٣١ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق الأوراق المالية، ألا تتجاوز نسبة الاستحواذ مقدار ثلث رأس مال الشركة المستهدفة أو حقوق التصويت فيها. كما يشترط وفقاً للمادتين ٣٣٢ و ٣٣٣ من ذات اللائحة قيام المستحوذ بالافصاح عن عملية الاستحواذ، وذلك متى بلغت نسبة الاستحواذ ٥% أو مضاعفاتها من رأس مال الشركة أو حقوق التصويت فيها بما لا يتجاوز الثلث، وذلك متى كان الاستحواذ قد تم من غير العاملين بالشركة أو أعضاء مجلس إدارتها. كما يقع ذات الالتزام على العاملين بالشركة أو أعضاء مجلس الإدارة متى كان الاستحواذ الواقع منهم على الأوراق المالية للشركة بنسبة ٣% أو مضاعفاتها من رأس مال الشركة أو حقوق التصويت.

أما الطريقة الثانية للاستحواذ على الأوراق المالية التي تمثل رأس المال أو حقوق التصويت لشركة ما بقصد الاستحواذ والسيطرة عليها، فهي عروض الشراء العامة التي تتم على هذه الأسهم، حيث يتقدم المستحوذ بعرض شراء عام على كل أو بعض أسهم الشركة المراد الاستحواذ عليها، وتخضع العملية لأنظمة ولوائح السوق المالية<sup>(١)</sup>.

ويعرف العرض العام للشراء بأنه تعهد غير قابل للرجوع فيه، موجه إلى المساهمين في إحدى الشركات التي يجري تداول أسهمها في بورصة الأوراق المالية، وذلك بهدف شراء كمية من الأسهم المملوكة لهؤلاء المساهمين بسعر محدد، غالباً ما يكون أعلى من سعر تداول هذه الأسهم ببورصة الأوراق المالية، أو يكون شراء هذه الأسهم عن طريق مبادلة مالكي تلك الأسهم بأسهم أخرى بديله<sup>(٢)</sup>.

(١) المرجع السابق.

(٢) راجع في ذلك: د. عبدالفضيل محمد أحمد: العروض العامة للشراء في البورصة، مجلة البحوث القانونية والاقتصادية، كلية الحقوق، جامعة المنصورة، جمهورية مصر العربية، العدد ٤٣، أبريل ٢٠٠٨، ص ٦؛ آمال زايدى: النظام القانوني لتجمع

ولقد بدأت فكرة العروض العامة للشراء في الولايات المتحدة الأمريكية، وكان الداعي إلى ذلك الضخامة التي يتمتع بها الاقتصاد الأمريكي من جهة، والاتجاه العام نحو تركيز المشروعات وتوسيع حجم أعمالها من جهة أخرى. وساعد على ذلك السهولة التي يتميز بها النظام القانوني والمالي في الولايات المتحدة الأمريكية فيما يتعلق باندماج الشركات وانحلالها دون وجود عوائق قانونية، فضلاً عن تمتع البورصات الأمريكية بقدر عالٍ من الإنضباط والشفافية والفاعلية. ومن الناحية التشريعية، ينظم هذه العمليات في الولايات المتحدة الأمريكية قانون "ويليام" William act الصادر عام ١٩٦٩، والمعدل لقانون الصرف exchange act<sup>(١)</sup>.

وقد انتقلت فكرة العروض العامة للشراء من الولايات المتحدة الأمريكية إلى المملكة المتحدة بعد الحرب العالمية الثانية، حيث تم وضع نظام لذلك سمي "قانون المدينة" city code، والذي صدرت أول طبعة له عام ١٩٥٩، وقد تضمن عشر مبادئ عامة، وثمانين وثلاثين قاعدة تفصيلية، وهو لا يعد تشريعاً صادراً من البرلمان، وإنما يمثل قواعد سلوك تلقى احتراماً كبيراً في العمل<sup>(٢)</sup>.

---

الشركات التجارية- دراسة مقارنة، رسالة دكتوراة، كلية الحقوق، جامعة قسنطينة ١، ٢٠١٤، ص ٧٧؛ د. طاهر شوقي مؤمن: مرجع سابق، ص ٢٢٢.

(١) د. عبدالفضيل محمد أحمد: مرجع سابق، ص ٢٦، ٢٧.

(٢) المرجع السابق، ص ٢٧. ويمكن جمع الأهداف الرئيسية التي يقوم عليها تقنين المدينة city code في المبادئ التالية:

- يجب أن يتم معاملة جميع المساهمين من نفس الطبقة class في الشركة المستهدفة target company بطريقة متساوية equally، وأن يتم توفير المعلومات المناسبة لهم adequate information، للتوصل إلى قرار مناسب مبني على معلومات صحيحة بشأن عروض الشراء العامة.
- العمل على تجنب خلق سوق زائفة false market للأوراق المالية securities، سواء لمقدم العرض offeror أو للشركة المستهدفة.
- لا يجوز لإدارة الشركة المستهدفة القيام بأي عمل يكون من شأنه تقويض أي عرض بدون الحصول على الموافقة الجماعية (إجماع) consent لجميع المساهمين.

Review: A guide to takeovers in the united kingdom, slaughter and may, November 2019, p. 3.  
Available at :

<https://www.slaughterandmay.com/media/39320/a-guide-to-takeovers-in-the-united-kingdom.pdf>

وفي ستينيات القرن الماضي انتقلت فكرة العروض العامة للشراء إلى فرنسا، وتم تنظيمها بعدة تشريعات، منها قانون الشركات الصادر عام ١٩٦٦، والقانون النقدي والمالي<sup>(١)</sup>.

وفي وقت لاحق، صدر التوجيه الأوروبي رقم EC/25/2004 في مايو ٢٠٠٤، والذي استهدف التنسيق بين دول الاتحاد الأوروبي فيما يتعلق بتوجيه عمليات عروض الشراء بقصد الاستحواذ، وتوفير الحماية لأقلية المساهمين في الشركات المستهدفة من تلك العمليات<sup>(٢)</sup>.

#### ٥ - تنظيم عروض الشراء العامة في التشريع المصري:

أما بالنسبة للتشريع المصري، فلم يتضمن تنظيمًا شاملاً لعروض الشراء بقصد الاستحواذ، وإنما وردت بعض النصوص التي تنظم بعضاً من صورته، أو تتعلق بتنظيم تلك العمليات فيما يخص جهات أو مشروعات محددة.

فقد تضمن قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ وضع ضوابط لعروض الشراء بقصد الاستحواذ نصاً يوجب على من يرغب في عقد عملية يترتب عليها تجاوز ملكيته ١٠% من رأس مال شركة، أو نسبة ٥% إذا كان من يرغب في عقد هذه العملية أحد أعضاء مجلس الإدارة أو أحد العاملين بالشركة، أن يقوم بإخطار الشركة بذلك، وعلى الأخيرة إخطار كل مساهم يملك ١% من رأس مال الشركة. ثم فصلت المواد من ٥٩ إلى ٦٣ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال الصادرة بقرار وزير الاقتصاد والتجارة الخارجية رقم ١٣٥ لسنة ١٩٩٣، دور الهيئة في الرقابة على هذه العمليات، والإشراف على توفير ونشر المعلومات والبيانات الخاصة بهذه العمليات.

أما قانون البنك المركزي والجهاز المصرفي والنقد رقم ٨٨ لسنة ٢٠٠٣، فقد أوجبت المادة ٥٠ منه على كل من يملك ما يزيد على ٥% من رأس المال المصدر لأي بنك، وبما لا يجاوز ١٠% منه، أن يخطر البنك المركزي بذلك. ثم أوردت المادة ٥١ من ذات القانون حظراً على أي شخص بأن يملك ما يجاوز ١٠% من رأس المال المصدر لأي بنك، أو أي نسبة أخرى

(١) د. عبدالفضيل محمد أحمد: مرجع سابق، ص ٢٧، ٢٨.

(٢) اتحاد هيئات الأوراق المالية العربية: دراسة: "مرجع سابق، ص ٢٣، ٢٤.

تؤدي إلى السيطرة الفعلية لأي شخص عليه، إلا بعد الحصول على موافقة مجلس إدارة البنك المركزي، وذلك طبقاً للضوابط التي تحددها اللائحة التنفيذية لهذا القانون، ويقع باطلاً كل تصرف يخالف ذلك<sup>(١)</sup>. ثم نظمت المادة ٥٢ من ذات القانون حالة تملك شخص بالميراث أو الوصية أكثر من ١٠% من رأس مال البنك المصدر لأي بنك، أو ما يؤدي إلى سيطرته الفعلية على البنك. ثم نظمت المواد ٥٣، ٥٤، ٥٥ من ذات القانون الأحكام المتعلقة بالطلب المقدم لمجلس الوزراء بشأن الموافقة على تجاوز تلك النسب.

أما أول تنظيم شامل لعروض الشراء بقصد الاستحواذ، فقد ورد في قرار وزير الاستثمار<sup>(٢)</sup> رقم ١٢ لسنة ٢٠٠٧ بشأن تعديل بعض أحكام اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ الصادرة بقرار وزير الاقتصاد والتجارة الخارجية رقم ١٣٥ لسنة ١٩٩٣، إذ أضافت إلى هذه اللائحة باباً جديداً هو الباب الثاني عشر (المواد من ٣٢٥ حتى ٣٥٨)، والذي عالج الأحكام المتعلقة بعروض الشراء العامة للأسهم، سواء كانت تلك العروض اختيارية أم كانت عروضاً إجبارية، وكذلك تنظيم عمليات الاستحواذ.

ولقد أجازت المادة ٣٥٦/ ز من هذا القرار الأخير للهيئة العامة للرقابة المالية إضافة حالات أخرى للحالات التي تم استثنائها من تقديم عروض الشراء الإجبارية. وعليه، فقد أصدرت الهيئة العامة للرقابة المالية بعض القرارات التي أضافت فيها حالات أخرى لتلك المستثناة بموجب السلطة المخولة لها بالمادة ٣٥٦/ ز من اللائحة التنفيذية لقانون سوق المال، مثل قرار مجلس إدارة الهيئة رقم ٥٤ لسنة ٢٠١٦، وكذلك القرار رقم ١٣٥ لسنة ٢٠١٦.

(١) من أمثلة ذلك موافقة البنك المركزي المصري على صفقة استحواذ بنك الكويت الوطني على البنك الوطني المصري، والتي تم الإعلان عنها في ٢٠٠٧/٨/١٤ بعد فوز بنك الكويت الوطني بصفقة شراء البنك الوطني المصري بنسبة ٥١% في المرحلة الأولى وبقيمة إجمالية بلغت ٥١٦ مليون دولار، وهو ما يعادل ٧٧ جنيه للسهم، وذلك بعد أن تفوق العرض المقدم من بنك الكويت الوطني عن بقية العروض المقدمة للاستحواذ على البنك الوطني المصري، حيث تقدم البنك التجاري الكويتي بعرض استحواذ للبنك الوطني المصري مقابل ٧٥ جنيه للسهم، فيما عرض بنك (ايه اف جي) اليوناني عرضاً بسعر ٥٨,٣ جنيه للسهم. راجع: <https://www.argaam.com/ar/article/articledetail/id/639962>

(٢) الوقائع المصرية- الهدد ٢٦ تابع (ب) في ٤ فبراير ٢٠٠٧.

ثم صدر قرار رئيس مجلس الوزراء<sup>(١)</sup> رقم ٢٤٧٩ لسنة ٢٠١٨ بتعديل بعض أحكام اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ الصادرة بقرار وزير الاقتصاد والتجارة الخارجية رقم ١٣٥ لسنة ١٩٩٣، والذي استبدل - في المادة الثالثة منه - الباب الثاني عشر المنصوص عليه بهذه اللائحة والمتعلق بعروض الشراء بقصد الاستحواذ، بأحكام جديدة فصلها في سبعة فصول (المواد من ٣٢٥ حتى ٣٥٨) وذلك بقصد جعل الأحكام المتعلقة بهذه العروض أكثر انضباطاً، ومعالجة ما كشف عنه الواقع العملي من سلبيات في ظل تطبيق النصوص القديمة.

#### ٦ - عروض الشراء الإلزامية Mandatory offers:

ميزت الأحكام المتعلقة بعروض الشراء بقصد الاستحواذ الواردة باللائحة التنفيذية لقانون سوق المال، بين نوعين من هذه العروض، وذلك على حسب إرادة مقدم العرض في تقديم العرض من عدمه. فهناك عروض الشراء الاختيارية التي يبادر مقدم العرض بتقديمها بحض إرادته، بقصد الاستحواذ على كل أو بعض أسهم إحدى الشركات.

وهناك عروض الشراء الإلزامية، وهي تلك التي يلتزم مقدم العرض بتقديمها إلى الشركة المستهدفة، وذلك متى بلغت نسبة ملكيته لأسهم تلك الشركة، أو نسبة أسهم الأشخاص المرتبطة به، حداً معيناً. ويكون القصد من هذه العروض الإلزامية حماية أقلية المساهمين في هذه الشركة، الذين قد يتضررون من استحواذ مقدم العرض على أغلبية أسهم الشركة، فلا يكون أمامهم من حلٍ إلا الخروج من الشركة وبيع أسهمهم فيها، أو البقاء فيها مع الرضوخ للقرارات التي تصدر من المستحوذ الذي يملك أغلبية هذه الأسهم.

#### ٧ - الواقع العملي يكشف قصور تنظيم عروض الشراء الإلزامية:

ورغم التنظيم التشريعي الشامل للعروض العامة للشراء بقصد الاستحواذ، ومنها تلك الأحكام المتعلقة بعروض الشراء الإلزامية. إلا أن الواقع العملي ما زال يكشف العديد من السلبيات التي أحاطت بهذا التنظيم، وليس أدل على ذلك من المشاكل التي ظهرت كنتيجة

(١) الجريدة الرسمية- العدد ٤٧ تابع (ب) في ٢٢ نوفمبر ٢٠١٨.

لتطبيق الأحكام الخاصة بالالتزام بتقديم عرض إجباري لشراء أسهم الأقلية في شركة ما، أو تلك المتعلقة بالإعفاء من ذلك الالتزام، كحالة استحواذ شركة "أديبتو" على شركة "أمريكانا مصر"، والتي ثارت فيها مشكلة اختلاف سعر العرض المقدم للاسهم بورصة مصر عن نفس سعر السهم في بورصة الكويت، مما أدى إلى الإخلال بالمساواة بين المساهمين، وكذلك أثارَت مشكلة تعيين المستشار المالي وتحديد المعايير التي يبني عليها تقريره في شأن تحديد سعر عرض الشراء. وكذلك حالة استحواذ شركة "لافارج" الفرنسية على الشركة المصرية للأسمت، والتي ثارت فيها مشكلة تخط الهيئة العامة للرقابة المالية بين إعفاء المستحوذ من الالتزام بتقديم عرض شراء إجباري، ثم معاودة الكرة بإصدار قرار بالزامه بتقديم عرض شراء إجباري، دون أن تبيّن الأسباب التي بنت فيها أي من قراراتها السابقة. وكذلك حالة استحواذ شركة "أورنج" الفرنسية على الشركة المصرية لخدمات التليفون المحمول "موبنيل"، والتي أثارَت مشكلة تحديد سعر عرض الشراء في حالة عدم وجود عرض شراء سابق.

فجميع هذه الحالات قد بينت وجود بعض المشاكل عند تطبيق الأحكام المنظمة لعروض الشراء الإجبارية في التشريع المصري، كما أظهرت بعض مظاهر القصور في تطبيق هذه الأحكام ومدى اتفاقها مع الغاية التي استهدف المشرع تحقيقها من خلال تنظيم وتقنين عمليات عروض الشراء الإجبارية، والمتمثلة في ضمان حماية أقلية المساهمين في الشركة المستهدفة بالعرض، وتحقيق المساواة بينهم.

#### ٨ - هدف ونظرة الدراسة:

لذلك سوف نسعى لدراسة الأحكام المتعلقة بعروض الشراء الإجبارية، وما نثيره من مشاكل، سواء تعلقت بالحالات التي يجب فيها على المستحوذ التقدم بعرض شراء إجباري لأسهم الشركة المستهدفة، أو تلك المتعلقة بالإعفاء من تقديم تلك العروض، فضلاً عن المشاكل التي نثار بشأن تحديد سعر الشراء لأسهم الأقلية في الشركة المستهدفة، والمفاهيم المتعلقة بالشفافية ووجوب الإفصاح عن المعلومات، والتي يجب على مقدم العرض والشركة المستهدفة، ممثلة في مجلس إدارتها، الالتزام بتقديمها في حالة عروض الشراء الإجبارية.

وفي سبيل ذلك نقسم هذه الدراسة إلى ثلاثة مباحث:

المبحث الأول: ماهية عروض الشراء الإجبارية وتكييفها القانوني.

المبحث الثاني: حالات الالتزام بتقديم عرض شراء إجباري وحالات الإعفاء منه.

المبحث الثالث: أحكام عرض الشراء إجباري والآثار المترتبة عليها.



## المبحث الأول

### ماهية عروض الشراء الإجبارية وتكييفها القانوني

٩ - موقع عروض الشراء الإجبارية من عروض الشراء العامة:

العروض العامة للشراء قد تستهدف أو تستبع إما السيطرة الفعلية على إدارة الشركة ، أو قد تمنح مقدم العرض قوة تصويتية غالبه في الجمعية العامة للشركة، وهنا يطلق على هذا النوع من الشراء استحواذاً acquisition<sup>(١)</sup>.

فما العروض العامة للشراء إلا تقنية مالية وقانونية، تستعملها الشركات في سوق الأوراق المالية، بغرض الاستحواذ والسيطرة على الشركات الأخرى، وهي طريقة تتسم بالسرعة والسهولة، كما تمكن من الاحتفاظ بالشخصية المعنوية للشركة المستهدفة، وكذلك الحفاظ على ذمتها المالية باقية دون تأثير على الرغم من عملية السيطرة تلك<sup>(٢)</sup>.

وقد عرفت المادة ٣٢٦ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المعدلة بقرار رئيس مجلس الوزراء رقم ٢٤٧٩ لسنة ٢٠١٨، عرض الشراء بأنه "عرض يُطرح لشراء الأوراق المالية للشركات الخاضعة لنطاق التطبيق الوارد بالمادة ٣٢٥ من هذه اللائحة من مالكيها، سواء كان مقابل الشراء نقداً أو مبادلة بأوراق مالية أخرى، أو عرضاً مختلطاً يجمع بين المقابل النقدي والمبادلة معاً، وسواء كان العرض إجبارياً أو اختيارياً".

ووفقاً للنص السابق، تنقسم العروض العامة للشراء إلى نوعين: عروض الشراء الاختيارية voluntary offers، وعروض الشراء الإجبارية mandatory offers. ويعد العنصر الأساسي في التفرقة بين هذين النوعين من العروض هو الدور الذي تلعبه إرادة مقدم العرض في تقديم طلب عرض شراء لأسهم الشركة المستهدفة؛ فحيث يكون مقدم العرض مجبراً على ذلك، وفقاً لحالات معينة يحددها القانون، نكون بصدد عرض شراء إجباري.

(١) اتحاد هيئات الأوراق المالية العربية: مرجع سابق، ص ١٧.

(٢) آمال زايدي: مرجع سابق، ص ٧٦.

وسوف نبين في هذا المبحث مفهوم وتعريف عرض الشراء الإجباري (المطلب الأول)، ثم نعرض على بيان طبيعته القانونية (المطلب الثاني)، ثم نختم ببيان شروط صحة عرض الشراء الإجباري (المطلب الثالث).

## المطلب الأول

### المفهوم القانوني لعرض الشراء الإجباري

١٠- التعريف التشريعي لعرض الشراء الإجباري:

وضعت المادة ٣٢٦ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال تعريفاً لعرض الشراء الإجباري، في معرض ضبطها للتعريفات المتعلقة بعروض الشراء العامة بقصد الاستحواذ، والتي نظمت أحكامها في الباب الثاني عشر من هذه اللائحة، فقررت أن عرض الشراء الاختياري هو عرض تُلزم فيه الهيئة أحد الأشخاص بأن يعرض شراء أوراق مالية لأي من الشركات الخاضعة لنطاق التطبيق الوارد بالمادة ٣٢٥ من هذه اللائحة من مالكيها وفقاً للأحكام الواردة بالمادة ٣٥٣ منها.

وقد حددت المادة ٣٢٥ من ذات اللائحة نطاق تطبيق الأحكام المتعلقة بعروض الشراء العامة، والواردة بالباب الثاني عشر من هذه اللائحة في حالتين:

١. عروض الشراء للأسهم والسندات القابلة للتحويل إلى أسهم في الشركات المقيد لها أسهم أسهم بالبورصة المصرية، سواء بطريق مباشر أو غير مباشر، وعلى شهادات الإيداع الأجنبية المقابلة لها.

٢. عروض شراء الأسهم والسندات القابلة للتحويل إلى أسهم في الشركات التي طرحت أسهمها في اكتتاب عام في السوق الأولية أو من خلال طرح عام في سوق التداول<sup>(١)</sup> ولو لم تكن مقيدة بالبورصة.

---

(١) السوق الأولية أو سوق الإصدار primary market هي سوق يتم في نطاقها التعامل على الأوراق المالية عند إصدارها لأول مرة. ويتم ذلك عن طريق ما يسمى بالاكتتاب سواء تعلق ذلك بإصدار الأسهم عند تأسيس الشركات الجديدة، أو عند زيادة رأسمالها بعد التأسيس أو بإصدار السندات عند الحاجة إلى قروض طويلة الأجل. أما سوق التداول أو السوق الثانوية فهي السوق التي يتم التعامل فيها على الأوراق المالية بعد إصدارها، وفيها يتم تداول الأوراق المالية التي تُطرح للاكتتاب للجمهور من خلال سوق الإصدار، حيث يلتقي العرض بالطلب، ويكون بيع الأوراق المالية المطروحة للتداول بهدف الحصول على السيولة أو لإعادة الاستثمار في أوراق مالية بديلة. راجع: د. محمد حلمي عبد التواب: مرجع سابق، ص ٥٩.

ويلاحظ على تعريف مصطلح عروض الشراء الإجبارية الواردة بالمادة ٣٢٦ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال، أنه قد ربط وصف الإجبار في تقديم عرض الشراء لأسهم الشركة المستهدفة بصدور قرار من الهيئة العامة للرقابة المالية تلزم فيه المستحوز بتقديم هذا العرض، متى توافرت إحدى الحالات المنصوص عليها في المادة ٣٥٣ من هذه اللائحة<sup>(١)</sup>، وكما نرى أن الأفضل لو أن اللائحة ربطت إجبارية العرض بتوافر إحدى هذه الحالات، بحيث يكون قرار الهيئة ما هو إلا صدى أو تنفيذ لتوافر إحدى هذه الحالات التي وضعها المشرع لذلك. خاصة وأن توقف إجبارية العرض على إصدار الهيئة قرار بذلك، وليس على توافر إحدى حالاته المقررة قانونياً، كان من الآثار السلبية التي أظهرها الواقع العملي.

فالمستحوز متى توافرت فيه إحدى الحالات المقررة بالمادة ٣٥٣ من اللائحة -والتي سوف نبينها لاحقاً- يكون ملزماً بتقديم عرض إجباري لشراء باقي أسهم الأقلية في الشركة المستهدفة، دون النظر لصدور قرار ملزم من الهيئة بذلك.

فالإلزام أو الإجبار هنا مصدره القانون، حيث يكون ناشئاً عن توافر إحدى الحالات المقررة قانوناً لتقديم عرض شراء إجباري، وهو يقع على عاتق مقدم العرض، فإن لم يبادر إلى ذلك، يكون للهيئة الحق في إصدار قرار بإلزامه بتقديم عرض شراء إجباري<sup>(٢)</sup>.

---

(١) لم يكن المشرع المصري هو الوحيد الذي سار على هذا الاتجاه، إذ نرى المشرع السعودي قد قرر بالمادة ٢٣ من لائحة الاندماج والاستحواذ لهيئة سوق المال السعودية أنه متى توافرت النسبة المقررة بتلك المادة، يكون لمجلس الهيئة ممارسة سلطته التقديرية بإلزام ذلك الشخص، أو الأشخاص الذين يتصرفون بالاتفاق معه، بتقديم عرض لشراء الأسهم التي لا يملكها من الفئة نفسها.

(٢) اتجه المشرع القطري إلى ربط إجبارية العرض بتوافر الحالة الموجبة لتقديمه، إذ قررت المادة ٣٤ / ١ من نظام الاستحواذ والاندماج الصادر من هيئة قطر للأسواق المالية، بأنه يجب على كل شخص يملك أو يرغب في التملك بمفرده أو بالتحالف مع آخرين بما يزيد على ٧٥% من رأس مال الشركة المعنية، أن يقوم بإخطار الهيئة وتقديم عرض إجباري لشراء جميع الأوراق المالية المتبقية من رأس مال الشركة. ويتضح من هذا النص أن المشرع قد جعل تقديم العرض أمر وجوبي، يتحقق سببه بمجرد توافر الحالة الموجبة لذلك، ويكون قرار الهيئة بإلزام مقدم العرض بذلك أثراً لتوافر حالة الإجبار تلك.

## ١١ - تعريف الفقه والقضاء لعروض الشراء الإجبارية:

أما الفقه، فقد اتجه إلى تعريف عروض الشراء الإجبارية بأنها تلك العروض التي يلتزم صاحب العرض بتقديمها متى استحوذ على نسبة معينة من أسهم الشركة المستهدفة. أو هي إلزام من استحوذ على نسبة معينة من أسهم شركة ما بأن يعرض على باقي المساهمين شراء أسهمهم في الشركة وتمكينهم من البيع إن شاءوا، أو الاستمرار في الشركة كأقلية إن رغبوا في ذلك<sup>(١)</sup>.

كما عرفها البعض بأنها العروض التي لا يكون لمقدم العرض الخيار في تقديم العرض من عدمه متى تحققت الشروط الموجبة لتقديم العرض، وهي تتحقق في الحالات التي يلتزم فيها مقدم العرض بتقديم عرض لشراء الأوراق المالية من مالكيها، ويكون الغرض منها حماية أقلية المساهمين وتحقيق مبدأ المساواة والتكافؤ بينهم<sup>(٢)</sup>.

أما بالنسبة للقضاء المصري، فقد اتجهت محكمة القضاء الإداري بمجلس الدولة إلى التأكيد على أن عروض الشراء الإجبارية ما هي إلا آلية قانونية تُفرض على مقدمها بموجب أحكام القانون واللائحة، وفيها يتوارى ويتضاءل دور وإرادة مقدم العرض، سواء فيما يتعلق بعدد الأسهم التي يلتزم بتقديم عرض الشراء الإجباري لها، أو فيما يتعلق بالسلطة النهائية في تحديد السعر الذي تحكمه رقابة السلطة المختصة وفقاً لما يخولها القانون من سلطات للرقابة على عمليات عروض الشراء. ويكون الغرض منها، فضلاً عن هدف الاستحواذ لتحقيق السيطرة على الشركة المستهدفة بالعرض، إقامة وضمائم تحقيق نوع من المساواة بين المساهمين من الأقلية في الشركات المقيدة بالبورصة<sup>(٣)</sup>.

## ١٢ - الهدف من الالتزام بتقديم عرض شراء إجباري:

(١) د. إبراهيم إسماعيل إبراهيم الربيعي، نهى خالد عيسى المعموري: التنظيم القانوني لعرض الشراء الإجباري- دراسة مقارنة، مجلة كلية التربية الأساسية للعلوم التربوية والإنسانية، جامعة بابل، الجمهورية العراقية، العدد ٣٧، شباط ٢٠١٨م، ص ٦٢٥.

(٢) د. علاء سليمان: مرجع سابق، ص ٥٠٨.

(٣) محكمة القضاء الإداري- دائرة المنازعات الاقتصادية والاستثمارية، الدائرة السابعة، الدعوى رقم ٨٩٠٩ لسنة ٦٥ ق،

جلسة ٢٠١١/١١/١٩.

على الرغم من تعارض فكرة عروض الشراء الإجبارية مع مبدأ حرية التعاقد، والذي لا يجيز إجبار الشخص على إبرام عقد لا يرغب فيه، إلا أن عروض الشراء الإجبارية تحقق عدة مصالح وأهداف، ابتغى المشرع ضمان تحقيقها من تنظيمه لأحكام عروض الشراء الإجبارية باللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال.

فعرض الشراء الإجباري يهدف إلى حماية مقدم العرض نفسه، والذي استحوز بالفعل أو يسعى إلى الاستحواذ على الشركة المستهدفة بالعرض، بتملك أغلبية أسهمها أو حقوق التصويت فيها، إذ يوفر له هذا العرض ضماناً لإكمال السيطرة الفعلية<sup>(١)</sup> على الشركة المستهدفة من خلال شراء أسهم الأقلية بسعر عادل، ودون أن يؤثر ذلك على الشركة أو السوق<sup>(٢)</sup>.

كما تهدف هذه العروض إلى حماية سوق الأوراق المالية والشركة المستهدفة ذاتها، من خلال تحقيق الاستقرار للهيئة أو الجهة المعنية باتخاذ القرار بالشركة، وذلك من خلال دعم سيطرة الأغلبية، مما يساعد في حماية مصالحهم، وكذلك مصلحة الشركة ذاتها. فضلاً عن ضمان

---

(١) يقصد بالسيطرة الفعلية controlling interest الامكانية أو القدرة المباشرة على ممارسة التأثير الفعال على أعمال وقرارات الشركة المستهدفة، ويندرج تحت ذلك كل وضع أو اتفاق أو ملكية للأسهم أو الحصص أياً كانت نسبتها، ما دام أنها تؤدي إلى التحكم في إدارة الشركة المستهدفة، أو القرارات الصادرة عنها أو عن مساهمها. أنظر: اتحاد هيئات الأوراق المالية العربية: مرجع سابق، ص ١٧، ١٨.

والسيطرة قد تكون فعلية، فثبتت للمستحوز رغم امتلاكه لأقل من نصف رأس مال الشركة المستهدفة، إذ يكفي أن يمتلك الشخص ما قدره ١٠% أو ١٥% من رأس مال الشركة للسيطرة على قراراتها، وذلك في ظل ما يعرف بظاهرة الأصوات المنسية التي تضعف من تأثير المساهم على قرارات الشركة، بتغيبه عن حضور اجتماعات جمعيتها العامة، وبالتالي ضعف تأثيرهم على القرارات الصادرة منها، وسيطرة من يملك النسب السابق ذكرها وتحكمه في قرارات تلك الجمعية العامة.

كما قد تكون السيطرة قانونية، متى امتلك المستحوز أكثر من نصف رأس مال الشركة المستهدفة، إذ ينظر حينئذٍ إلى معيار كمي قوامه امتلاك المساهم ما قدره ٥٠% فأكثر من رأس مال الشركة المستهدفة، وذلك لتحقيق السيطرة القانونية عليها من قبله.

ووفقاً لنص المادة ٣٢٦ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال، فقد أخذ المشرع بمفهوم السيطرة الفعلية وليس السيطرة القانونيه، فعرف السيطرة الفعلية بأنها كل وضع أو اتفاق أو ملكية لأسهم أو حصص أياً كانت نسبتها تؤدي إلى التحكم في تعيين أغلبية أعضاء مجلس الإدارة، أو في القرارات الصادرة منه ومن الجمعيات العامة للشركة المعنية. راجع في ذلك: د. إبراهيم إسماعيل إبراهيم الربيعي: مرجع سابق، ص ١٣.

(٢) د. طارق محمود عبدالسلام السالوس: مرجع سابق، ص ٢٣٤، ٢٣٥.

تحقيق الشفافية في السوق من خلال الالتزام بالإفصاح عن المعلومات والبيانات، والتي يقع الالتزام بها على عاتق كلاً من مقدم العرض وكذلك الشركة المستهدفة على حدٍ سواء<sup>(١)</sup>.

كما تهدف عروض الشراء الإجبارية، بشكل رئيسي، إلى حماية أقلية المساهمين في الشركة المستهدفة من السيطرة التي تتمتع بها أغلبية المساهمين في الشركة، والتي تجعلهم يفرضون قراراتهم وآرائهم على إدارة الشركة. إذ يُمكنهم عرض الشراء الإجباري من الخروج من الشركة بأفضل الشروط المناسبة، وبسعر شراء للسهم يعادل ذات السعر الذي اشترى به مقدم العرض أسهماً للشركة من خلال آخر عرض سبق له التقدم به أيّاً كان نوعه<sup>(٢)</sup>.

ومن جهة أخرى، فإن هذه العروض تهدف إلى الحد من ظاهرة تجميع أسهم الشركات بقصد السيطرة والاستحواذ عليها، من خلال عمليات التداول بالسوق المفتوحة على فترات متباعدة؛ من أجل الوصول إلى الحد الذي يسمح لهم بالسيطرة الفعلية على الشركة، دون التقدم بعرض لشراء أسهم هذه الشركات. ولا شك أن هذا الأمر يؤدي إلى الإخلال بالمساواة بين المساهمين في الشركة؛ إذ سيؤدي إلى حدوث تفاوت وتباين في أسعار أسهم الشركة، واختلافها تبعاً لسعر السهم في السوق وقت الشراء، على عكس الحال في عروض الشراء الإجبارية التي يكون فيها السعر موحداً لجميع حملة الأسهم، وتحت رقابة ونظر الهيئة التي يكون لها سلطة تقديرية لضمان تحقيق ذلك<sup>(٣)</sup>.

(١) د. ياسر بن فضل السريحي: مرجع سابق، ص ٣٧٩.

(٢) د. ياسر بن فضل السريحي: مرجع سابق، ص ٣٧٧.

(٣) د. إبراهيم إسماعيل إبراهيم الربيعي وآخر: مرجع سابق، ص ٦٢٦.

وفي هذا تقرر محكمة القضاء الإداري بأن "الإجبار الذي تقوم عليه عروض الشراء الإجبارية، يتلاني بالدرجة الأولى ظاهرة تجميع أسهم الشركة المستهدفة من خلال عمليات شراء لأسهمها بأسعار متفاوتة على فترات زمنية متعاقبة، إخلالاً بمبدأ المساواة فيما بين المساهمين في الشركة المستهدفة، ما دامت لا تتم عروض الشراء الإجبارية إلا بسعر واحد يتعين فيه دوماً إلا يقل عن أعلى سعر دفعه مقدم العرض أو أحد الأشخاص المرتبطة به في عرض شراء سابق خلال الإثني عشر شهراً السابقة على تقديم العرض". مجلس الدولة المصري، محكمة القضاء الإداري، دائرة المنازعات الاقتصادية والاستثمار (الدائرة السابعة)، الدعوى رقم ١٢١٤٩ لسنة ٦٤ قضائية بجلسة ١٠ ابريل ٢٠١٠.

لذلك تسعى الأحكام المنظمة لعروض الشراء الإجبارية إلى تحقيق المساواة بين المساهمين في الشركة جميعاً (الأغلبية والأقلية)، حيث يتم شراء الأسهم من خلال عرض الشراء الإجباري، بنفس السعر الذي دفعه المستحوذ من قبل في عروض الشراء الأخرى التي سبق له التقدم بها للاستحواذ على أسهم هذه الشركة، وهذا الأمر يحقق المساواة بين المساهمين، فلا يتم استغلال الأقلية وفرض سعر للسهم عليهم يختلف عن ذلك الذي سبق للمستحوذ دفعه من قبل في عرض سابق.

لذلك جعل المشرع من هذه العروض مخرجاً لأقلية المساهمين minority shareholders تلك في اختيار الخروج opting out من الشركة، عند تقديرهم عدم ملاءمة بقاءهم فيها بسبب السيطرة الفعلية defacto control لمقدم العرض على الشركة<sup>(١)</sup>، فيتيح لهم هذا العرض الإجباري بيع أسهمهم لهذا المستحوذ بالسعر الذي سبق له أن قام بدفعه في أي عرض شراء آخر لأسهم هذه الشركة، خلال الإثني عشر شهراً السابقة على تقديم العرض، سواء كان عرض الشراء الذي يتم تحديد السعر بناء عليه، عرض شراء اختياري أو عرض شراء إجباري.

### ١٣ - مفهوم أقلية المساهمين في عروض الشراء الإجبارية:

لمفهوم الأقلية في نطاق شركات المساهمة معينين: المعنى المادي أو العيني، ويقصد به أولئك الذين يملكون أقل من نصف رأس مال الشركة. أما المعنى الشخصي، فيقصد به الشركاء الأقل عدداً مقارنة بالأغلبية، ويتضح ذلك بالنظر إلى اجتماعات الجمعية العامة للشركة، حيث تفرض الأغلبية، الحاضرة والممثلة في اجتماع الجمعية العامة للشركة، قراراتها على الأقلية<sup>(٢)</sup>.

(١) Sebastian Barry, Hannes Bracht and Matthias Casper: Agreements on voting conduct in the election of the supervisory board (Aufsichtsrat) – a case for a mandatory offer? Case Note – The Ruling of the Regional Appellate Court Munich (OLG München) of 27 April 2005 – 7 U 2794/04, ZIP 2005, 856, German Law Journal, Vol. 06, No. 12, 2005, p. 1814

(٢) خولة أحمد السليطي: مرجع سابق، ص ١؛ د. محمد ابراهيم موسى: حوكمة الشركات المقيدة بسوق الأوراق المالية، مجلة البحوث القانونية والاقتصادية، كلية الحقوق، جامعة الاسكندرية، العدد الثاني، ٢٠١٠، ص ٩٥٧، هامش رقم ٣؛ د. عبد الفضيل محمد أحمد: حماية الأقلية من القرارات التعسفية الصادرة عن الجمعية العامة للمساهمين، مكتبة الجلاء الجديدة، المنصورة، ١٩٨٧، ص ٢٣؛ د. وجدي سلمان حاطوم: دور المصلحة الجماعية في حماية الشركات التجارية، منشورات الحلبي الحقوقية،

وبالطبع لا يُقصد بمفهوم الأقلية، في نطاق عروض الشراء الإجبارية، الأقلية العددية للمساهمين في الجمعيات العامة<sup>(١)</sup>، وإنما يُقصد به الأقلية المتعلقة برأس المال، أي أقلية المساهمين الذي يمتلكون نسبة تقل عن نصف رأس مال الشركة، وبالطبع تقل عما يملكه مقدم العرض. ويختلف مفهوم مساهم الأقلية عن المساهم السليبي، حيث يُقصد بالأخير ذلك الذي تنتفي فيه نية المشاركة، وذلك بالتخلف عن حضور اجتماعات الجمعية العامة للشركة، والاكتفاء بالحصول على الأرباح التي تُقرر في نهاية السنة المالية<sup>(٢)</sup>.

ذلك أن عدد الأسهم يرتبط بقدرة صاحبها على التأثير في قرارات الشركة، وذلك من خلال عمليات التصويت التي تتم على القرارات التي تصدر في اجتماعات الجمعية العامة للشركة. وبالنظر إلى كبر حجم الأسهم في شركات المساهمة، وتعدد مالكيها، فإن عددًا كبيراً من حملة الأسهم العادية لا يمارسون هذا الحق بشكل فعال، ويرجع ذلك في المقام الأول إلى أن للنظر إلى قلة عدد الأسهم التي يمتلكونها، فلا يكون لها تأثير في قرارات الشركة، وأن ما يجري عليه العمل هو تفويض proxy هؤلاء لأحد أعضاء مجلس الإدارة بالتصويت نيابة عنهم<sup>(٣)</sup>.

لكن المقصود بالأقلية بالنسبة لموضوع هذه الدراسة هم فئة قليلة من المساهمين في الشركة المستهدفة بالعرض، الذين رفضوا أو لم يوافقوا على عرض الشراء المقدم لشراء أسهمهم في الشركة

---

بيروت، الطبعة الأولى، ٢٠٠٧، ص ٤٣٨؛ د. علي فوزي الموسوي: حماية الأقلية من القرارات التعسفية في قانون الشركات العراقي، بحث منشور في مجلة العلوم القانونية، جامعة بغداد، العدد ١، المجلد ٢٦، ٢٠١٠، ص ٣٠.

(١) هناك من عرف الأقلية بأنها مجموعة المساهمين الذين يمثلون في الجمعية العامة نسبة في رأس مال الشركة أقل مما تمثله المجموعة الأخرى (الأغلبية)، أو هي مجموعة المساهمين الذين لم يعطوا أصواتهم للقرار الذي تبنته المجموعة التي تملك المساهمة الأكبر في رأس المال بين المساهمين الذين يحضرون اجتماع الجمعية العامة للمساهمين. وطبقاً لهذا الرأي، فإن الأقلية ليست مجرد عدد، وإنما هي مفهوم نسبي يتحدد بالنظر إلى الشركاء الممثلين في اجتماعات الجمعية العامة للمساهمين. راجع: محمد حسين شموخ المطيري: حماية أقلية المساهمين في حال الاستحواذ على أسهم الشركات، رسالة ماجستير، مقدمة إلى كلية الدراسات الفقهيّة القانونية - قسم القانون، جامعة آل البيت، الأردن، ٢٠١٠، ص ١٠.

(٢) خولة أحمد السليطي: المرجع السابق.

(٣) د. منير إبراهيم هندي: الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، الاسكندرية، ١٩٩٣، ص ٩.

المستهدفة، وقرروا البقاء كمساهمين في هذه الشركة أو كمالكين لحصة في رأس مالها، وذلك بمقدار الأسهم التي يمتلكونها فيها.

#### ١٤ - المبادئ العامة التي تحكم العروض الإجبارية:

لا تختلف المبادئ العامة التي تحكم عروض الشراء الإجبارية عن تلك التي تحكم عروض الشراء بصفة عامة، وهذه المبادئ هي:

#### المبدأ الأول: مبدأ الشفافية

ويقصد بالشفافية قيام شركات المساهمة التي يتم الاكتتاب العام في أسهمها، بتوفير المعلومات والبيانات المتعلقة بنشاطها، ووضع هذه المعلومات والبيانات تحت تصرف المساهمين وأصحاب الحصص، وإتاحة الفرصة لمن يريد منهم الاطلاع عليها، وعدم حجبها عنهم، إلا إذا ترتب على توفير هذه المعلومات أو إتاحة الاطلاع عليها الأضرار بمصالح الشركة أو بمركزها المالي<sup>(١)</sup>.

ولا يرتبط مفهوم الشفافية بتوفير المعلومات أو البيانات المتعلقة بالعرض أو بمركز الشركة المالي فقط، بل يمتد مفهوم الشفافية كذلك إلى ضرورة أن تتسم هذه المعلومات بالصدق والمصادقية، وألا تحتوي على تضليل أو خداع أو غش، أيًا كانت درجته.

وفي نطاق عروض الشراء، يجب على مقدم العرض أن يتحرى الصدق في المعلومات المقدمة إلى مجلس إدارة الشركة المستهدفة من العرض، كما يقع على عاتق هذا المجلس نفس الالتزام سواء بالنسبة للمساهمين فيها أو لأصحاب العروض الأخرى.

#### المبدأ الثاني: المساواة وتكافؤ الفرص

ويجب أن يتحقق هذا المبدأ بين مالكي الأوراق المالية محل عرض الشراء، وكذلك فيما بين الأشخاص المعنيين بالعرض، ولتحقيق المساواة وتكافؤ الفرص يتطلب ذلك ضمان تحقيق عدة أمور، منها<sup>(٢)</sup>:

(١) خولة أحمد السليطي: مرجع سابق، ص ٤٣.

(٢) د. طارق محمود عبدالسلام السالوس: مرجع سابق، ص ٢١٥؛ د. أساور حامد عبدالرحمن: مرجع سابق، ص ٤٧.

- أ. إخطار المساهمين بالمعلومات المتوفرة لدى مجلس الإدارة حول العرض في الوقت المناسب، دون حجب أية معلومات عنهم لأي سبب كان، أو اختصاص بعض المساهمين بهذه المعلومات دون البعض الآخر.
- ب. المساواة في معاملة المساهمين القابلين للعرض، وبصفة خاصة فيما يتعلق بالسعر المطروح للعرض.
- ج. أن يتم الشراء من قبل مقدم العرض من جميع المساهمين بسعر واحد خلال فترة العرض.
- د. ألا يمتنع مقدم العرض عن الشراء من مساهم بالذات خلال مدة العرض.

### المبدأ الثالث: مراعاة مصالح الشركة المستهدفة من العرض

وذلك بأن يمتنع مجلس إدارة الشركة المستهدفة من القيام بأي عمل يكون من شأنه منع أو تقييد المساهمين مالكي الأوراق المالية في تقييم العرض وفقاً لأسس التقييم السليمة<sup>(١)</sup>. وأن يوضحوا لمساهمي الشركة، في بيان تالٍ لتقديم عرض الشراء، مركز الشركة وأثر هذا العرض عليه، سواء في الحاضر أو في المستقبل، مع توضيح رأيهم حول العرض ومدى إفادته للشركة من عدمه.

### المبدأ الرابع: الأمانة في التعامل

ويقع هذا الالتزام على كاهل كلاً من مقدم العرض والشركة المستهدفة بالعرض ومجلس إدارتها، وهذا يقتضي حظر التلاعب في أسعار الأوراق المالية المستهدفة بالعرض، وتلافي تعارض المصالح واستغلال المعلومات الداخلية، وعدم اتیان أي عمل من شأنه إعاقة المنافسة الحرة، أو عدم الالتزام بقواعد السلوك القويم، والالتزام بضمان صحة البيانات والمعلومات المقدمة بخصوص العرض. كما يقتضي ضرورة حظر التعامل على الأوراق المالية محل العرض خلال مدة سريان العرض، وذلك حماية للسوق المالية وللمتعاملين فيها من المضاربات غير المشروعة التي قد تتم على تلك الأوراق المالية<sup>(٢)</sup>.

(١) د. طارق محمود عبدالسلام السالوس: مرجع سابق، ص ٢١٦.

(٢) المرجع السابق، ص ٢١٦، ٢١٧.

## ١٥ - تقسيم عروض الشراء:

حدد التوجيه الأوروبي رقم EC/25/2004 نوعين من الحقوق المرتبطة بعروض الشراء الإجبارية، يمكن التقدم بأي منهما خلال مدة أقصاها ثلاثة أشهر تالية لتنفيذ العرض. يسمى النوع الأول منها إخراج المسيطر للأقلية، حيث يطلب المستحوذ من مساهمي الأقلية أن يبيعوا له أسهمهم من خلال عرض شراء، مع وضع ضوابط تحكم هذا العرض. أما النوع الثاني حيث يمكن لأقلية المساهمين أن يطلبوا من المستحوذ شراء أسهمهم مقابل سعر عادل<sup>(١)</sup>.

أما اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال فقد وضعت إلى جانب عروض الشراء الإجبارية المقررة بالفصل السادس من الباب الثاني عشر من هذه اللائحة، والتي تلزم المستحوذ الذي تحققت في شأنه إحدى النسب المقررة بنص المادة ٣٥٣ من هذه اللائحة، بوجوب التقدم بعرض شراء إجباري لباقي أسهم الشركة المستهدفة، إذ وضعت هذه اللائحة، بجانب الفصل السادس المشار إليه، فصلاً سابعاً ينظم حقوق الأقلية في عروض الشراء بقصد الاستحواذ بصفة عامة، إذ أجازت المادة ٣٥٧ من ذات اللائحة لأقلية المساهمين الذين يحدون على نسبة ٣% من الأسهم، أو متى كان عدد هؤلاء المساهمين لا يقل عن ١٠٠ مساهم يمثلون ما لا يقل عن ٢% من الأسهم حرة التداول، أن يتقدموا بعرض لإلزام المساهم الذي يستحوذ على ٩٠% أو أكثر من رأس مال الشركة أو حقوق التصويت فيها، لشراء حصص الأقلية في الشركة.

ويلاحظ أن اللائحة التنفيذية قد فصلت بين عروض الشراء الإجبارية وبين حق الأقلية في إلزام المستحوذ على شراء حصصهم، إذ اعتبرت كلاً منهما حقاً مغايراً لحق الآخر رغم اعتبارهما جميعاً داخلين في نطاق عروض الشراء بقصد الاستحواذ، فنظمت عروض الشراء الإجبارية في الفصل السادس، بينما فصلت الأحكام المتعلقة بحق الأقلية في إلزام المستحوذ بشراء حصصهم في الفصل السابع من الباب الثاني عشر.

(١) اتحاد هيئات الأوراق المالية العربية: مرجع سابق، ص ٢٥.

وربما يرجع السبب في ذلك إلى اتجاه اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال إلى ربط عروض الشراء الإجبارية بصدور قرار الهيئة بإلزام المستحوذ بتقديم عرض الشراء الإجباري، وليس بمجرد توافر إحدى الحالات المتعلقة بذلك<sup>(١)</sup>. لذلك فصلت اللائحة التنفيذية بين إلزام الهيئة المستحوذ بتقديم عرض شراء إجباري عند توافر أي من الحالات المقررة بالمادة ٣٥٣ من اللائحة، وبين حق الأقلية في إلزام المستحوذ بتقديم هذا العرض، وفقاً للمقرر بالمادة ٣٥٧ من ذات اللائحة.

رغم اعتقادنا بأن الحالتين تندرجان في نطاق عروض الشراء الإجبارية، حيث أن الإجبار هنا ليس ناشئاً عن الجهة التي تُصدر القرار إلى المستحوذ بوجوب تقديم العرض، وإنما هو ناشئ عن تقييد إرادة المستحوذ في تقديم أو عدم تقديم العرض. فالمستحوذ يكون مُلزماً، في جميع الأحوال، متى توافرت إحدى الحالات المنصوص عليها سواء بالمادة ٣٥٣ أو بالمادة ٣٥٧ من اللائحة التنفيذية، بتقديم عرض شراء لباقي حصة الأقلية في الشركة، بصرف النظر عن الجهة أو الشخص الذي يصدر القرار بإلزامه بتقديم هذا العرض.

#### ١٦- تمييز عرض الشراء الإجباري عن غيره العمليات المتشابهة معه:

يتشابه عرض الشراء الإجباري مع بعض العمليات الأخرى التي تُنفق معه في بعض المميزات، كعرض الشراء الاختياري، وعمليات الاندماج، والطرح الخاص، وعمليات تجميع الأسهم.

#### ١٧- التمييز بين عرض الشراء الإجباري وعرض الشراء الاختياري:

يتفق كلاً من عرض الشراء الإجباري وعرض الشراء الاختياري في أنهما يقعان على أوراق مالية معينة، هي الأسهم والسندات القابلة للتحويل إلى أسهم، والتي تخول صاحبها حقوق تصويت في الجمعية العامة للشركة. كما يتفقان في أنهما يردان على الأوراق المالية للشركات المقيدة بالبورصة فقط، فلا تسري هذه العروض على الأوراق المالية للشركات غير المقيدة بالبورصة، كما

(١) كما سبق أن بينا في البند العاشر.

يتفان في الكثير من الأحكام المتعلقة بإجراءات التقدم بالعرض والبيانات والمعلومات الواجب بيانها بمذكرة المعلومات التي يلتزم صاحب العرض بتقديمها، على نحو ما سيرد تفصيله لاحقاً.

لكن وعلى الرغم من ذلك، فإن عرض الشراء الإجباري يتميز عن عرض الشراء الاختياري من عدة نواحي، هي<sup>(١)</sup>:

١- من حيث إرادة مقدم العرض، فإن عروض الشراء الاختيارية تتم بمحض إرادة مقدم العرض، فلا يوجد إجبار عليه سواء في تقديم العرض، أو في تحديد سعر الشراء أو عدد الأسهم التي سيرد الشراء عليها، أو فيما يتعلق بتحديد شروط العرض. فهو من يُقدر مدى أهمية التقدم بعرض شراء لأسهم الشركة المستهدفة بالعرض، كما يكون له حرية تحديد سعر شراء تلك الأسهم، وكذلك الشروط التي يضمنها ذلك العرض. أما عروض الشراء الإجبارية فهي تُفرض على مقدم العرض متى توافرت فيه إحدى الحالات المقررة بالمادة ٣٥٣ أو المادة ٣٥٧ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال، ولا يكون لإرادة مقدم العرض أي دور، سواء في تحديد سعر الشراء، أو في تحديد عدد أو نسبة الأسهم التي ينصب عليها العرض، أو في تحديد شروط العرض<sup>(٢)</sup>.

٢- من حيث الهدف أو الغرض من العرض، فإن الهدف الرئيسي الذي يبتغيه مقدم عرض الشراء الاختياري هو السعي نحو تحقيق الاستحواذ على عدد معين من الأسهم الخاصة بقصد السيطرة على الشركة المستهدفة من العرض. أما الغرض من عرض الشراء الإجباري فهو إقامة وثمان نوع من المساواة بين المساهمين في الشركة، وحماية أقلية المساهمين فيها من تعسف الأغلبية، باعتبار أن مقدم العرض بالفعل يسيطر على الشركة

(١) راجع في ذلك: د. طارق محمود عبدالسلام السالوس: مرجع سابق، ص ٢٣٣، ٢٣٤.

(٢) في ذلك تقرر محكمة القضاء الإداري أن "عروض الشراء الإجبارية إنما تُفرض على مقدمها بموجب أحكام القانون واللائحة، وفيها يتوارى ويتضاءل دور وإرادة مقدم العرض، سواء فيما يتعلق بعدد الأسهم التي يلتزم بتقديم عرض الشراء الإجباري عنها، أو السلطة النهائية في تحديد السعر الذي تحكمه رقابة السلطة المختصة، وفقاً لما يخولها القانون من سلطات للرقابة على عمليات الشراء". راجع: حكم محكمة القضاء الإداري- دائرة المنازعات الاقتصادية والاستثمارية، الدائرة السابعة، الدعوى رقم ٨٩٠٩ لسنة ٦٥ ق، جلسة ٢٠١١/١١/١٩.

المستهدفة من خلال ما يمتلكه فيها من أسهم أو حقوق تصويت، سواء بمفرده أو بواسطة الأشخاص المرتبطة به<sup>(١)</sup>.

#### ١٨ - التمييز بين عرض الشراء الإجمالي والاندماج:

يتفق كلاً من الاندماج والعروض العامة للشراء بوجه عام، وبطبيعة الحال عروض الشراء الإجبارية، في أنهما يمثلان إحدى وسائل الاستحواذ والسيطرة على الشركات، كما يتفقان بأنهما وسيلتين لتكوين المجموعات الاقتصادية، وأنهما وسيلتين للتركيز الاقتصادي وزيادة الانتشار في الأسواق، وخلق قوة احتكارية تؤثر في حجم السوق وعملية التداول فيه<sup>(٢)</sup>. ولكن على الرغم من ذلك، فإن الفارق بينهما يبدو بعيداً جداً من عدة نواحي.

إذ يترتب على عرض الشراء بوجه عام فناء الشخصية المعنوية للشركة المستهدفة بالعرض، إذ تبقى هذه الشركة قائمة دون تأثير، وتظل مستقلة من حيث ذمتها المالية عن الشركة المستحوذة مقدمة العرض، وبصرف النظر عن نسبة ملكية الشركة الأخيرة لرأس مال الشركة المستهدفة بالعرض. فالذي يتم - فقط - هو مجرد حلول مقدم العرض محل المساهم الذي وافق على عرض الشراء بوصفه خلفاً خاصاً للأخير<sup>(٣)</sup>.

والحال على العكس من ذلك في عملية الاندماج، حيث يترتب عليه إما فناء الشخصية المعنوية للشركة المندمجة في الشخصية المعنوية للشركة الداخلة، والتي يؤول إليها جميع الحقوق والالتزامات التي كانت للشركة المندمجة، أو قد يترتب عليها فناء الشخصية المعنوية للشركة المندمجة وتكوين شركة جديدة، تؤول إليها جميع التزامات وحقوق الشركات المندمجة جميعاً<sup>(٤)</sup>.

(١) في ذلك تقرر محكمة القضاء الإداري أن " الإلزام الوارد في عروض الشراء الإجبارية، وإن كان يخالف مبدأ حرية التعاقد، ألا أنه إجبار يستهدف حماية الأقلية من المساهمين على ألا يجبروا على الانصياع إلى قرارات تحقق مصالح الأغلبية". راجع حكم محكمة القضاء الإداري السابق.

(٢) د. طاهر شوقي مؤمن: مرجع سابق، ص ١٩٩.

(٣) د. طارق محمود عبدالسلام السالوس: مرجع سابق، ص ٢٠٧٨.

(٤) د. طاهر شوقي مؤمن: مرجع سابق، ص ٢٠٠، ٢٠١.

بالإضافة إلى ذلك، فإن عملية الاندماج يتم بالاتفاق بين كلاً من الشركة المندمجة والشركة الداخلة، في حين أن الاستحواذ، الذي يتم بناء على عرض الشراء، سواء الإجمالي أو الاختياري، لا يتم عادة وفقاً لاتفاق بين الشركة المستحوذ والشركة المستحوذ عليها، فقد يكون بناء على نص في القانون، وبدون اتفاق الطرفين أو رضائهما عليه، فهو في الغالب عملية تنظيمية ليس لإرادة الطرفين دور فيها، إلا بشكل جزئي<sup>(١)</sup>.

كما أن عروض الشراء لا تتم إلا على الأوراق المالية التي تخول مالكيها حقوقاً تصويته في الشركة المستهدفة، كالأسهم والسندات القابلة للتحويل إلى أسهم وشهادات الإيداع، دون أن يمتد الأمر إلى أصول تلك الشركة. أما الاندماج فيشمل الذمة المالية للشركة المندمجة بجميع صورها، أي يمتد الاندماج إلى أصول الشركة، وكل ما لها من حقوق<sup>(٢)</sup>.

كما أن عروض الشراء، وكما بينا سلفاً، لا تكون إلا للشركات المقيدة ببورصة الأوراق المالية، بعكس الاندماج الذي يرد على جميع أنواع الشركات، سواء أكانت مقيدة ببورصة الأوراق المالية، أم غير مقيدة بها.

#### ١٩ - التمييز بين عرض الشراء الإجمالي والخاص:

طرح أسهم شركة ما للتداول يعني عرض هذه الأسهم للتعامل فيها أو عليها بالبيع أو الشراء، وهو يعد بمثابة إيجاب موجه للجمهور أو للمشتريين في سوق الأوراق المالية، ويتضمن رغبة البائع في بيع هذه الأسهم لهم، وطرح الأسهم للتداول، وفقاً للمعنى السابق، قد يكون طرحاً عاماً أو طرحاً خاصاً<sup>(٣)</sup>.

ويقصد بالطرح العام دعوة أشخاص غير محددين سلفاً (الجمهور) إلى الاكتتاب في أسهم الشركة بصرف النظر عن العدد الفعلي للمكتتبين<sup>(٤)</sup>. أما الطرح الخاص private placement

(١) المرجع السابق، ص ١٩٩، د. أساور حامد عبدالرحمن: مرجع سابق، ص ٣٤.

(٢) د. طاهر شوقي مؤمن: مرجع سابق، ص ٢٠٠.

(٣) د. سلامة فارس عرب: الشركات التجارية في القانون المصري، دار النهضة العربية، القاهرة، الطبعة الأولى، ٢٠٠٤، ص

٢٩٢، هامش رقم ١٤٢.

(٤) المرجع السابق، ص ٢٩٢، ٢٩٣.

فيقصد به بيع الشركة لإصداراتها من الأوراق المالية إلى عدد قليل من المستثمرين، غالباً ما يكونوا معروفين لمؤسسي الشركة المكتتبه<sup>(١)</sup>.

فهو، إذا، عملية تتناول عرض أوراق مالية، عند القيام بتأسيس الشركات أو زيادة رأس مالها، وذلك عندما ترغب الشركات في الحصول على التمويل، سواء من الشركات أو الأفراد عن طريق البورصة، ولفئات معينة من المستثمرين تتضمن المحترفين من المؤسسات المالية<sup>(٢)</sup>، والمستثمرين الأفراد ذوي الخبرة أو الملاءة المالية العالية<sup>(٣)</sup>، وتكون بسعر يتفق عليه أثناء عملية الترويج للطرح<sup>(٤)</sup>. وهو ما يميز الطرح الخاص عن الطرح العام الذي يكون لكافة المستثمرين دون استثناء، فضلاً عن عدم وجود إلتزام من جانب الشركة، في الطرح الخاص، بنشر المعلومات التي تتطلبها الهيئة أو البورصة، مما يضيف نوعاً من السرية على أنشطة الشركة، إلى جانب توفير التكاليف. كما يترتب على الطرح الخاص صغر عدد المساهمين الحاملين للسهم مما ييسر على الإدارة، التي عادة ما تكون مكونة من كبار المساهمين، تسيير الشركة<sup>(٥)</sup>.

(١) د. منير ابراهيم هندي: مرجع سابق، ص ٧١٥.

(٢) وفقاً للمادة ١٦ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال، المعدلة بقرار رئيس مجلس الوزراء رقم ٢٤٧٩ لسنة ٢٠١٨، يقصد بالأشخاص ذوي الملاءة المالية: الأشخاص الاعتبارية العامة، وصناديق التأمين والمعاشات العامة والخاصة، وشركات الأموال التي لا يقل رأس مالها المدفوع عن مليون جنيه مصري، والأشخاص الطبيعيين ذوي الخبرة التي لا تقل عن ثلاث سنوات في أعمال الائتمان وإدارة الأموال والاستثمار، والأشخاص الطبيعيين المالكين لأوراق أو أدوات مالية تزيد قيمتها عن خمسمائة ألف جنيه صادرة عن شركتين على الأقل.

(٣) وفقاً للمادة ١٦ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال، المعدلة بقرار رئيس مجلس الوزراء رقم ٢٤٧٩ لسنة ٢٠١٨، يقصد بالمؤسسات المالية: البنوك المصرية وفروع البنوك الأجنبية الخاضعة لاشراف البنك المركزي المصري، وشركات التأمين أو إعادة التأمين، وشركات رأس المال المخاطر، وشركات الاستثمار المباشر، وشركات التمويل العقاري، وشركات التأجير التمويلي، وشركات التخصص، وصناديق الاستثمار، والمؤسسات المالية الأجنبية.

(٤) الهيئة العامة للرقابة المالية: الجزء التاسع عشر، الأدلة الاسترشادية، (٦) دليل الطرح الخاص، ص ٤. منشور على موقع

الهيئة: [https://www.fra.gov.eg/content/efsa\\_ar/laws\\_index/UG19360UG19361.pdf](https://www.fra.gov.eg/content/efsa_ar/laws_index/UG19360UG19361.pdf)

(٥) راجع: <https://my.mec.biz/t71969.html>

ومما سبق يتضح الفارق بين عروض الشراء الإجبارية والطرح الخاص للأوراق المالية في الآتي<sup>(١)</sup>:

١. الطرح الخاص يعد إكتتاباً في أسهم، لكنه اكتتاب موجه إلى أشخاص بعينهم ممن تتوفر فيهم الملاءة المالية التي تستطيع تغطية هذا الاكتتاب، بينما عرض الشراء الإجباري لا يعد إكتتاباً في الأسهم، وإنما هو إيجاب من نوع خاص يقدمه صاحب العرض لشراء أسهم الشركة المستهدفة، وذلك في الحالات التي توجب اللائحة عليه التقدم به.

٢. الطرح الخاص ينصب غالباً على أسهم جديدة، سواء كانت بسبب تأسيس شركة أو زيادة رأس مالها، بينما عرض الشراء الإجباري يكون على أسهم قائمة بالفعل، وسبق إصدارها من قبل.

٣. من الممكن ممارسة عمليات الطرح الخاص في سوق الإصدار أو في سوق التداول (البورصة)، بينما لا تتم عمليات عروض الشراء الإجبارية إلا في سوق التداول (البورصة) فقط.

#### ٢٠- التمييز بين عرض الشراء الإجباري وعمليات تجميع الأسهم:

عمليات تجميع الأسهم يقوم بها المشتري عن طريق التوجه إلى البورصة وشراء أسهم شركة معينة من مالكيها، كل على حدة، وبسعر مختلف يتم تحديده وفقاً لقواعد العرض والطلب بسوق الأوراق المالية، ويهدف المشتري من ذلك إلى تجميع أكبر قدر من أسهم شركة معينة، مستفيداً من تقلبات سعر السهم في البورصة. وبالتالي، فإن هذه العمليات، في حقيقتها، ما هي إلا مجرد عقد بيع يتم بين بائع للسهم ومشتريه<sup>(٢)</sup>.

وقد نُظمت عمليات تجميع الأسهم في الفصل الثالث من الباب الثاني عشر من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال. فوفقاً للمادة ٣٣١ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال، يجوز لمن يرغب في الاستحواذ على أسهم شركة ما التوجه إلى السوق المفتوحة دون الالتزام

(١) راجع في ذلك: د. طارق محمود عبدالسلام السالوس: مرجع سابق، ص ٢٠٩، ٢١٠.

(٢) المرجع السابق، ص ٢١٠.

بتقديم عرض للشراء، وإتمام عمليات تجميع للأسهم من خلال قواعد التداول السارية بالبورصة، ولكن يشترط لذلك ألا تتجاوز عمليات تجميع الأسهم ثلث رأس مال الشركة المعنية، أو حقوق التصويت فيها.

وإذا تجاوزت النسبة التي تم الاستحواذ عليها من قبل الشخص أو أطرافه المرتبطة من نسبة من حقوق التصويت أو حقوق الملكية في الشركة المعنية تقدر بنسبة ٥% أو مضاعفاتها بالنسبة لغير العاملين بالشركة أو أعضاء مجلس الإدارة، أو نسبة ٣% أو مضاعفاتها بالنسبة للعاملين أو أعضاء مجلس إدارة الشركة، وبما لا يتجاوز ثلث الأسهم، فيجب على المستحوذ الإفصاح عن هذه العمليات خلال يومين على الأكثر من إتمام العملية، وفقاً للأحكام المقررة بالمادة ٣٣٢ والمادة ٣٣٣ من اللائحة التنفيذية.

مما سبق يتضح أن عمليات تجميع الأسهم تختلف عن عروض الشراء الإجبارية من حيث أن الأخيرة لا تتم بناء على اتفاق مسبق بين مقدم العرض وبين المساهمين المالكين للأسهم، وإنما تتم بناء على أحكام تنظيمية واجبة التطبيق في لائحة سوق الأوراق المالية، ولا دخل لإرادة أي من الطرفين في تحديد السعر أو شروط العرض أو أحكامه. وذلك على عكس الحال في عمليات تجميع الأسهم التي تتم بالاتفاق بين طرفي البيع، ويكون لهما الحرية في الاتفاق على سعر البيع للسهم وأحكام البيع وشروطه، والتي تخضع دائماً لسعر السهم في سوق الأوراق المالية. فضلاً عن أن عمليات تجميع الأسهم لا تكون إلا في حدود نسبة ثلث رأس مال الشركة، ولا يجوز بأي حال من الأحوال تجاوز هذه النسبة، بعكس الحال بالنسبة لعروض الشراء بنوعها، والتي تكون لنسب تتجاوز ثلث رأس مال الشركة أو حقوق التصويت فيها.

#### ٢١ - تعريفنا لعروض الشراء الإلزامية:

وبالبناء على ما سبق، يمكننا وضع تعريف لعروض الشراء الإجبارية بأنها تلك الحالات التي حددها اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال، والتي يلتزم فيها مقدم العرض بتقديم عرض شراء إجباري لجميع أسهم الشركة المستهدفة، متى بلغت نسبة استحواذه على أسهم الشركة أو حقوق التصويت فيها، سواء بمفرده أو بواسطة الأشخاص المرتبطة به، حداً معيناً تقرره

اللائحة، لأي سبب كان، وذلك بهدف حماية أقلية المساهمين في الشركة، وضمان تحقيق المساواة فيما بينهم، وكذلك ضمان سيطرة مقدم العرض على الشركة المستهدفة بالعرض؛ من أجل ضمان تحقيق خطته المستقبلية تجاه تلك الشركة.

## المطلب الثاني

### الطبيعة القانونية لعرض الشراء الإجباري

العرض العام للشراء هو تعهد غير قابل للرجوع فيه، موجه إلى المساهمين في إحدى الشركات التي يجري تداول أسهمها في البورصة، لشراء الأسهم المملوكة لهم بسعر محدد. ويتميز عرض الشراء الإجباري في هذا النطاق بوجود إجبار أو إلزام يفرضه القانون على المستحوذ مضمونه وجوب تقديم هذا العرض في حال توافرت إحدى الحالات المقررة قانوناً، وبيان الطبيعة القانونية لعروض الشراء الإجبارية، يجب بدايةً توضيح الخصائص التي تميز تلك العروض.

#### ٢٢ - خصائص عرض الشراء الإجباري:

يجب أن نقرر بشكل رئيسي أن الأحكام التي تتعلق بتطبيق أحكام عروض الشراء بشكل عام، ومنها عروض الشراء الإجبارية، هي أحكام تنظيمية تتعلق بالصالح العام، لذلك يتعين على الأطراف المرتبطة بها وجوب الالتزام بمراعاتها حتى تتحقق الغايات الرئيسية من وضعها. وفي هذا الشأن تخضع عروض الشراء جميعها، الاختيارية منها والإجبارية، إلى خصائص مشتركة تجمع بينها، ثم تميز عروض الشراء الإجبارية ببعض الخصائص التي تميزها بالنظر إلى طبيعتها وما يحكمها من قواعد قانونية.

#### ٢٣ - الخصائص المشتركة بين عرض الشراء الإجباري وعروض الشراء العامة:

تتفق عروض الشراء الإجبارية مع عروض الشراء بوجه عام في عددٍ من الخصائص، وذلك باعتبارها نوعاً من عروض الشراء التي نظمها القانون، وهذه الخصائص هي<sup>(١)</sup>:

١. عرض الشراء العام، بجميع أنواعه، ليس دعوة إلى التفاوض، وإنما هو إيجاب موجه إلى جميع المساهمين في الشركة المستهدفة من العرض، أو إلى فئة معينة منهم، كحملة الأسهم

(١) راجع في ذلك: د. عبدالفضيل محمد أحمد: مرجع سابق، ص ٧: ١٠؛ آمال زايد: مرجع سابق، ص ٧٩، ٨٠.

الممتازة أو العادية، ولا يجوز لمقدم العرض أن يرفض الشراء من أي مساهم يتقدم ببيع أسهمه وفقاً لشروط العرض. ويلاحظ أن الإيجاب هنا يكون واحداً صادراً من مقدم العرض، فلا يتعدد الإيجاب بتعدد المساهمين الموجه إليهم ذلك الإيجاب. وعلى العكس من ذلك، يكون القبول الصادر من المساهمين القابلين للعرض، قبولاً متعدداً بتعدد المساهمين القابلين للعرض خلال فترة سريانه، ويكون لكل قبول تاريخ مختلف عن نظيره، يتحدد وفقاً لتاريخ صدور هذا القبول من المساهم الراغب في البيع، أو تاريخ صدور أمر البيع الصادر من المساهم إلى الوسيط المنوط به تلقي أوامر البيع وتنفيذها.

٢. الإيجاب الصادر من مقدم العرض يجب أن يكون باتاً؛ إذ يلتزم مقدم العرض بالإبقاء على إيجابه خلال المدة المحددة للعرض، فلا يجوز له الرجوع فيه، إلا إذ تحقق حدث جوهري، وبعد صدور قرار من رئيس الهيئة بالموافقة على سحب العرض أو العدول عنه. كما يلتزم مقدم العرض بالشراء من كل مساهم يوافق على بيع أسهمه بناء على العرض خلال مدته.

٣. مدة العرض دائماً ما تكون محددة وليست مفتوحة، كما أنها تكون عادة مدة قصيرة، ولا يجوز مدها إلا بموافقة الهيئة، ومتى انقضت هذه المدة انتهت صلاحية العرض، ولا إلزام على مقدم العرض بالشراء من المساهمين، وفقاً لشروط العرض أو سعره، بعد انتهاء هذه المدة.

٤. يلتزم مقدم العرض، خلال فترة العرض، بعدم شراء أسهم الشركة المستهدفة بالعرض إلا من خلال إجراءات العرض العام. فلا يجوز له شراء الأسهم من خلال السوق المفتوحة، أو بطريق مباشر بالاتفاق مع بعض المساهمين.

٥. لا يجوز تعليق العرض على شرط بشكل عام، فإن ارتبط العرض بشرط ما؛ صح العرض وبطل الشرط. ولكن إذا كان الشرط من مستلزمات العرض ذاته فإنه يكون صحيحاً ولا يتم العرض إلا بعد تحقق هذا الشرط، كاشتراط الوصول إلى عدد معين من الأسهم لإتمام العرض، فلا يعتبر العرض قد تم إلا بالوصول إلى تلك النسبة.

٦. لا يجوز تعديل الشروط الواردة بالعرض العام للشراء خلال مدة العرض إلا بموافقة الهيئة، وقبل خمسة أيام على الأقل من تاريخ انتهاء العرض، وبشرط أن يكون ذلك التعديل لصالح مالكي الأوراق المالية المستهدفة من العرض، كأن يكون تعديل سعر الشراء بأعلي من ذلك المنصوص عليه بالعرض الأولي.

٧. تحقيق المساواة بين حملة الأسهم، بمعنى أن تحقق إجراءات العرض العام المساواة بين المساهمين من ذات الفئة في الشركة المستهدفة من العرض. وتشمل المساواة نطاق المعلومات المتاحة للمساهمين، وكذلك المساواة في المعاملة الخاصة بشروط العرض، وبصفة خاصة سعر أو مقابل الشراء.

٨. وجوب تحقيق الشفافية في إجراءات العرض؛ حيث يقع على مقدم العرض والشركة المستهدفة منه واجب نشر معلومات تفصيلية وصحيحة عن العرض، بطريقة تمكن المساهمين من اتخاذ القرار الصحيح المبني على معلومات صادقة، وإجراء الموازنة اللازمة حول قبولهم أو رفضهم للعرض. كما يلتزم مقدم العرض بالافصاح عن نواياه التي يبتغي تحقيقها بالنسبة للشركة بعد تنفيذ عرض الشراء العام، وأهدافه التي يبغي تحقيقها تجاة الشركة المستهدفة والعاملين فيها ودائئها في حالة قبول العرض، وتحقيق سيطرته على هذه الشركة.

#### ٢٤ - الخصائص المميزة لعرض الشراء الإجمالي عن عروض الشراء العامة:

فضلاً عن الخصائص العامة الاسبق ذكرها، والتي تميز عروض الشراء بوجه عام، فإن عروض الشراء الإجمالية تتميز عن عروض الشراء العامة بعدد من الخصائص، والتي تضفي عليها طابعاً خاصاً. ومن أهم هذه الخصائص:

١. خاصية الإجمار أو الإلزام، والتي توجب على من تتجاوز ملكيته نسبة معينة، محددة قانوناً، في رأس مال إحدى الشركات، أن يقوم بتقديم عرض شراء إجباري لكل الأسهم المتبقية من تلك الشركة والتي تخرج عن ملكيته. وهذا الإجمار، كما سبق أن ذكرنا،

يستهدف حماية المستحوز نفسه، وحماية مصالح الشركة المستهدفة، وبالطبع حماية أقلية المساهمين فيها، وتحقيق المساواة وتكافؤ الفرص بينهم وبين باقي المساهمين في الشركة<sup>(١)</sup>.

٢. تحديد الحالات الخاصة بوجوب تقديم عرض شراء إجباري وحالات الإعفاء من ذلك الالتزام على نحو حصري، فلا يجوز القياس على تلك الحالات أو الإضافة إليه. وقد حددت المادة ٣٥٣ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال حالات الالتزام بوجوب تقديم عرض شراء إجباري، بينما حددت المادة ٣٥٦ من ذات اللائحة حالات الإعفاء من تقديم هذا العرض، كما أضافت المادة ٣٥٧ من ذات اللائحة حالة إلزام الأقلية المستحوز بشراء حصتها في الشركة، متى تحققت الشروط المقررة في تلك المادة.

٣. وضع المعيار الذي يتم على أساسه تحديد سعر الشراء، فلا يجوز أن يقل ذلك السعر عن أعلى سعر سبق لمقدم العرض أو أحد الأشخاص المرتبطة به أن دفعه لشراء أسهم هذه الشركة في عرض سابق، وذلك خلال الإثني عشر شهراً السابقة على تقديم عرض الشراء المعني.

#### ٢٥ - التكيف القانوني لعرض الشراء الإجباري:

تتميز عروض الشراء العامة في مصر بأنها قواعد أمرية لا يجوز الخروج عنها أو الاتفاق على مخالفتها، ويرتب القانون على تلك المخالفة، متى وقعت، جزءاً مدينياً يتمثل في إلغاء العملية برمتها، فضلاً عن المسؤولية المدنية للطرف المخالف إن كان لها محل، ووصولاً إلى تقرير المسؤولية الجنائية عن مخالفة الأحكام الواردة بهذه اللائحة.

وهذا على عكس ما يسري عليه الأمر في تشريعات أخرى، التي تتميز فيها القواعد المنظمة للعروض العامة للشراء بالمرونة التي تجيز الاتفاق على مخالفتها، ويكون للأطراف دوراً في تحديد الأحكام المتعلقة بهذه العروض.

(١) د. عبدالفضيل محمد أحمد: مرجع سابق، ص ١٥.

فعلى سبيل المثال، في المملكة المتحدة يحكم عروض الشراء قانون المدينة city code وهو عبارة عن مدونة سلوك لم تصدر من السلطة التشريعية (البرلمان)، ولا تعتبر لائحة عامة، وإنما هي مجموعة من القواعد التي صدرت من قبل مجموعة من الخبراء تحت إشراف بنك إنجلترا، ورغم ذلك فهي تحظى باحترام وتطبيق واجبين على أغلب عروض الشراء<sup>(١)</sup>.

ولقد بينا فيما سبق أن عروض الشراء الإلزامية، وإن كانت نوعاً من أنواع عروض الشراء العامة التي نظم أحكامها الباب الثاني عشر من اللائحة التنفيذية لسوق رأس المال، إلا أنها تتميز ببعض الخصائص التي تفرض نوعاً من التمايز على الأحكام المطبقة عليها.

٢٦- أثر صفة الإلزام أو الإلزام على التكيف القانوني لعرض الشراء الإلزامي:

ويأتي في مقدمة تلك الخصائص أن عروض الشراء الإلزامية تُفرض على المستحوز، فلا تكون إرادته هي الدافع الرئيسي إلى تقديم العرض، وإنما توافر الحالة القانونية التي قررتها اللائحة التنفيذية لسوق رأس المال، وكذلك صدور قرار من الهيئة بإلزام المستحوز بتقديم عرض شراء إجباري لأسهم الشركة المستهدفة.

ولا تقف صفة الإلزام أو الإلزام على تقديم العرض فقط، بل تمتد إلى الأحكام المنظمة للعرض، ويظهر ذلك جلياً عند تحديد سعر أو مقابل الشراء في العرض، إذ لا يكون لمقدم العرض حرية في تقييم أو تحديد هذا السعر؛ إذ تفرض عليه اللائحة معياراً لتحديد هذا السعر لا يجوز مخالفته، وهو أعلى سعر شراء سبق لمقدم العرض أن دفعه في عرض شراء سابق لأسهم الشركة المستهدفة، خلال الإثني عشر السابقة على العرض المعني.

ويلاحظ في هذا النطاق أن الإلزام أو الإلزام القانوني في عرض الشراء الإلزامي إنما يقع على عاتق مقدم العرض، وهذا الإلزام مصدره نص القانون، ويتحقق متى توافرت إحدى حالاته المنصوص عليها في المادتين ٣٥٣، ٣٥٧ من اللائحة التنفيذية. لكن لا يمتد هذا الإلزام أو الإلزام القانوني إلى أقلية المساهمين الذين يوجه إليهم عرض الشراء الإلزامي، فلا يقع عليهم أي التزام قانوني بوجوب قبول العرض المقدم إليهم، بل يتمتعون بالحرية المطلقة في تقدير قبول

(١) د. عبدالفضيل محمد أحمد: مرجع سابق، ص ٣٥.

العرض، سواء بقبول بيع جزء من أسهمهم أو بيعها كلها لمقدم العرض، أو رفض العرض دون الإلتزام بابتداء أسباب لهذا الرفض<sup>(١)</sup>.

٢٧- عرض الشراء الإجباري ليس دعوة للتعاقد أو وعدًا به:

العرض العام للشراء ليس دعوة للتعاقد موجهة من مقدم العرض إلى باقي المساهمين في الشركة المستهدفة؛ فالدعوة إلى التعاقد لا تتضمن إرادة نهائية بإبرام العقد، وإنما هي إرادة أولية بالدخول في مفاوضات بشأن الوصول إلى صيغة مناسبة يقبلها الأطراف لإبرام العقد. وبالتالي تخلو الدعوة إلى التعاقد من الاتفاق على التفاصيل الأساسية أو الشروط الجوهرية للعقد، وإنما تكون هذه التفاصيل أو الشروط محل العقد النهائي الذي يتم التوصل إليه بعد انتهاء المفاوضات<sup>(٢)</sup>.

والملاحظ أن العرض العام للشراء يتضمن جميع العناصر الأساسية والجوهرية التي يقوم عليها العقد، ومنها بالطبع سعر أو مقابل شراء الأسهم محل عرض الشراء العام، وشروط العرض، والمدة التي يجب على المساهمين قبول العرض خلالها، وهو ما ينفي عن العرض العام للشراء كونه دعوة إلى التعاقد.

كما أن العرض العام للشراء ليس وعدًا بالتعاقد يتقدم به المستحود إلى المساهمين في الشركة؛ ذلك أن الوعد بالتعاقد هو عقد مستقل يتم بين الواعد وبين الموعود له، يتضمن الإلتزام بإبرام عقد آخر متى أظهر الموعود له رغبته في إبرامه خلال المدة المتفق عليها في الوعد بالتعاقد<sup>(٣)</sup>.

وهذا الأمر لا يتفق بأي وجه مع العرض العام للشراء؛ فالعرض العام للشراء لا يتضمن تراضياً بين مقدم العرض وبين مساهمي الشركة، وإنما هو إيجاب صادر من مقدم العرض، لا

(١) د. إبراهيم إسماعيل إبراهيم الربيعي وآخر: مرجع سابق، ص ٦٣١.

(٢) د. عبدالفضيل محمد أحمد: مرجع سابق، ص ٥١.

(٣) المرجع السابق، ص ٥١، ٥٢.

يترتب عليه إبرام عقد شراء الأسهم إلا حيث يرتبط به قبول من جانب المساهمين في الشركة، على ما سنوضح لاحقاً.

٢٨- الدور الذي تلعبه إرادة مقدم عرض الشراء الإجباري:

ومع ذلك فإننا لا نرى أن إرادة مقدم العرض تكون خارجة تماماً عن أي دور في عرض الشراء الإجباري، إذ نرى لإرادة مقدم العرض دوراً في نشوء الالتزام بتقديم عرض الشراء الإجباري؛ حيث أن إرادته هي التي وضعت في موقف يوجب عليه تقديم هذا العرض، وذلك بإقدمه على خلق إحدى الحالات التي يستوجبها القانون لتقديم عرض الشراء الإجباري، والواردة حصراً في المادتين ٣٥٣ و ٣٥٧ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال.

فجال إرادة مقدم العرض هنا واسع وموجود ولا يحده أي قيد، ولذلك يعتبر الالتزام بتقديم عرض الشراء الإجباري أثراً من آثار قيام إرادة مقدم العرض بخلق إحدى حالات الالتزام بتقديم عرض شراء إجباري، وما النصوص المتعلقة بذلك إلا ترتيباً منطقياً للآثار الناشئة عن هذه الإرادة.

٢٩- عرض الشراء الإجباري إيجاب موجه لأقلية المساهمين ينتج عن قبوله عقد بيع أسهم:

لذلك يمكن القول بأن عرض الشراء الإجباري ما هو لا إيجاب موجه لجمهور المساهمين في الشركة المستهدفة، بهدف إبرام عقد بيع لأسهمهم متى قبلوا العرض الموجه إليهم. وهذا الإيجاب هو إيجاب بات، يتضمن التزاماً من مقدم العرض بشراء الأسهم التي يقبل مساهمو الشركة بيعها إياه خلال مدة العرض، ويجب على مقدم العرض أن يعلن عن إيجابه هذا لجميع المساهمين، وفقاً للأحكام التي قررتها اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال. كما يجب أن يتضمن هذا الإعلان تحديد العناصر الجوهرية في العرض، والتي تتطلبها اللائحة التنفيذية، كسعر الشراء للسهم، ومدة العرض، وشروط العرض، ويجب على مقدم العرض الإبقاء على عرضه

قائماً دون تغيير خلال المدة المحددة له، ولا يجوز له تغيير أي من عناصر العرض إلا إذا توافر حدث جوهرى ضار، وبعد موافقة رئيس الهيئة على ذلك<sup>(١)</sup>.

ويتم قبول المساهمين للعرض بإيداع أوامرهم ببيع الأسهم لدى السمسار الذي يتولى تنفيذ العملية، وبذلك يكون عقد بيع الأسهم قد تم بين مقدم العرض والمساهم الذي قبل بيع أسهمه، ويصبح بذلك مقدم العرض مالكا لتلك الأسهم ومساهماً في الشركة المستهدفة بقدر ما تملك من أسهم، بالإضافة إلى ما كان لديه بالفعل منها<sup>(٢)</sup>.

ولا يكون عقد بيع الأسهم عقداً جماعياً بين مقدم العرض وبين مجموع المساهمين الذين قبلوا العرض، وإنما ما يتحقق هو عقد فردي لبيع الأسهم بين مقدم العرض من ناحية وبين كل مساهم على حده من ناحية أخرى، يكون محله الأسهم التي قرر الأخير بيعها إلى الأول، وقد يشمل هذا العقد كل ما يملكه المساهم من أسهم في الشركة، أو قد ينصب على بعض هذه الأسهم فقط، في حين يحتفظ المساهم بالبعض الآخر في ملكيته<sup>(٣)</sup>.

وقد لا يتم عقد بيع الأسهم على الرغم من قبول المساهم لبيع أسهمه خلال مدة العرض، وذلك متى تضمن العرض شرطاً من مقدمه بضرورة تحقيق العرض لنسبة معينة أو عدداً معيناً من الأسهم، ثم لا تتحقق هذه النسبة أو ذلك العدد، حيث أن العرض هنا يكون معلقاً على شرط فاسخ، مضمونه وجوب تحقيق تلك النسبة أو هذا العدد من الأسهم، فإن لم يصل العرض إلى تحقيقها فلا ينعقد العقد لعدم تحقق الشرط.

وكذلك الحال إذا انتهت مدة العرض دون أن يستجيب إليه مساهمي الشركة، فيسقط العرض ولا يكون لمقدمه أن يتقدم بعرض جديد إلا بعد مرور ستة أشهر تالية لتقديم العرض الأول، وذلك ما لم تقدر الهيئة وجود أسباب جدية تبرر ذلك، مع مراعاة عدم تعارض العرض الجديد مع أهداف ومبادئ العروض العامة للشراء المقررة باللائحة، حيث يكون للهيئة حينئذٍ أن

(١) د. عبدالفضيل محمد أحمد: مرجع سابق، ص ٤٧؛ د. طاهر شوقي مؤمن: مرجع سابق، ص ٢٢٥؛ د. سلامة فارس

عرب: مرجع سابق، ص ٣٠٤؛ آمال زايدى: مرجع سابق، ص ٧٧.

(٢) د. عبدالفضيل محمد أحمد: مرجع سابق، ص ٤٨.

(٣) د. طاهر شوقي مؤمن: مرجع سابق، ص ٢٣٥.

ترخص لمقدم العرض بتقديم عرض جديد دون التقيد بمدة الستة أشهر المذكورة، وذلك وفقاً لنص المادة ٣٥٥ من اللائحة التنفيذية.

٣٠ - هو طرفي العرض في العدول عنه:

وكأصل عام، ووفقاً لنص المادة ٣٤٥ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال، لا يحق لمقدم العرض العدول عن عرضه أو سحبه خلال المدة المحددة للعرض. ولكن يجوز لرئيس الهيئة أن يرخص لمقدم العرض أن يعدل عن عرضه أو يسحبه، متى وقع حدث جوهري ضار. ويقصد بالحدث الجوهري الضار، وفقاً لنص المادة ٣٢٦ من اللائحة التنفيذية، أي حدث طارئ غير متوقع ينشأ بعد تقديم عرض الشراء يؤثر سلباً على الشركة المستهدفة بالعرض، أو نشاطها الحالي أو المستقبلي، أو على قيمة أسهمها. من ذلك حدوث ظروف استثنائية عامة تؤثر على السوق، أو وقوع ظروف اقتصادية عامة، أو تعرض مقدم العرض لأزمة مالية خانقة، وكل ذلك يخضع لتقدير الهيئة، حيث تقوم بالموازنة بين الأضرار الناجمة عن سحب العرض وتلك الناتجة عن بقاءه قائماً وإلزام مقدم العرض بذلك.

ومتى وافقت الهيئة على عدول مقدم العرض أو قيامه بسحب عرض الشراء الإجمالي الذي سبق له التقدم به، فلا يجوز لمقدم العرض أن يتقدم بعرض شراء إجباري جديد إلا بعد مضي إثني عشر شهراً من تاريخ سحب أو العدول عن العرض الأصلي، ما لم تصرح له الهيئة بتقديم عرض جديد خلال مدة الحظر تلك لأسباب تقدرها الهيئة، مع مراعاة عدم مخالفة المبادئ والأهداف التي تحكم العروض العامة للشراء، والمقررة بالمادتين ٣٢٧، ٣٢٨ من اللائحة التنفيذية.

وعلى العكس من ذلك، يكون للمساهم الموجه إليه العرض أن يعدل عن قبوله للعرض، وذلك بإلغاء أمر البيع الذي سبق أن أصدره وذلك خلال مدة العرض، دون أن يترتب على ذلك أدنى مسؤولية عليه تجاه مقدم العرض؛ ذلك أن بيع تلك الأسهم لا يكون نهائياً إلا بانتهاء

مدة العرض مع بقاء قبول المساهم قائماً، فبانتها هذه المدة ينعقد البيع نهائياً، ولا يكون للمساهم حق في الرجوع عنه، وإلا ترتبت مسؤوليته عن ذلك تجاة مقدم العرض<sup>(١)</sup>.

---

(١) د. عبدالفضيل محمد أحمد: مرجع سابق، ص ٤٩.

## المطلب الثالث

### شروط صحة عرض الشراء الإجباري

٢١ - تعدد شروط صحة عرض الشراء الإجباري:

يلزم لصحة عرض الشراء الإجباري أن يتوافر فيه عدداً من الشروط التي لا تخرج في مجملها عن تلك المتطلبة لصحة عروض الشراء بوجه عام، يضاف إليها شروطاً أخرى ناشئة عن طبيعة العروض الإجبارية ذاتها. وهذه الشروط تتعدد، فمنها ما يتعلق بالأوراق المالية التي يرد عليها العرض، ومنها ما يتعلق بمقابل الشراء الذي يتم دفعه إلى المساهمين، ومنها ما يتعلق بالشركة المستهدفة من العرض والمساهمين الموجه إليهم العرض، ومنها ما يتعلق بالشروط التي يتضمنها العرض نفسه، وسوف نوضح هذه الشروط بشكل تفصيلي فيما يلي.

أولاً: الشروط المتعلقة بالأوراق المالية محل العرض:

الأوراق المالية هي صكوك قابلة للتداول والقيود ببورصة الأوراق المالية، تصدرها الشركات التي يجيز لها القانون ذلك، وهي تمثل إما حقوق ملكية في رأس مال الشركة، أو قد تمثل حق دائنية على الشركة، أو قد تكون ذات طبيعة مختلطة<sup>(١)</sup>.

وقد عرفها البعض بأنها صكوك تعطي لحاملها الحق في الحصول على جزء من عائد أو من أصول منشأة ما، أو الحقين معاً، كالأسهم والسندات وأذون الخزانة<sup>(٢)</sup>.

٢٢- الأوراق المالية التي تمتد إليها عروض الشراء الإجبارية:

ووفقاً لنص المادة ٣٢٥ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال، تسري عروض الشراء بقصد الاستحواذ بصفة عامة على نوعين فقط من الأوراق المالية التي تصدرها الشركات، وهي الأسهم والسندات القابلة للتحويل إلى أسهم. والسبب في قصر عروض الشراء بقصد

(١) اتحاد هيئات الأوراق المالية العربية: مرجع سابق، ص ٩٨.

(٢) د. منير إبراهيم هندي: مرجع سابق، ص ٧١٤.

الاستحواذ على الأسهم والسندات القابلة للتحويل إلى أسهم فقط، دون باقي الأوراق المالية الأخرى التي تصدرها هذه الشركات، إلى تمتع الأسهم والسندات القابلة للتحويل إلى أسهم بحق التصويت في الجمعية العامة للشركة. وحيث أن الغرض من عروض الشراء، بشكل عام، هو الاستحواذ على الشركة وتحقيق السيطرة الفعلية عليها، فإن هذه السيطرة لا تتم إلا بتملك الأوراق المالية التي تُمكن المستحوذ من تحقيق هذه السيطرة، وهي لا تتم عادة إلا على الأوراق المالية التي تمثل جزءاً من رأس مال الشركة، أو تلك التي تمكن المساهم من الحصول على حقوق تصويت في الجمعية العامة للشركة<sup>(١)</sup>.

والسهم هو مستند ملكية يثبت لمالكة حصة في رأس مال الشركة، ويبيح لمالكة ممارسة بعض الحقوق الناشئة عن ملكيته لحصة في الشركة، كحق التصويت في الجمعية العامة للشركة، فضلاً عن حق الحصول على الأرباح التي يتم توزيعها في نهاية كل سنة مالية<sup>(٢)</sup>. أو هو الحصة التي يقدمها الشريك عند المساهمة في مشروع شركة من شركات الأموال، ويمثل جزءاً من رأس

(١) د. طاهر شوقي مؤمن: مرجع سابق، ص ٢٠٣.

(٢) وللشهم قيمة إسمية وقيمة دفترية وقيمة سوقية، وتمثل القيمة الإسمية في تلك المدونة على قسيمة السهم، وعادة ما يكون منصوباً عليها في عقد تأسيس الشركة. بينما تمثل القيمة الدفترية قيمة حقوق الملكية مقسومة على عدد الأسهم العديدة المصدر. أما القيمة السوقية فتمثل القيمة التي يباع بها السهم في سوق رأس المال، وهي قد تختلف - سواء ارتفاعاً أو انخفاضاً - عن كلاً من القيمة الإسمية أو الدفترية للسهم. راجع في تفصيل ذلك: د. محمد فريد العريبي: الشركات التجارية- المشروع التجاري بين وحدة الاطار القانوني وتعدد الأشكال، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، ٢٠١٩، ص ٢٣٨.

والأسهم التي تصدرها الشركات قد تكون أسهماً عادية common stocks أو أسهماً ممتازة preferred stocks. والأسهم العادية هي صكوك ملكية تعطي لحاملها الحق في الحصول على توزيعات إذا ما حققت الشركة أرباح، وقررت الإدارة توزيعها كلها أو جزء منها، غير أنه ليس من حق حامل السهم مطالبة الشركة باسترداد قيمته طالما أنها لا زالت تمارس النشاط. د. منير ابراهيم هندي: مرجع سابق، ص ٧ وما بعدها. وكذلك ص ٧١٧.

أما الأسهم الممتازة فهي الأسهم التي تتمتع بامتيازات غير معروفة للأسهم العادية، فهي تخول أصحابها - بجانب الحقوق العادية للصيقة للسهم - بعض المزايا الأخرى، كالأولوية في الحصول على نصيب في أرباح الشركة، أو من فائض التصفية، أو أولوية شراء الأسهم الجديدة التي تطرحها الشركة للاكتتاب عند زيادة رأس المال (أسهم الأولوية)، أو تمنح أصحابها عدداً من الأصوات في الجمعيات العامة للشركات زيادة على تلك المقررة للأسهم العادية (الأسهم ذات الصوت المتعدد). راجع: د. محمد فريد العريبي: مرجع سابق، ص ٢١١؛ د. لطيف جبر كومان: الشركات التجارية، مكتبة السنهوري، بغداد، ٢٠١٢، ص ١٩؛ د. عبد الباسط كريم مولود: تداول الأوراق المالية، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، الطبعة الأولى، ٢٠٠٩، ص

مال الشركة، ويمثل في صك يعطى للمساهم يثبت به حقوقه في الشركة، وهذه الحصة قد تكون نقدية أو عينية أو مختلطة<sup>(١)</sup>.

ووفقاً لقانون الإيداع والقيود المركزي للأوراق المالية<sup>(٢)</sup> رقم ٩٣ لسنة ٢٠٠٠، فإن السهم قد فقد الكيان المادي الملموس له، وأصبح مجرد قيد حسابي تقوم بفتحه شركات الإيداع والقيود المركزي لعملائها، وصار تداول السهم يتم عن طريق نقله من حساب البائع وقيده بحساب المشتري.

أما السندات القابلة للتحويل إلى أسهم فهي تلك السندات التي تصدر بقيمة لا تقل عن القيمة الإسمية للسهم، وتعطي لحاملها الحق في طلب تحويلها إلى عدد محدود من الأسهم العادية، وبالتالي تغيير مركزه القانوني من دائن للشركة إلى شريك فيها، وبالتالي تخول صاحبها حق التصويت في الجمعية العامة للشركة<sup>(٣)</sup>، وهذا هو السبب في إدخالها ضمن الأوراق المالية التي يرد عليها عروض الشراء.

### ٣٣- الأوراق المالية التي لا تسري عليها عروض الشراء الإلزامية:

لا يمتد عرض الشراء إلى غير ما سبق من أوراق مالية تصدرها الشركات، كالسندات<sup>(٤)</sup>، وحصص التأسيس<sup>(٥)</sup>، والأسهم الممتازة التي لا تتمتع بحق التصويت، والأسهم

(١) شعبان محمد إسلام البرواري: بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي- دراسة تحليلية نقدية، دار الفكر، دمشق، ٢٠٠١، ص ٨٨.

(٢) الجريدة الرسمية، العدد ٢٠ تابع (ب)، في ١٨ مايو ٢٠٠٠.

(٣) د. محمد فريد العريبي: مرجع سابق، ص ٢٣٨؛ د. محمد حليبي عبد التواب: مرجع سابق، ص ٨٠.

(٤) السندات هي صكوك متساوية القيمة، قابلة للتداول بالطرق التجارية، تمثل قرضاً جماعياً طويل الأجل يُعقد عن طريق الاكتتاب العام، وتعطي حاملها الحق في اقتضاء قيمته بالكامل عند نهاية أجله، فضلاً عن الحق في اقتضاء فائدة ثابتة سنوية، بصرف النظر عن تحقيق الشركة أرباحاً نتيجة نشاطها أو عدم تحقيق لأية الأرباح تُذكر، ولا يجوز لحامل السند الاشتراك في إدارة الشركة، أو حضور اجتماعات جمعيتها العامة أو الاشتراك في التصويت على قراراتها. راجع: د. محمد فريد العريبي: مرجع سابق، ص ٢٣٤، ٢٣٥.

(٥) حصص التأسيس هي صكوك تصدرها الشركة بغير قيمة إسمية، وتكون قابلة للتداول، وتعطي صاحبها نصيباً في أرباح الشركة مقابل ما قدمه من خدمات أثناء تأسيس الشركة، ودون أن يقابلها تقديم حصة منه في رأس مال الشركة. لذلك لا يعد صاحب حصص التأسيس شريكاً في الشركة، بل هو أقرب ما يكون إلى اعتباره دائناً للشركة، وذلك وفقاً لما تنص عليه المادة

لحاملها<sup>(١)</sup>، والأسهم الممنوحة للعمال؛ نظراً لعدم تأثير تملك مثل هذه الأوراق المالية على تحقيق السيطرة والاستحواذ على الشركة، لكونها لا تثبت لمالكها حق ملكية في رأس مال الشركة، كما لا تتيح لمالكها حق التصويت في الجمعية العامة للشركة، وهو السبب الموجب لتحقيق السيطرة الفعلية على الشركة<sup>(٢)</sup>.

لكن إذا كانت الأسهم الممتازة التي أصدرتها الشركة تتمتع بحقوق تصويت، فوفقاً لنص الفقرة الرابعة من المادة ٣٥٣ من اللائحة التنفيذية لسوق رأس المال، لا يسري عرض الشراء الإجباري إلا على حق التصويت فقط المتعلق بهذه الأسهم الممتازة، دون سائر الحقوق الأخرى التي تخولها تلك الأسهم لصاحبها.

#### ٢٤- الأصل استهداف عرض الشراء الإجباري لجميع الأسهم في الشركة:

وفقاً للالتزامات الملقاة على عاتق مقدم عرض الشراء الإجباري، والمقررة بالمادة ٣٢٨ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال، يجب أن يستهدف عرض الشراء الإجباري جميع الأوراق المالية التي تشكل جزءاً من رأس المال أو حقوق التصويت، والسندات التي تخول صاحبها الحق في تملك جزءاً من ذلك. فلا يجوز لمقدم العرض تحديد عدد الأسهم التي ينصب عليها عرض الشراء الإجباري، أو أن يضع حداً أدنى للأسهم التي لا يتم عرض الشراء الإجباري إلا بموافقة المساهمين على بيعها إياها.

لذلك، على مقدم العرض أن يشتري كل الأسهم المعروضة للبيع من قبل المساهمين القابلين للعرض، أيّاً كانت نسبتها أو عددها. وهذا الشرط يتفق مع الغاية من عرض الشراء

---

١٥٦ من اللائحة التنفيذية لقانون الشركات رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١. راجع: د. محمد فريد العريني: مرجع سابق، ص ٢٥٢ وما بعدها؛ د. تامر لطفي صبري أحمد: الاطار القانوني لرهن الأوراق المالية، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، ٢٠١٨، ص ٤٥ وما بعدها.

(١) الأسهم لحاملها bearer shares هي الأسهم التي يكتب عليها "لحاملها" فقط، دون تسجيل اسم المالك، ويعتبر حامل السهم هو المالك في نظر الشركة، فالحق الثابت في السهم يندمج في الصك ذاته فتصبح حيازته دليلاً على الملكية، ولذلك يعد هذا السهم من قبيل المنقولات المادية التي تسري عليها قاعدة الحيازة في المنقول سند الحائز، ويتم تداولها بطريقة التسليم أو الحيازة الفعلية.

راجع في ذلك: د. محمد فريد العريني: مرجع سابق، ص ٢٠٨؛ شعبان محمد اسلام البروراي: مرجع سابق، ص ٩٠.

(٢) د. عبدالفضيل محمد أحمد: مرجع سابق، ص ٢٠.

الإجباري، والتي هي بالأساس تحقيق المساواة بين جميع المساهمين في الشركة المستهدفة من العرض الإجباري، وحماية أقلية المساهمين، وتمكين صاحب العرض من تحقيق السيطرة الفعلية على الشركة؛ بشراء ما تبقى من أسهمها<sup>(١)</sup>.

لكن إذا التزم مقدم العرض باستمرار قيد الأوراق المالية للشركة المستهدفة من العرض في البورصة، فيلتزم بتقديم عرض شراء لكامل أسهم الشركة مستبعداً منه الحد الأدنى للأسهم حرة التداول<sup>(٢)</sup>، والمحدد وفقاً لقرار الهيئة العامة للرقابة المالية رقم ١٣ لعام ٢٠١٨، حيث نصت المادة السابعة من هذا القرار، والخاصة بشروط قيد أسهم الشركات المصرية، على ألا تقل نسبة الأسهم المراد طرحها عن ٢٥% من إجمالي الأسهم المقيدة للشركة، أو ربع في الألف من رأس المال السوقي حر التداول بالبورصة بما لا يقل عن ١٠% من أسهم الشركة، وألا تقل نسبة الأسهم حرة التداول عن ١٠% من رأس مال الشركة أو ثمن في الألف من رأس المال السوقي حر التداول بما لا يقل عن ٥% من أسهم الشركة.

٢٥ - جواز موافقة الهيئة على وقف تمام عرض الشراء الإجباري على تملك نسبة من الأسهم:

ومع ذلك يجوز للهيئة، وفقاً للفقرة الثانية من المادة ٣٥٤ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال، الموافقة على تضمين مقدم عرض الشراء الإجباري شرطاً بوقف تمام العرض على تملك نسبة ٧٥% من رأس المال أو حقوق التصويت في حالات الاستحواذ بقصد الاندماج، أو على نسبة ٥١% من رأس المال أو حقوق التصويت متى كان القصد من العملية السيطرة على الشركة.

(١) د. إبراهيم إسماعيل إبراهيم الربيعي وآخر: مرجع سابق، ص ٦٢٦، ٦٢٧؛ د. طارق محمود عبدالسلام السالوس: مرجع سابق، ص ٢٤١.

(٢) وتعرف الأسهم حرة التداول بأنها جميع أسهم الشركة المقيدة المتاح التعامل عليها بيعاً أو شراءً في السوق المصري بعد استبعاد الأسهم التي يتم الاحتفاظ بها بغرض الاستثمار طويل الأجل أو التي يحتفظ بها تنفيذاً لقواعد قانونية معينة (أسهم المؤسسين، الأسهم المجمدة وفقاً لقواعد القيد، الأسهم المرهونة...إلخ). وتعتبر الأسهم حرة التداول إذا كانت نسبتها أقل من ١٠% بالإضافة إلى كونها مملوكة بغير غرض الاحتفاظ. وجدير بالذكر أن أسهم الشركات المقيدة بالبورصة المصرية والمملوكة لبنوك الإيداع الأجنبية والتمثلة في صورة شهادات إيداع دولية أو أمريكية لا تعتبر أسهم حرة التداول باعتبار أنها غير متاحة للتداول في السوق

المصري. أنظر: [https://www.egx.com.eg/ar/Glossary\\_main.aspx](https://www.egx.com.eg/ar/Glossary_main.aspx)

والسبب الداعي إلى ذلك أن نسبة ٧٥% التي يتوقف عليها تمام عرض الشراء الإجباري، متى كانت العملية بقصد الاندماج، هي النسبة المطلوبة لموافقة الجمعية العامة غير العادية للشركة على عملية الاندماج التي يهدف إليها مقدم العرض، وبالتالي فإن لم تتحقق له هذه النسبة من خلال عرض الشراء الإجباري الذي تقدم به، فلا يكون للعرض أي قيمة بالنسبة له، إذ لن يتمكن مقدم العرض من تحقيق هدفه بتحقيق الاندماج، ويكون الضرر الذي لحقه من جراء تمام العرض أكبر من ذلك المترتب على إلغائه، وهذه الموازنة قدرها المشرع فأجاز وقف تمام العرض على تحقيق هذه النسبة<sup>(١)</sup>.

وذات الأمر يُقال على نسبة ٥١% المتطلبة لتمام العرض، متى كان بقصد السيطرة على الشركة المستهدفة، ذلك أن تمام تلك السيطرة لن يتحقق إلا إذا تمكن مقدم العرض من الاستحواذ على نسبة ٥١% من رأس المال أو حقوق التصويت في الشركة المستهدفة بالعرض، باعتبار أن هذه النسبة هي التي تمكنه من فرض سيطرته على هذه الشركة، وفرض قراراته على جمعيتها العامة، وتمكنه من تعيين أعضاء مجلس الإدارة الذي يعملون على تحقيق رؤيته للشركة المستهدفة، وينفذون خططه المستقبلية بشأنها.

والنسب المشار إليها في المادة ٣٥٤ سالفه البيان هي من النظام العام، فلا يجوز لمقدم العرض أن يضع نسباً أخرى أقل منها كحد أدنى لقبول عمليات الشراء عن طريق عرض الشراء الإجباري المقدم منه، وذلك وفقاً لما قرره الفقرة الثالثة من ذات المادة.

بل لا يجوز لمقدم العرض قبول عمليات الشراء متى كان قد ضمن عرضه شرطاً بتحقيق هذه النسب، وذلك في حالة انتهاء مدة العرض دون تمام تحقيق تلك النسب أو انخفاض نسبة الأسهم المعروضة للبيع عن تلك النسب الواردة بعرض الشراء الإجباري. ولكن يجوز له قبول هذه العمليات متى حصل على موافقة سابقة من الهيئة على ذلك.

(١) د. إبراهيم إسماعيل إبراهيم الربيعي وآخر: مرجع سابق، ص ٦٢٨.

ثانياً: الشروط المتعلقة بمقابل شراء الأوراق المالية محل العرض:

مقابل الشراء consideration هو ذلك المقابل الذي سيتم دفعه من قبل مقدم العرض لمن يوافق على بيع أوراقه المالية من مساهمي الشركة المستهدفة من العرض. وقد يكون هذا المقابل نقدياً، ويسمى عرض الشراء حينئذٍ بالعرض النقدي cash offer، كما قد يكون المقابل هو المبادلة بأوراق مالية لشركة أخرى، سواء أكانت أسهم هذه الشركة موجودة بالفعل، أو سيتم إصدارها فيما بعد، ويسمى ذلك العرض بعرض المبادلة stock-for-stock offer، كما قد يكون العرض مختلطاً، أي يتم دفع جزء من مقابل الشراء نقداً وجزءاً آخر عن طريق المبادلة بأوراق مالية أخرى، وحينئذٍ يسمى هذا العرض عرضاً مختلطاً hybrid offer<sup>(١)</sup>.

٢٦ - مقابل شراء الأسهم في عروض الشراء النقدي:

ووفقاً للفقرة الأولى من المادة ٣٥٤ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال، متى كان عرض الشراء الإجباري عرضاً نقدياً، فلا يجوز أن يقل سعر عرض الشراء الإجباري عن أعلى سعر دفعه مقدم العرض أو أحد الأشخاص المرتبطة به في عرض شراء سابق لأسهم الشركة المستهدفة، وذلك خلال الإثني عشر شهراً السابقة على تقديم عرض الشراء المعني.

ويفترض النص السابق أن مقدم عرض الشراء الإجباري، أو أحد الأشخاص المرتبطة به، قد سبق له التقدم بعرض شراء سابق لأسهم الشركة المستهدفة بالعرض، وذلك خلال الإثني عشر شهراً السابقة على تقديمه العرض الأخير، يستوي في ذلك أن يكون العرض السابق تقديمه عرض شراء اختياري أو عرض شراء إجباري. ولكن يُشترط أن يكون هذا العرض قد تم بالفعل، فلا يكفي أن تبدأ إجراءاته ثم يتوقف في أي مرحلة من مراحلها، أو لا يتم تنفيذ العرض لعدم تحقق الشروط المتوقعة على إتمامه، فلا يتم بيع الأسهم بناء على هذا العرض. والدليل على ذلك أن المشرع قد أورد عبارته "أعلى سعر دفعه" في النص المتعلق بتحديد سعر الشراء في العرض الإجباري، وعملية "الدفع" هنا لا تتم إلا بعد تمام العرض وقبول المساهمين بيع أسهمهم لمقدم العرض، وقبضهم لمقابل الشراء المحدد لذلك.

(١) اتحاد هيئات الأوراق المالية العربية: مرجع سابق، ص ١٩.

وتحديد سعر مقابل الشراء في العرض النقدي يتم وفقاً لمعيارين: المعيار الأول، هو أعلى سعر سبق لمقدم العرض أو أحد أشخاصه المرتبطة دفعه في عرض سابق تم تقديمه للمساهمين في الشركة المستهدفة. ويلاحظ هنا أن هذا السعر السابق دفعه هو الحد الأدنى الذي لا يجوز لمقدم العرض النزول عنه، وإن كان يجوز له بالطبع الزيادة عليه.

والغاية من ذلك بالطبع هو حماية أقلية المساهمين، وتحقيق المساواة بين جميع مساهمي الشركة، حتى يكون هناك سعر واحد تم به بيع جميع أسهم الشركة لأغليتها وأقليتها على حدٍ سواء، وحتى لا تُضار الأقلية بإجبارهم على قبول سعر غير عادل للأسهم، يقل عن ذلك الذي سبق لمقدم العرض أن اشترى به من مساهمين سابقين من قبل، وكذلك منعاً من وقوع تحايل قد يهدف إليه مقدم العرض أو أشخاصه المرتبطة بقصد الإضرار بأقلية المساهمين في الشركة؛ بعرض سعري يقل عن السعر العادل للشراء، فلا يقبله المساهمون في الشركة، وبذلك يستطيع التنصل من إلزامه بتقديم عرض شراء إجباري.

ومن ناحية أخرى يحقق تحديد السعر هنا حماية لمقدم العرض، حيث يعلم، على نحو سابق، السعر الذي سيلتزم بتقديمه في عرض الشراء الإجباري، بحيث لا يتم إجباره على دفع سعر أعلى مما سبق له أن دفعه في عرض شراء سابق، فيستطيع تقدير ما إذا كان سيُكمل صفقة الاستحواذ على أسهم الشركة المتبقية أم يصرف النظر عنها في حال عدم قدرته على تحمل تكاليفها<sup>(١)</sup>.

أما المعيار الثاني فهو معيار زمني يتحدد بالمدة التي تم فيها تقديم عرض شراء السابق، والذي على أساسه يتم تحديد سعر مقابل الشراء. إذ حدد النص تلك المدة بإثني عشر شهراً سابقة على تقديم العرض الإجباري. وإذا تعددت عروض الشراء المقدمة خلال هذه المدة، فالعبرة بأعلى سعر تم دفعه في إحداها، بصرف النظر عن حداثة أو قدم عرض الشراء المتخذ أساساً لتحديد سعر مقابل الشراء في العرض الإجباري المعني.

٣٧ - تحديد سعر مقابل الشراء في حالة تنوع السعر في العروض السابقة:

(١) راجع: د. إبراهيم إسماعيل إبراهيم الربيعي وآخر: مرجع سابق، ص ٦٢٨؛ د. ياسر بن فضل السريحي: مرجع سابق، ص ٤١٤ وما بعدها؛ أمال زايدي: مرجع سابق، ص ٩٠.

إن المسألة التي يدق البحث فيها هي حالة وجود عروض شراء سابقة على العرض الإجماري المعني، يكون بعضها قد تم بسعر شراء نقدي، والأخرى تمت عن طريق المبادلة. فكيف يتم تحديد سعر الشراء الأعلى في هذه الحالة؟

نرى أن النص الواردة في المادة ٣٥٤ من اللائحة التنفيذية لم يحدد الأمر بشكل قاطع، ذلك أن النص قد وضع معياراً محددًا هو "أعلى سعر تم دفعه"، ولم يشترط لذلك أن يكون هذا السعر نقدي. لذلك نرى عمل مفاضلة وموازنة بين السعر النقدي الذي تم دفعه، وبين سعر المبادلة التي تم دفعه في العروض السابقة، وتحديد أعلى سعر بينهما، فيكون هو السعر الذي يمثل الحد الأدنى لسعر مقابل الشراء في عرض الشراء الإجماري القائم.

ونرى أن النص في المادة ٣٥٤ من اللائحة التنفيذية، والذي يُقصر تحديد سعر مقابل الشراء في عرض الشراء الإجماري على ذلك السعر الذي سبق لمقدم العرض أن دفعه في عرض شراء سابق خلال الإثني عشر شهراً السابقة على تقديمه للعرض الإجماري، محل نقد.

ذلك أن المشرع قد قصر تحديد السعر في هذه الحالة على حالة قيام مقدم العرض بتقديم عرض شراء سابق، لكن ماذا لو كان مقدم العرض قد دفع سعراً أعلى للسهم عن طريق عمليات السوق المفتوح، أو عن طريق عقد اتفاقيات أو تفاهات مع الشركة المستهدفة، أو مع المساهمين فيها؟

هنا سنكون أمام إشكالية قوامها وجود سعرين: أحدهما، وهو سعر الشراء الذي تم وفقاً لعمليات السوق المفتوح، أو وفقاً للاتفاقيات أو التفاهات مع الشركة أو المساهمين، يكون أعلى من السعر الأخر، والذي هو سعر الشراء الذي تم في عرض شراء سابق.

ووفقاً للتطبيق الحرفي لنص المادة ٣٥٤ من اللائحة التنفيذية، يكون تحديد سعر مقابل الشراء في العرض الإجماري وفقاً للسعر الأخير (سعر الشراء الذي تم في عرض شراء سابق)، على الرغم من أنه هو السعر الأقل من السعر الأول (سعر الشراء الذي تم وفقاً لعمليات السوق المفتوح، أو وفقاً للاتفاقيات أو التفاهات مع الشركة أو المساهمين)، وهو ما يؤدي إلى وجود

حالة من عدم المساواة بين المساهمين، حيث سيكون للورقة المالية أكثر من سعر، وهذا بالطبع يخل بمبدأ حماية أقلية المساهمين التي تقوم فكرة عرض الشراء الإجباري على ضمانه.

#### ٢٨- وجوب التوسع في تطبيق مصطلح "أعلى سعر"

ويرى الفقه ضرورة التوسع في مفهوم مصطلح "أعلى سعر"، فلا يقتصر فقط على ذلك الناتج عن عمليات الشراء أو عمليات الاستحواذ التي تمت بمقابل نقدي خلال الإثني عشر شهراً السابقة على مشروع العرض الإجباري، وإنما أيضاً السعر الناتج من عمليات استحواذ أخرى، كالاندماج، أو تقديم حصص، أو حتى العرض العام التبادلي. إذ أن القول بغير ذلك يتعارض مع الهدف المرجو من العرض الإجباري، وهو حماية أقلية المساهمين<sup>(١)</sup>.

لذلك، وأمام حافية النص، نرى أنه كان من الأصوب للمشرع لو سلك مسلك المشرع الفرنسي في قانون النقد رقم ٢٠٠٦ - ٣٨٧، حيث أخذ المشرع الفرنسي بمعيار شخصي لتحديد سعر مقابل الشراء في العرض الإجباري، وهو ألا يقل عن أعلى سعر دفعه مقدم العرض أو أحد أشخاصه المرتبطة خلال الإثني عشر شهراً السابقة على تقديم العرض، دون تحديد ما إذا كان هذا الشراء قد تم بواسطة عرض شراء سابق، أو عن طريق عمليات السوق المفتوح، أو عن طريق اتفاقيات أو تفاهمات تمت مع الشركة المستهدفة بالعرض أو مع المساهمين فيها.

#### ٢٩- دور الهيئة في الرقابة على سعر مقابل الشراء:

في عرض الشراء الإجباري تنحصر رقابة الهيئة العامة لسوق رأس المال، بالنسبة لسعر مقابل الشراء في هذا العرض، على مجرد التحقق من أن السعر المقدم بمشروع العرض هو بالفعل أعلى سعر سبق لمقدم العرض أو أحد أشخاصه المرتبطة أن تقدم به في عرض شراء سابق، وذلك خلال الإثني عشر شهراً السابقة على إيداع مشروع عرض الشراء الإجباري، دون أن تتحقق من كون هذا السعر سعراً عادلاً مقارنة بالقيمة السوقية لسعر السهم، أو دون التحقق من قيمة سعر مقابل الشراء وفقاً لمتوسط سعر الإقفال.

(١) د. ياسر بن فضل السريحي: مرجع سابق، ص ٤١٧، ٤١٨.

لذلك، يكون للهيئة أن تطلب من مقدم العرض تقديم سجل يتضمن بالتفصيل جميع العمليات التي قام بها، سواء بمفرده أو بواسطة الأشخاص المرتبطة، للاستحواذ على الأوراق المالية للشركة المستهدفة خلال الإثني عشر شهراً السابقة، وأن يضمن هذا البيان عدد وطبيعة الأوراق المالية التي تم الاستحواذ عليها، والطريقة التي تمت بها عملية الاستحواذ، وبياناً بالسعر الذي قام مقدم العرض، أو أحد اشخاصه المرتبطة، بدفعه لإتمام هذا العرض<sup>(١)</sup>.

ويرجع ذلك، كما سبق أن ذكرنا، إلى أن المشرع قد حدد الحد الأدنى لسعر مقابل الشراء في عرض الشراء الإجباري بشكل لا يجوز التعديل عليه، فجعل أعلى سعر لعرض شراء سابق هو الحد الأدنى للمعيار المتخذ لتحديد سعر مقابل الشراء، ولا يكون للهيئة أي دور إلا التأكد من عدم تقديم مقدم العرض أو أحد أشخاصه المرتبطة، خلال الإثني عشر شهراً السابقة على تقديم مشروع عرض الشراء الإجباري، لعرض شراء آخر بسعر أعلى من ذلك الوارد بمشروع عرض الشراء الإجباري.

وهذا أمر محل نقد؛ ذلك أن سعر السهم مُعرض لتقلبات السوق، وكذلك وفقاً للظروف الخارجية التي يمر بها الاقتصاد المحلي أو الاقتصاد العالمي، والتي قد تؤثر على سعر السهم صعوداً أو هبوطاً. وبالتالي، قد لا يعبر معيار أعلى سعر سبق دفعه في عرض شراء سابق عن القيمة العادلة والحقيقية للسهم، وهذا يؤدي إلى الإخلال بالحماية التي ابتغى المشرع ضمانها للمساهمين من خلال أحكام عرض الشراء الإجباري.

وهذا النقد قد تفادته بعض التشريعات المقارنة، ففي المادة ٢٣٤ / ٦-٢ من اللائحة العامة لهيئة الاسواق المالية الفرنسية، وكذا المادة الخامسة من التوجيه الأوروبي رقم EC/25/2004 الصادر في مايو ٢٠٠٤، حيث قررت أنه يجوز أخذ موافقة الهيئة على الالتفات عن معيار أعلى سعر، متى كانت الشركة تواجه صعوبات أو مشاكل مالية كبيرة، وأن يتم تحديد

(١) المرجع السابق، ص ٤١٦، ٤١٧.

التمن بناءً على معايير اقتصادية أخرى تتوافق مع هذه الصعوبات والمشاكل، كالتخاذ القيمة السوقية للشركة محل العرض أو سعر الإقفال معياراً لتحديد سعر مقابل الشراء<sup>(١)</sup>.

كما يجوز التغاضي عن معيار أعلى سعر بالرغم من عدم وجود مشاكل أو صعوبات مالية تواجه الشركة محل العرض، في حالة حدوث تغيير جوهري في خصائص الشركة المستهدفة بالعرض، كقيامها بالتصرف في بعض أصولها الجوهرية، أو في حالة شطب بعض صكوكها المالية من سوق التداول. وكذلك في حالة حدوث عوامل أو ظروف خارجية استثنائية، ذات تأثير جوهري على سوق التداول بشكل عام، وعلى تداول الأوراق المالية للشركة المقدم لها العرض بشكل خاص<sup>(٢)</sup>.

٤٠ - تحديد مقابل الشراء في حالة عدم قيام مقدم العرض باتمام عرض شراء سابق:

لكن في المقابل، لم يتناول النص المعيار الذي على أساسه يتم تحديد سعر أو مقابل الشراء للأوراق المالية في حالة عدم قيام مقدم العرض بتقديم عرض شراء سابق لأسهم الشركة المستهدفة خلال الإثني عشر شهراً السابقة على عرض الشراء الإجباري، أو تقديم مثل هذا العرض قبل إثني عشر شهراً سابقة على تقديم العرض الإجباري.

لذلك، ففي هذه الحالة يجب الرجوع إلى القواعد العامة المتعلقة بتحديد سعر مقابل الشراء في العروض العامة للشراء، إذ يسترد مقدم العرض حريته في تحديد السعر العادل لمقابل الشراء، فلا يكون ملتزماً بأي سعر آخر، سواء كان هذا السعر قد سبق تقديمه من أحد غيره في عروض شراء سابقة على عرض الشراء الإجباري الخاص به، طالما لم يكن هذا الغير من الأشخاص

(١) المرجع السابق، ص ٤٢٠.

(٢) في عام ٢٠٠٩ قررت هيئة الأسواق المالية الفرنسية الأخذ بالسعر المحدد بمشروع عرض الشراء الإجباري المقدم من شركة Gecina للاستحواذ على أسهم شركة Gecimed على الرغم من أن هذا السعر أقل من أعلى سعر دفعته الشركة الأولى خلال الإثني عشر شهراً السابقة على مشروع عرض الشراء الإجباري، وبرت الهيئة قرارها بالهبوط الحاد في سوق تداول الأسهم نتيجة لأزمة الرهن العقاري، مما أدى إلى انخفاض أسهم شركة Gecimed، مما أجبر الهيئة إلى اللجوء إلى معايير اقتصادية أخرى بدلاً من الاعتماد على معيار السعر الأعلى، خاصة وأن السعر المقدم من مقدم العرض في عرض الشراء الإجباري يزيد عن متوسط سعر جميع عمليات الاستحواذ السابقة على تقديم هذا العرض. راجع قرار الهيئة: AMF.dec, n 209 Co 559, 22/4/2009. مشار إليه في: د. ياسر بن فضل السريحي: مرجع سابق، ص ٤٢١ هامش رقم ١.

المرتبطة بمقدم العرض، بل لا يلتزم بالسعر المقدم في أي عرض شراء سابق، سواء قدمه هو أو أحد أشخاصه المرتبطة، طالما كان تقديمه هذا العرض قد تم قبل إثني عشر شهراً سابقة على عرض الشراء الإجباري المقدم منه.

وفي ذلك توجب المادة ٣٥٥ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال على مقدم العرض أن يضمن مشروع العرض دراسة بشأن القيمة العادلة لأسهم الشركة المعنية بالعرض، تكون صادرة من مستشار مالي مستقل، ويجب أن تشمل الدراسة على بيان وافي لأسهم المبادلة. كما يجب أن يتضمن المشروع، أيضاً، بياناً بأسعار إقفال أسهم الشركة المستهدفة خلال ستة أشهر سابقة على تاريخ إيداع مشروع عرض الشراء، وكذلك أسعار عروض الشراء على ذات الورقة المالية السابق تقديمها خلال الإثني عشر شهراً السابقة على ذات التاريخ.

وهذا البيان وتلك الدراسة تمنح الهيئة مجالاً واسعاً لدراسة سعر مقابل الشراء المقدم في عرض الشراء الإجباري، حيث يكون للهيئة دوراً تقديرياً واسعاً في تقدير ملاءمة هذا السعر للقيمة السوقية للشركة، ومتوسط أسعار الإقفال للسهم خلال فترة الدراسة، وذلك كله بهدف حماية أقلية المساهمين، وضمان تحقيق المساواة فيما بينهم.

٤١ - حالات رفض الهيئة لسعر مقابل الشراء المحدد من مقدم العرض:

ولكن هذه الحرية ليست مطلقة، إذ وفقاً لنص المادة ٣٣٧/ ثانياً من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال، يكون للهيئة - في حالة الأسهم النشطة، وفي حالة عدم تحديد السعر وفقاً لدراسة القيمة العادلة التي يحددها مستشار مالي مستقل من المقيدين بسجلات الهيئة وفقاً لمعايير التقييم المالي - الحق في أن رفض سعر مقابل الشراء المحدد من مقدم العرض، متى كان هذا السعر يقل عن متوسط سعر الإقفال في البورصة خلال الستة أشهر السابقة على تاريخ إيداع مشروع عرض الشراء الإجباري، أو كان يقل عن متوسط أسعار إقفال أسهم الشركة خلال ثلاثة أشهر سابقة على تاريخ إيداع مشروع عرض الشراء الإجباري.

ويقصد بالأسهم النشطة الأسهم التي يتم تداولها باستمرار وبشكل نشط، وهي التي يسري في حقها كميات من التنفيذ والتداول بشكل أعلى مقارنةً بالأسهم الأخرى المتداولة بالبورصة.

وهذه الأسهم يتم قياسها وتحديدتها بمقدار تداولها في السوق المالي بناءً على كمية التداول، التي تعني عدد الأوراق المالية التي يتم التعامل عليها، وكذلك حجم التداول، والذي هو عبارة عن حاصل ضرب عدد الأوراق المالية في سعر الورقة المالية.

وقد عرفت المادة ٣٢٦ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال بأنها الأسهم المدرجة ضمن قوائم الأنشطة المتخصصة، ومن بينها الشراء بالهامش والتداول في ذات الجلسة، وفقاً للمعايير التي تضعها البورصة وتعتمدها الهيئة.

أما سعر الإقفال closing price فيقصد به سعر الإقفال اليومي للأسهم المتداولة، ويتم تحديده وفقاً لنص المادة ٩٧ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال، والتي تقرر أن سعر الإقفال اليومي هو سعر الورقة المالية محسوباً على أساس متوسط الأسعار، مرجحاً به الكميات في نهاية يوم العمل، على ألا تقل الكميات على مائة ورقة. أو هو آخر سعر في جلسة البورصة يسجل للورقة المالية المعنية<sup>(١)</sup>.

كما يكون للهيئة رفض سعر مقابل الشراء المحدد من قبل مقدم العرض، متى كان يقل عن أعلى سعر لعرض شراء قدم على ذات الورقة خلال الإثني عشر شهراً السابقة أيهما أعلى. ويلاحظ هنا أن المشرع لم يشترط أن يكون هذا السعر قد تم دفعه بالفعل، أي لا يشترط ضرورة إتمام العرض السابق المتخذ معياراً لتحديد سعر الشراء، وإنما يكفي أن يقدم هذا السعر في عرض شراء سابق على ذات الورقة، حتى ولو لم يتم العرض المقدم بشأنها.

أما في حالة الأسهم غير النشطة، أي تلك الأسهم غير المدرجة ضمن قوائم الأنشطة المتخصصة، فوفقاً لنص المادة ٣٣٧/ ثالثاً من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال، يكون للهيئة الحق في أن ترفض السعر المحدد من قبل مقدم عرض الشراء الإجباري، متى لم يكن هذا السعر محددًا وفقاً لدراسة القيمة العادلة التي يحددها مستشار مالي مستقل من المقيدين بسجلات الهيئة وفقاً لمعايير التقييم المالي، دون يتوقف ذلك الرفض على متوسط سعر الإقفال في البورصة،

(١) شعبان محمد اسلام البرواري: مرجع سابق، ص ٧٧.

أو متوسط سعر إقبال أسهم الشركة، وكذلك دون النظر إلى أعلى سعر لعرض شراء سبق أن قدم على ذات الورقة.

#### ٤٢- مقابل الشراء في العرض التبادلي:

المستفاد من الفقرة الأخيرة للمادة ٣٥٤ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال، أن عرض الشراء الإجباري لا يتوقف فقط على ذلك الذي يكون فيه سعر مقابل الشراء نقدياً، بل يجوز أن يتم عرض الشراء الإجباري من خلال مبادلة أسهم الشركة المستهدفة بأسهم لشركة أخرى قائمة بالفعل، سواء أكانت تلك الشركة الأخيرة هي الشركة مقدمة العرض أو إحدى الشركات المرتبطة معها، أو أي شركة أخرى تمتلك فيها الشركة مقدمة العرض حصة معينة<sup>(١)</sup>.

وقد عرفت المادة ٣٢٥ من اللائحة التنفيذية عملية مبادلة الأسهم بأنها تنازل مالكي أسهم الشركات المستهدفة بالعرض عن أسهمهم مقابل حصولهم على أسهم في شركة أو أكثر يمتلكها مقدم العرض أو أي من الأشخاص المرتبطة، سواء كان ذلك بطريق التبادل المباشر للأسهم، أو بطريق زيادة رأس المال في الشركة أو الشركات التي قدمت عرض الشراء. وفي حالة مبادلة الأسهم بين شركة مصرية وشركة أجنبية، يجب أن تكون الشركة الأخيرة مقيدة بإحدى البورصات، وخاضعة لجهة رقابية ذات اختصاصات مماثلة للهيئة العامة للرقابة المالية.

ووفقاً لنص المادة ٣٢٨ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال، فإنه متى كان عرض الشراء الإجباري بطريق المبادلة، أو كان عرضاً مختلطاً، فيجب أن يتضمن العرض الخيار لمالكي الأوراق المالية محل العرض، في الاختيار بين مبادلة الأسهم المملوكة لهم بأسهم أخرى، أو الحصول على ثمن تلك الأسهم نقداً، فلا يجوز إجبار مالكي الأوراق المالية على قبول المبادلة بأسهم شركة أخرى، وذلك تحقيقاً للمساواة بين المساهمين في الشركة، وضمان حماية الأقلية.

لكن إذا تعهد مقدم عرض الشراء الإجباري باستمرار قيد الأوراق المالية للشركة المستهدفة بالعرض في البورصة المصرية بعد إتمام العرض، فيجوز له أن يشترط أن عرض الشراء

(١) د. ياسر بن فضل السريحي: مرجع سابق، ص ٤٠٩.

المقدم منه لشراء أسهم الشركة المستهدفة بالعرض من خلال المبادلة فقط، دون وجوب أن يتضمن العرض توفير الخيار النقدي للمساهمين الموجه إليهم عرض الشراء الإجباري.

٤٣ - شروط صحة عرض الشراء الإجباري عن طريق المبادلة:

يقصد بمبادلة الأسهم، وفقاً لنص المادة ٢٢ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال، أن يتنازل حملة أسهم إحدى الشركات التي ترغب الشركة في الاستحواذ على أسهمهم فيها، عن هذه الأسهم، مقابل حصولهم على أسهم في زيادة رأس مال الشركة المستحوذة.

ويشترط لصحة عملية المبادلة، وفقاً للنص اسالف الذكر، وجوب تحقيق الضوابط الآتية:

١. أن يكون الهدف من عملية تبادل الأسهم هو تحقيق الاستحواذ أو الاندماج.  
٢. أن تتم عملية التنازل عن الأسهم من خلال طرح خاص لأسهم الشركة المستهدفة بالعرض.

٣. أن تتحدد قيمة الأسهم المقدمة من المكتتبين على أساس نصيب السهم في القيمة العادلة لكافة أصول الشركة، حسبما تحددها الشركة، ويقر بصحتها مراقب الحسابات.

ويشترط لصحة العرض المتضمن مبادلة أسهم الشركة المستهدفة بأسهم شركة أخرى، أن يكون مقدم العرض أو أحد أشخاصه المرتبطة، مالئاً بالفعل للأسهم التي سيتم مبادلة أسهم الشركة المستهدفة بها، أو يكون في استطاعته إصدار تلك الأسهم الأخيرة، أو يكون لديه حق في اكتسابها بالعدد اللازم لإتمام الصفقة محل العرض<sup>(١)</sup>.

ووفقاً لنص المادة ٣٢٨ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال، إذا كانت أسهم المبادلة، محل عرض الشراء الإجباري، سيتم إصدارها من خلال إجراءات زيادة رأس المال، فيجب أن يكون عرض الشراء الإجباري معلقاً على شرط موافقة الشركة المعنية على إصدار الأسهم، وأن يكون هذا الشرط مبيناً بشكل واضح عند الإعلان عن عرض الشراء. ولا يشترط

(١) د. طارق محمود عبدالسلام السالوس: مرجع سابق، ص ٢٢٠.

أن تكون الأوراق محل العرض التبادلي مدرجة بالسوق المالية، بل يكفي أن تكون قابلة للإدراج به<sup>(١)</sup>.

ووفقاً لنص البند الرابع من الفقرة الرابعة من المادة ٣٣٥ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال، إذا كانت المبادلة عن طريق أسهم سيتم إصدارها عن طريق زيادة رأس المال، فيجب أن يتضمن مشروع عرض الشراء الإجباري بياناً بالمدّة اللازمة لإصدار تلك الأسهم.

وفي جميع الأحوال، يجب أن يتضمن مشروع عرض الشراء الإجباري بياناً وافياً بالأسس التي تم على أساسها تقدير سعر الشراء لأسهم الشركة المستهدفة من العرض، وكذلك أسس تقييم سعر السهم محل المبادلة، وذلك وفقاً لما يقرره البند الرابع من الفقرة الرابعة من المادة ٣٣٥ من اللائحة التنفيذية.

كما يجب أن يتضمن مشروع العرض تعهداً من أمين الحفظ بحيازته لأسهم المبادلة الخاصة بمقدم العرض، وتجميدها طوال مدة العرض، وذلك في حالة وجود هذه الأسهم بالفعل. أما إذا كانت أسهم المبادلة سيتم إصدارها عن طريق زيادة رأس المال، فعلى أمين الحفظ أن يتعهد بتجميد تلك الأسهم لحين إتمام إجراءات المبادلة.

٤٤- ضرورة إفضاح مقدم العرض عن طريقة تمويله:

وفقاً لنص المادة ٣٣٥ من اللائحة التنفيذية لسوق رأس المال، يجب أن يتضمن مشروع مذكرة المعلومات المقدمة بشأن عرض الشراء كتاب من أحد البنوك المعتمدة الخاضعة لرقابة البنك المركزي المصري، يفيد توافر الموارد المالية اللازمة لتمويل عرض الشراء الإجباري، متى كان هذا العرض نقدياً، أو كان عرضاً مختلطاً.

لذلك، يمكن القول أنه يجب على مقدم العرض أن يبين في مشروع عرض الشراء الإجباري طريقة تمويل عملية العرض، ويجب أن تكون الأموال التي سيتم بها تمويل عرض الشراء النقدي موجودة بالفعل وجاهزة، سواء بأن يقوم مقدم العرض بوضعها في حساب بنكي

(١) د. ياسر بن فضل السريحي: مرجع سابق، ص ٤٠٨، ٤٠٩.

مخصص لسداد ثمن الأسهم محل العرض، أو يقوم بفتح ائتمان غير قابل للرجوع فيه، أو غير مشروط، ويكون مخصصاً فقط لسداد ثمن تلك الأسهم، ويجب أن يضمن مشروع العرض المقدم منه مستنداً يفيد وجود هذا الحساب البنكي أو ذلك الائتمان.

والسبب الداعي إلى إقرار هذا الالتزام على عاتق مقدم العرض، هو ضمان جدية عرض الشراء من ناحية، وضمن وجود مقابل الشراء الذي التزم مقدم العرض بتقديمه إلى بائعي أسهم الشركة الموجه إليهم هذا العرض، وفي ذلك ضماناً لحقوقهم وحماية لهم من أي تلاعب أو احتيال.

ووفقاً لما سبق، يمكن القول بأن توفير التمويل اللازم لعرض الشراء الإجباري، يتم بسلوك مقدم العرض أحد طريقتين<sup>(١)</sup>:

١. الاعتماد في تمويل العرض على الأموال السائلة المملوكة له، متى كان العرض نقدياً، وهنا يجب عليه أن يضع هذه الأموال في حساب بنكي مخصص لسداد مقابل الشراء للأسهم المستهدفة من العرض عند إتمامه. أو قيامه بزيادة رأس ماله بإصدار أسهم جديدة ومبادلتها مع أسهم الشركة المستهدفة من العرض، وذلك متى كان العرض عن طريق المبادلة. وهنا يجب أن يتم وضع هذه الأسهم في حيازة أمين الحفظ الذي يتعهد بتجميدها لحين انتهاء العرض وإتمام المبادلة.

٢. الاعتماد على تمويل العرض عن طريق القروض، أي عن طريق الاعتماد على الأوراق المقترضة، ويتم التمويل هنا عبر دين يتم اقتراضه من قبل مقدم العرض، بحيث تصبح ذمته مشغولة بسداد هذا القرض، وغالباً ما يكون مصحوباً بتمويل عالي المخاطر وغير مضمون وقصير الأجل عن طريق ما يسمى بالرفع المالي leverage.

(١) راجع في ذلك: د. طارق محمود عبدالسلام السالوس: مرجع سابق، ص ٢٢١.

ثالثاً: الشروط المتعلقة بمدة العرض ومضمونه:

٤٥- المدة الواجب تقديم العرض خلالها:

كان نص المادة ٣٣٠ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال، قبل تعديلها بقرار رئيس مجلس الوزراء رقم ٢٤٧٩ لسنة ٢٠١٨، يوجب على مقدم عرض الشراء الإجمالي التقديم بمشروع العرض خلال ثلاثين يوماً على الأكثر من تاريخ إتمام الاستحواذ على ثلث رأس المال أو حقوق التصويت حسب الأحوال.

لكن جاء التعديل المقرر بالقرار رقم ٢٤٧٩ لسنة ٢٠١٨ خلواً من تحديد هذه المدة، وإن كان قد وضع مدة عامة تسري على جميع عروض الشراء، ومنها عرض الشراء الإجمالي. إذ ألزمت راغب الشراء، حال إفصاحه عن نيته في تقديم العرض، أن يتقدم به خلال مدة لا تزيد عن ستين يوماً من تاريخ الإفصاح، ويجوز للهيئة مد مهلة تقديم العرض لمدة أخرى لا تتجاوز ستين يوماً بناءً على طلب يتقدم به راغب الشراء المحتمل، متى وجدت أسباب جدية تقدرها الهيئة.

ولا نعرف السبب في إطالة مدة التقديم بالعرض بهذا الشكل، خاصة وأن مقدم العرض سيكون لديه بالفعل المعلومات والبيانات التي تمكنه من تقديم مشروع العرض متى طلبت منه الهيئة العامة للرقابة المالية ذلك، كما أن إطالة المدة بهذا الشكل قد يكون له تأثير على القيمة السوقية لأسهم الشركة المستهدفة، مما يؤثر على السوق بشكل غير مباشر.

٤٦- مدى جواز تعليق عرض الشراء الإجمالي على شرط:

وفقاً لنص الفقرة الأخيرة من المادة ٣٢٨ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال، لا يجوز تعليق عرض الشراء الإجمالي على شرط. ويقصد بذلك أن يتوقف إتمام عرض الشراء الإجمالي على شرط يتم وضعه من قبل مقدم العرض، سواء تعلق هذا الشرط بنسبة الأسهم التي يتم الموافقة على بيعها له بموجب العرض، أو على مقدار تلك الأسهم.

لكن المشرع استثنى من هذا الحظر العام، الخاص بعدم تضمين عرض الشراء الإجمالي أي شروط، ووجوب أن يكون العرض باتاً غير معلق على أي شرط أياً كان، شرطين فقط:

الأول هو شرط وجوبي يجب أن يتضمنه العرض، وقد ورد النص عليه في الفقرة الأخيرة من المادة ٣٢٨ من اللائحة التنفيذية، وذلك في حال أن يكون مقابل الشراء عن طريق المبادلة بأسهم سيتم إصدارها عن طريق إجراءات زيادة رأس المال، فهنا يجب على مقدم العرض أن يعلق عرضه على موافقة الشركة المعنية على إصدار تلك الأسهم، وأن يكون ذلك الشرط واضحاً عند الإعلان عن عرض الشراء.

أما الحالة الثانية، فهي حالة جوازية، إذ وفقاً للفقرة الثانية من المادة ٣٥٤ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال، يجوز للهيئة الموافقة على تضمين مقدم عرض الشراء الإجمالي شرطاً بوقف تمام العرض على تملك نسبة ٧٥% من رأس المال أو حقوق التصويت في حالات الاستحواذ بقصد الاندماج، أو على نسبة ٥١% من رأس المال أو حقوق التصويت متى كان القصد من العملية السيطرة على الشركة.

أما أي شرط آخر يقوم بوضعه مقدم عرض الشراء، يجعل العرض غير بات، وإنما معلق على تحقق هذا الشرط، فهو شرط باطل لا يعتد به، ويكون هذا الشرط والعدم سواء، وخاصةً متى تعارض هذا الشرط مع الغاية المستهدفة من عروض الشراء، والمنصوص عليها بالمواد ٣٢٧، ٣٢٨، ٣٥٤ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق المال. ولا يصحح هذا البطلان صدور قرار من الهيئة بقبول العرض أو اعتماده، إذ يكون مثل هذا القرار باطلاً وغير مشروع، ويجب على المحكمة إلغائه<sup>(١)</sup>.

---

(١) وفي ذلك قضت محكمة القضاء الإداري بمجلس الدولة المصري، دائرة المنازعات الاقتصادية والاستثمار، الدائرة السابعة، في الدعوى رقم ١٢١٤٩ لسنة ٦٤ قضائية بجلسة ١٠ ابريل ٢٠١٠، بأن عرض الشراء الإجمالي محل الدعوى قد انطوى، عند إفصاح مقدم العرض عن نواياه وخططه المستقبلية بالنسبة للشركة المستهدفة بعد نجاح العرض، على تعليقه على عبارة "في الوقت الحالي"، الذي لم يحدد بميعاد أو فترة زمنية، فصار شرطاً هو والعدم سواء، وقد تمثلت تلك التعهدات التي سطرتهما بالعرض شركة اورنج بارتيبيشاز في :

١. لا توجد نية للاستغناء عن العمال بالشركة المصرية لخدمات التليفون المحمول في الوقت الحالي.
٢. لا توجد نية لإدماج الشركة المستهدفة بالعرض مع شركة أخرى في الوقت الحالي.
٣. لا توجد نية في بيع الأسهم المستحوذ عليها في الوقت الحالي.
٤. لا توجد نية لشطب الشركة المستهدفة بالعرض من القيد بالبورصة المصرية في الوقت الحالي.

٤٧- عدم التقدم بعرض شراء جديد خلال ستة أشهر لاهمة للعرض المعني:

وفقاً لنص المادة ٣٥٥ من اللائحة التنفيذية قانون سوق رأس المال، فإنه يحظر على مقدم عرض الشراء الإجباري أو أحد الأشخاص المرتبطة به، أن يتقدم بعرض شراء إجباري آخر خلال الستة أشهر التالية لتقديمه عرض شراء إجباري، أيًا كانت نهاية هذا العرض، سواء بتمامه وقبول المساهمين بيع أسهمه لمقدم العرض، أو عدم حصول ذلك.

ومع ذلك، يجوز للهيئة الموافقة على قيام مقدم العرض بإيداع مشروع عرض شراء إجباري جديد خلال مدة الحظر السابق بيانها، وذلك متى وجدت أسباب تقدر الهيئة العامة للرقابة المالية جديتها. لكن يشترط لذلك ألا يؤدي مخالفة هذا الحظر إلى الإخلال بالمبادئ المقررة بالمادة ٣٢٧ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال، والمتعلقة بضرورة الالتزام بالشفافية، والالتزام بالافصاح من قبل أطراف العرض، والمساواة وتكافؤ الفرص، أو التسبب في حدوث تلاعب بالأسعار، أو إهدار مصالح الشركة المستهدفة أو حقوق مساهمي الأقلية فيها أو الأضرار بمصالحهم. أو مخالفة الالتزامات العامة الملقاة على عاتق أطراف عرض الشراء الإجباري، والمقررة بالمادة ٣٢٨ من ذات اللائحة.

ويخضع قرار الهيئة، المتعلق بإجازة تقديم عرض شراء إجباري جديد خلال مدة الحظر المقررة بالمادة ٣٥٥ من اللائحة، لرقابة القضاء الإداري، سواء من حيث تقدير الأسباب الجدية التي دعت الهيئة لقبول طلب التقدم بعرض شراء إجباري جديد خلال مدة الحظر تلك، أو من

---

وهو ما جعل مفاد الصياغة الحقيقية للإفصاح الذي تضمنه عرض الشراء يتحدد في أنه في وقت لاحق لقبول العرض "تحده الشركة مقدمة العرض وحدها" ستقوم بالاستغناء عن العمالة بالشركة، وبإدماج الشركة المستهدفة بالعرض في أو مع شركة أخرى، وأنها ستبيع الأسهم المستحوذ عليها وقتما تشاء ولمن تشاء، وقد تشطب الشركة المستهدفة بالعرض من القيد بالبورصة. وهي شروط تبطل العرض المشار إليه وفقاً لأحكام المواد ٣٢٧، ٣٢٨، ٣٥٤ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال، التي استوجبت أن يكون عرض الشراء الإجباري باتاً غير معلق على شرط، كما أنها تتعارض مع الغاية المستهدفة من تلك المواد، والمتعلقة بتحقيق أكبر قدر من الشفافية في سوق الأوراق المالية، وأفضل الممارسات الدولية، والتي تفرض ضرورة إفصاح مقدم العرض عن نواياه وخطته المستقبلية بالنسبة للشركة المستهدفة بعد نجاح العرض، وهو ما يقضي بعدم مشروعية قرار الهيئة المدعي عليها بقبول العرض واعتماده، بما يجعله مخالفاً للقانون مرجح الإلغاء.

حيث تقدير مدى التزام الهيئة نفسها، عند قبول التقدم بالعرض الجديد، بالمبادئ المقررة بالمادتين ٣٢٧ و ٣٢٨ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال.

رابعاً: الشروط المتعلقة بالمساهمين والشركة المستهدفة من العرض:

٤٨ - الشروط المتعلقة بالشركة المستهدفة من العرض:

حددت المادة ٣٢٥ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المعدلة بقرار رئيس مجلس الوزراء رقم ٢٤٧٩ لسنة ٢٠١٨، بشكل عام الشركات الخاضعة لعروض الشراء العامة، ومنها بالطبع عروض الشراء الإجبارية، وهي:

١. الشركات المقيد لها أسهم أو سندات قابلة للتحويل إلى أسهم بالبورصة المصرية.
٢. الشركات التي طرحت أسهمها في اكتتاب عام في السوق الأولية، أو من خلال طرح عام في سوق التداول، ولو لم تكن مقيدة بالبورصة.

وبشكل عام فإنه لا يشترط، وفقاً للنص السابق، أن تكون الشركة المستهدفة من العرض مقيدة بالبورصة المصرية، كما لا يشترط، وفقاً لعموم النص، أن تكون هذه الشركة مصرية أو حتى أجنبية<sup>(١)</sup>، حيث تسري أحكام الباب الثاني عشر على جميع الشركات بصرف النظر عن جنسيتها.

ووفقاً لنص المادة الأولى من مواد إصدار قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢، فإن نطاق سريان هذا القانون يقتصر على شركات المساهمة وشركات التوصية بالأسهم والشركات ذات المسؤولية المحدودة التي يحكمها القانون رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١.

(١) كان نص المادة ٣٢٥ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال قبل تعديلها بقرار رئيس مجلس الوزراء رقم ٢٤٧٩ لسنة ٢٠١٨، يجيز للهيئة أن تستثني الشركات الأجنبية المقيدة بإحدى البورصات المصرية من الخضوع لأحكام عروض الشراء العامة الواردة بالباب الثاني عشر من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال، وذلك متى كانت هذه الشركات خاضعة لرقابة إحدى الجهات المماثلة للهيئة العامة للرقابة المالية لدى بورصة المنشأ المقيدة بها أوراقها المالية، ووفقاً للضوابط التي يضعها مجلس إدارة الهيئة لذلك. لكن التعديل الذي تم للباب الثاني عشر من اللائحة التنفيذية، لم يورد هذا النص ضمن نطاق تطبيق المادة ٣٢٥ من اللائحة التنفيذية.

لكن المادة الأولى من ذلك القانون بينت الشركات التي يحق لها إصدار أوراق مالية يمكن تداولها بالسوق المالية، وتحكمها نصوص هذا القانون، حيث تنحصر في شركات المساهمة وحصص الشركاء المتضامنين في شركات التوصية بالأسهم فقط. كما تسري هذه الأحكام أيضاً على شركات قطاع الأعمال العام وشركات القطاع العام<sup>(١)</sup> التي تطرح أوراقها المالية في البورصة، وذلك وفقاً لنص المادة الرابعة من قانون سوق الأوراق المالية، وبالتالي تخرج شركات المسؤولية المحدودة من هذا النطاق، فلا يجوز لها إصدار أوراق مالية يتم طرحها في اكتتاب عام.

والسبب في قصر تطبيق أحكام قانون سوق رأس المال على شركات المساهمة وشركات التوصية بالأسهم، أنها من شركات الأموال التي يتكون رأسمالها من أسهم قابلة للتداول بالطرق التجارية باعتبارها قيماً منقولة، وليست من شركات الأشخاص التي يتكون رأسمالها من حصص لا يمكن تداولها بالطرق التجارية، وإنما يتم ذلك باتباع إجراءات الحوالة المدنية المقررة بالقانون المدني، وهذه الطرق لا تنسجم مع نظام البورصات<sup>(٢)</sup>.

#### ٤٩ - الشروط المتعلقة بالمساهمين الموجهة إليهم العرض:

يتم توجيه عرض الشراء الإجباري إلى جميع المساهمين في الشركة المستهدفة من العرض، ويقصد بالمساهم كل من يملك سهماً أو أكثر من أسهم الشركة، سواء حصل عليها عن طريق

(١) وعلى الرغم من ذلك، فإن المادة ٢٧ من القانون رقم ٩٧ لسنة ١٩٨٣ بشأن هيئات القطاع العام وشركاته، تنص على أنه لا يجوز للأشخاص العامة أو الشركات وبنوك القطاع العام أن تنصرف في أسهم شركات القطاع العام المملوكة لها إلا فيما بينها على الوجه وطبقاً للأوضاع التي تبينها اللائحة التنفيذية لهذا القانون. وقد نصت المادة ٤٣ من هذه اللائحة على جواز أن تنصرف الأشخاص العامة والشركات وبنوك القطاع العام في أسهمها المملوكة لها في شركة قطاع عام إلى هيئة القطاع العام التي تشرف على الشركة ثم للمؤسسين لها من الأشخاص العامة أو شركات وبنوك القطاع العام، ثم إلى غير المؤسسين للشركة من هذه الجهات. وقد قصد المشرع من هذه الأحكام ألا تتغير صفة المالك في شركات القطاع العام، حتى تحتفظ هذه الشركات بصفتها القانونية ولا تتحول إلى شركات قطاع خاص، وهو ما يتحقق إذا ما انتقلت ملكية السهم إلى فرد أو أشخاص معنوية خاصة. راجع في ذلك: د. عبد الفضيل محمد أحمد: بورصات الأوراق المالية، مكتبة الجلاء الجديدة، المنصورة، جمهورية مصر العربية، بدون سنة نشر، ص

(٢) د. عبد الفضيل محمد أحمد: بورصات الأوراق المالية، المرجع السابق، ص ٤٦.

الاكتتاب العام عند بدء تكوين الشركة، أو آلت إليه ملكيتها بعد تأسيسها بأية طريقة من طرق اكتساب الملكية<sup>(١)</sup>.

ولا يجوز لمقدم العرض تحديد من يوجه إليه العرض، أو تحديد نسبة الأسهم التي يدور حولها ذلك العرض، إذ الأصل أن يكون عرض الشراء الإجباري باتاً غير معلق على شرط. وإن كان يجوز للهيئة، وفقاً لنص الفقرة الثانية من المادة ٣٥٤ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال، الموافقة على أن يتضمن عرض الشراء الإجباري شرطاً بوقف تمام العرض على تملك مقدمه نسبة ٧٥% من رأس المال أو حقوق التصويت في حالات الاستحواذ بقصد الاندماج، أو على نسبة ٥١% من رأس المال أو حقوق التصويت متى كان القصد من العملية السيطرة على الشركة.

ولا يوجد إجبار على المساهمين الموجهة إليهم العرض، بقبول العرض بشكل كامل، أي تكون لهم حرية قبول العرض ببيع جميع أسهمهم إلى مقدم العرض، أو بيع جزء منها فقط والاحتفاظ بالباقي، أو رفض العرض كليةً. فالإجبار أو الإلزام الذي يتصف به عرض الشراء الإجباري، كما ذكرنا سلفاً، لا يقوم إلا بحق مقدمه فقط، متى وجدت أو توافرت إحدى حالاته المقررة بالمادة ٣٥٣ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال.

---

(١) د. علاء سليمان: مرجع سابق، ص ٤٩٨.

## المبحث الثاني

### حالات الالتزام بتقديم عرض شراء إجباري وحالات الإعفاء منه

٥٠- تحديد النسبة الموجبة بتقديم عرض شراء إجباري:

بينت المادة ٣٥٣ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال الحالات التي يجب فيها على المساهم تقديم عرض شراء إجباري لأسهم الشركة التي يمتلك فيها -سواء بمفرده أو بواسطة أحد الأشخاص المرتبطة به- النسبة المقررة باللائحة والتي توجب عليه التقدم عرض شراء إجباري. كما أوجب عليه النص السابق إخطار الهيئة متى وصلت نسبة ما يملكه من أوراق مالية في الشركة المستهدفة ما يعادل أو يزيد عن ثلث رأس المال أو حقوق التصويت في هذه الشركة.

وتدخل في تقدير هذه النسبة جميع الأسهم التي يمتلكها المساهم أياً كان نوعها، سواء كانت أسهم إسمية أو أسهم لحاملها، وسواء أكانت أسهماً عادية أو أسهماً ممتازة، ما دامت جميع هذه الأسهم تخول صاحبها إما حقاً في رأس مال الشركة، أو حق التصويت في اجتماعات جمعياتها العامة.

ويترتب على ذلك أن الأسهم المحرومة من التصويت<sup>(١)</sup> يتم أخذها في الاعتبار عند حساب الحد القانوني للوصول الى النسبة المقررة لتقديم عرض شراء إجباري، كما يؤخذ في الاعتبار عند تحديد هذه النسبة، أيضاً، الأسهم المملوكة للمساهم في الشركة والتي تكون محل

---

(١) يفرق البعض بين الأسهم المحرومة من حق التصويت والأسهم المجردة من ذلك الحق، فكلاهما لا يثبت له حق التصويت وإن كان الحرمان في الأسهم الأولى نابع من سبب خارجي عنها، في حين أنه في الثانية يكون نابع منها ذاتها. فالأسهم المجردة من حق التصويت، وفقاً لطبيعتها، لا تمنح حاملها الحق في التصويت في الجمعية العامة للشركة. بعكس الأسهم المحرومة من حق التصويت، فهي بالأساس تعطي صاحبها حق التصويت، لكنه يكون محروماً من ممارسة هذا الحق بشكل مؤقت لسبب ما، كمخالفة أحكام قانون الشركات أو اللوائح المنظمة لقواعد السوق المالية، أو كنتيجة لإخلاله بأحد التزاماته تجاه الشركة، أو لتجنب وجود تعارض أو تضارب في المصالح. راجع: د. ياسر بن فضل السريحي: مرجع سابق، ص ٣٨٨.

رهن، أو تلك المودعة في أحد الحسابات البنكية لمصلحة الشركة على سبيل الضمان، كأسهم الضمان لأعضاء مجلس الإدارة<sup>(١)</sup>.

ولكن على العكس من ذلك، تُستبعد من حساب النسبة اللازمة لتقديم عرض شراء إجباري، الصكوك التي يمتلكها المساهم ولا تدخل في رأس مال الشركة، كشهادات الاستثمار مثلاً، أو تلك التي لا تعطيه أو تمنحه الحق في التصويت في اجتماعات جمعياتها العامة<sup>(٢)</sup>.

٥١ - حالات الالتزام بتقديم عرض شراء إجباري والإعفاء منه واردة على سبيل المحصر:

وحالات الالتزام بتقديم عرض شراء إجباري، التي قررتها المادة ٣٥٣ من اللائحة، هي حالات وردت على سبيل المحصر، فلا يجوز القياس عليها أو التوسع فيها. وبالتالي لا تملك الهيئة، متى توافرت أي من هذه الحالات، أن تعفي المستحوذ من التقدم بعرض شراء إجباري. كما لا يجوز لها أن تجبره على تقديم مثل هذا العرض ما لم تتوافر أي من هذه الحالات، بصرف النظر عن عدد ما يملكه المستحوذ من أسهم أو حقوق تصويت في الشركة، ما دامت لم تصل هذه النسب لتلك المقررة بالنص، فلا إلزام عليه بتقديم عرض شراء إجباري.

ونفس الأمر بالنسبة لحالات الإعفاء من تقديم عرض الشراء الإجباري، والتي بينها المادة ٣٥٦ من اللائحة التنفيذية، فهي أيضاً قد وردت على سبيل المحصر، وبالتالي لا يجوز للهيئة، متى توافرت بحق المستحوذ إحدى حالات الالتزام بتقديم عرض شراء إجباري، المقررة بالمادة ٣٥٣ من اللائحة، أن تعفيه من تقديم عرض شراء إجباري، دون توافر إحدى حالات الإعفاء المقررة بالمادة ٣٥٦ من اللائحة، وإن فعلت ذلك يكون قرارها غير مشروع لمخالفته القانون، ويقع باطلاً لا يُعتد به<sup>(٣)</sup>.

(١) المرجع السابق.

(٢) المرجع السابق، ص ٣٨٦، ٣٨٧.

(٣) وفي ذلك انتهت محكمة القضاء الإداري إلى الالتفات عن قرار الهيئة الصادر في يناير ٢٠٠٨ برفض طلب شركة هولسم البلجيكية إلزام شركة لافارج الفرنسية (لافارج SA) بتقديم عرض شراء إجباري، وذلك لخلو الأوراق من بيان سبب رفض الهيئة العامة للرقابة المالية ذلك الطلب، على الرغم من استحواذ الشركة الأخيرة على نسبة ٥٣% من أسهم شركة لافارج للأسمت - مصر، وهو ما يعني توافر إحدى حالات الالتزام بتقديم عرض شراء إجباري. وقد تغاضت المحكمة عن اعتبار قرار

وسوف نبين في هذا المبحث حالات الالتزام بتقديم عرض شراء إجباري (المطلب الأول)، ثم نبين حالات الإعفاء من تقديمه (المطلب الثاني).

---

الرفض الصادر من الهيئة سابقة تمنع من التقدم بعرض شراء جديد خلال مدة الستة أشهر التالية للعرض الأصلي. راجع: حكم محكمة القضاء الإداري بمجلس الدولة، دائرة المنازعات الاقتصادية والاستثمار، الدائرة السابعة، الدعوى رقم ١٩٠٩ لسنة ٦٥ ق، جلسة ٢٠١١/١١/١٩.

وهذا الحكم يفيد ضمناً أنه لا يجوز للهيئة إعفاء المستحوذ من تقديم عرض شراء إجباري عند توافر إحدى حالات الالتزام بتقديمه، ما لم تقم بحقه إحدى حالات الإعفاء المقررة بالقانون، وبالتالي فلا سلطة للهيئة حيال حالات الالتزام بتقديم العرض أو حالات الإعفاء منه.

## المطلب الأول

### حالات الالتزام بتقديم العرض

٥٢ - ارتباط توافر حالات الالتزام بتقديم عرض الشراء الإجباري بتحديد نسب ملكية الأوراق المالية للمستحوز:

أخذ المشرع، في المادة ٣٥٣ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال، عند حساب النسبة الموجبة للالتزام بتقديم عرض شراء إجباري، بامتلاك مقدم العرض لنسبة من رأس مال الشركة المستهدفة من العرض أو من حقوق التصويت فيها، وذلك بغض النظر عن عدد أو نسبة تلك الأسهم من رأس مال الشركة المستهدفة من العرض. فما دامت النسبة المملوكة لمقدم العرض تتوافر بشأنها النسب المقررة قانوناً؛ تتوافر لديه الحالة الموجبة لتقديم عرض شراء إجباري، وذلك باعتبار أن هذه النسب هي ما تحقق لمقدم العرض حالة الاستحواذ المتطلبة للسيطرة الفعلية على الشركة المستهدفة<sup>(١)</sup>.

ذلك أن التزام المساهم بتقديم عرض شراء إجباري لجميع أسهم الشركة، وفقاً للمقرر بالمادة ٣٥٣ من اللائحة التنفيذية، يقاس بما يتمتع به من نفوذ مستمد من ملكيته الفعلية لأسهم رأس المال في الشركة المستهدفة بالعرض، أو حقوق التصويت فيها التي تمكنه من التأثير على إدارة الشركة واستراتيجياتها<sup>(٢)</sup>.

### ٥٣ - كيفية الوصول إلى نسبة الاستحواذ الموجبة لتقديم عرض شراء إجباري؟

قد يصل المستحوز إلى نسبة الثلث أو أكثر من رأس مال الشركة المستهدفة أو حقوق التصويت فيها عن طريق الاستحواذ بشكل مباشر على تلك الأسهم أو بشكل غير مباشر. والاستحواذ المباشر هو الاستحواذ على أسهم الشركة المستهدفة بصورة مباشرة، أي بشراؤها من المساهمين المالكين لها مباشرة، سواء تم ذلك عن طريق الشراء من سوق التداول، أو عن

(١) د. إبراهيم إسماعيل إبراهيم الربيعي وآخر: مرجع سابق، ص ٦٣٠.

(٢) د. ياسر بن فضل السريحي: مرجع سابق، ص ٣٩١.

طريق الاتفاقات المباشرة مع مالكيها، وكذلك عن طريق تقديم عروض شراء أيًا كان نوعها، أي سواء أكانت عروض شراء عامة اختيارية أو عروض شراء إجبارية، أو عن تملكه أسهما جديدة في الشركة عن طريق تقديم حصة فيها، سواء كانت هذه الحصة نقدية أو عينية، أو عن طريق تحويل المساهم بعض السندات التي يملكها في الشركة إلى أسهم، أو مبادلة سندات الدين أيًا كان نوعها بأسهم في الشركة، أو الاكتتاب في بعض الأسهم الممتازة التي تمنحه أصواتًا متعددة في الجمعية العامة للشركة<sup>(١)</sup>.

أما الاستحواذ غير المباشر فهو الذي يتم بشكل غير مباشر، أي لا يتوجه المستحوذ إلى المساهمين المالكين للأوراق المالية لشراؤها منهم، وإنما يتم عن طريق تملك حصة تمثل أكثر من الثلث أو النصف في رأس المال أو حقوق التصويت في شركة أخرى، كما لو تملك شخص شركة قابضة تمتلك حصة أساسية مسيطرة في شركة أخرى مستقلة، فإذا ما بلغت حصة الشركة القابضة في تلك الشركة التابعة النسبة الموجبة لتقديم عرض شراء إجباري، فإن الأشخاص المسيطرين على الشركة القابضة يكونون ملتزمين بتقديم عرض شراء إجباري لشراء الأسهم المتبقية في تلك الشركة التابعة. ولكن يشترط لذلك أن يكون الهدف من السيطرة على الشركة القابضة هو السيطرة على الشركة التابعة، وأن تمثل الشركة الأخيرة أصل جوهري أو أساسي من أصول الشركة القابضة<sup>(٢)</sup>.

كما يعد استحواذًا غير مباشر سيطرة مجموعة من الأشخاص يعملون بالاتفاق أو بالتنسيق فيما بينهم على شركة قابضة، تستحوذ على أكثر من ثلث أو نصف أسهم رأس المال أو حقوق التصويت في شركة أخرى مدرجة بالبورصة<sup>(٣)</sup>.

كذلك الأمر في حالة الاستحواذ على شركة مدرجة بالبورصة من خلال عملية اندماج في شركة أخرى، تملك فيها أكثر من ثلث أو نصف أسهم رأس المال أو حقوق التصويت فيها. بشرط أن تشكل هذه النسبة جزءًا مهمًا، أو نسبة مؤثرة وهامة في مجموع أصول الشركة المندمجة،

(١) د. ياسر بن فضل السريحي: مرجع سابق، ص ٣٩٦.

(٢) د. إبراهيم إسماعيل إبراهيم الربيعي وآخر: مرجع سابق، ص ٦٣١.

(٣) د. ياسر بن فضل السريحي: مرجع سابق، ص ٣٩٧.

وذلك بناء على عدة معايير منها معيار صافي الأصول، أو مدى الأهمية الاستراتيجية للشركة المندمجة بالنسبة للشركة التي تملك حصة مسيطرة فيها<sup>(١)</sup>.

٥٤- الأشخاص الملزمون بتقديم العرض:

ولا يتوقف الالتزام بتقديم عرض الشراء الإجباري على كون تحقق النسبة الموجه له قد تمت بعمل فردي من قبل المستحوذ، بل يتحقق هذا الالتزام، أيضاً، متى تم باتفاق بين المستحوذ ومجموعة من الأشخاص، فيؤخذ في الاعتبار عند تقدير النسبة الموجهة لتقديم عرض شراء إجباري، النسب التي يمتلكها كل شخص في هذه المجموعة، فإن بلغت تلك النسب مجتمعة النسبة الموجهة لتقديم عرض شراء إجباري، وجب عليهم التقدم بهذا العرض، حتى ولو كانت نسبة كل فرد منهم منفرداً تقل عن الحد الأدنى المطلوب لتقديم عرض الشراء الإجباري.

ويطلق على مجموعة الأشخاص تلك مصطلح "الأشخاص المرتبطة". وقد عرفت المادة ٣٢٦ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال الأشخاص المرتبطة بأنهم "الأشخاص الذين يجمع بينهم اتفاق و/ أو عمليات تتم بغرض الاستحواذ أو السيطرة الفعلية على إحدى الشركات الخاضعة لأحكام الباب الثاني عشر من اللائحة التنفيذية، سواء كان هذا الاتفاق مكتوباً أو غير مكتوب، أو اتفاق عند التصويت بجمعيتها العامة أو مجالس إدارتها.

"ويعد من الأشخاص المرتبطة الأشخاص الطبيعيين وأي من أقاربهم حتى الدرجة الثانية، والأشخاص الاعتبارية المكونة من شخصين أو أكثر التي تكون غالبية أسهم أو حصص إحداهما مملوكة مباشرة أو بطريق غير مباشر للطرف الآخر، أو يكون مالكة شخصاً واحداً، والشركات القابضة<sup>(٢)</sup> والتابعة والشقيقة بحسب الأحوال.

"كما يعد من الأشخاص المرتبطة الأشخاص الخاضعون للسيطرة الفعلية لشخص آخر."

(١) المرجع السابق، ص ٣٩٨.

(٢) تكون الشركة قابضة في حالتين: الحالة الأولى إذا كانت الشركة مالكة لما يزيد عن نصف رأس مال شركة تابعة أو أكثر. والحالة الثانية إذا كانت الشركة مساهمة في شركة أخرى، ولها السيطرة على تكوين مجلس إدارتها. راجع: معن عبد القادر ابراهيم: التنظيم القانوني للشركات القابضة- دراسة مقارنة، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، ٢٠١٧، ص ٣٤.

## ٥٥ - مفهوم الأشخاص المرتبطة في نطاق عرض السراء الإجباري:

ويتضح من تعريف الأشخاص المرتبطة concert parties الوارد باللائحة التنفيذية لقانون سوق المال، أن المشرع قد وضع عدة معايير لتحديد هؤلاء الأشخاص، فإذا توافر أي من هذه المعايير بحقه، توافرت حالة الارتباط التي بينها اللائحة التنفيذية، ويمكن حصر هذه المعايير في الآتي:

١. من يجمع بينهم اتفاق أو عمليات تتم بغرض الاستحواذ أو السيطرة الفعلية على إحدى الشركات. وهنا تكون هذه الشركات أو الأشخاص مستقلون عن بعضهم البعض، لا يربط بينهم فعلياً إلا هذا الاتفاق أو تلك العمليات التي تتم بغرض الاستحواذ أو السيطرة الفعلية على شركة معينة. وذلك كما إذا قام مجموعة من المساهمين في شركة معينة بعقد اتفاق فيما بينهم بشأن عمليات التصويت في الجمعية العامة للشركة أو في مجلس إدارتها، أو قيامهم بالاتفاق على شراء أسهم للشركة من سوق التداول بقصد تحقيق تلك السيطرة عن طريق الاستحواذ على نسبة من الأسهم تمكنهم من ذلك. ولا يشترط هنا أن يكون هذا الاتفاق مكتوباً، إذ يجوز إثبات وجوده بجميع الطرق.
٢. توافر درجة القرابة بالنسبة للأشخاص الطبيعية: إذ اعتبر المشرع الأقارب حتى الدرجة الثانية من الأشخاص المرتبطة.
٣. الشركات التابعة والشركات الشقيقة<sup>(١)</sup>: إذ أنها تكون من الأشخاص المرتبطة بالنسبة للشركات القابضة التي تملك حصصاً فيها.

---

(١) تنص الفقرة الثالثة من المادة ١٨٨ من اللائحة التنفيذية للقانون رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١ بإصدار قانون الشركات المساهمة وشركات التوصية بالأسهم والشركات ذات المسؤولية المحدودة، على أن "ويجب أن تعد الشركات القابضة قوائم مالية مجمعة وفقاً للأوضاع والشروط والبيانات الواردة بالملحق رقم ٥ بهذه اللائحة، ويستثنى من الالتزام بإعداد هذه القوائم البنوك وشركات التأمين وإعادة التأمين".

وبناء على البند "ثانياً" من الملحق رقم ٥، تعتبر الشركة قانوناً من الشركات القابضة في أي حالة من الحالات الآتية:

١. أن تمتلك الشركة ومساهموها ما يزيد عن نصف رأس مال شركة أو أكثر من شركة تابعة، أي أكثر من ٥١% من رأس مالها.

٤. الأشخاص الاعتبارية المكونة من شخصين أو أكثر، والتي تكون غالبية أسهم أو حصص إحداهما مملوكة بطريق مباشر أو غير مباشر للطرف الآخر، كأن تمتلك إحدى الشركات نسبة غالبية في الشركة الأخرى، حتى ولو لم تكن تلك النسبة تتعدى مقدار نصف رأس المال، وإنما ما يتوقف عليه الأمر أن تشكل هذه النسبة النسبة الغالبة في تلك الشركة عن باقي نسب المساهمين.

٥. الأشخاص الاعتبارية المكونة من شخصين أو أكثر التي يكون مالکها شخص واحد، كمن يمتلك أكثر من شركة، وتقوم كل شركة منها بالمساهمة في جزء من رأس مال شركة ثالثة، ففي هذه الحالة تعد الشركات الأولى أشخاصاً مرتبطة.

٦. الأشخاص الطبيعية أو الاعتبارية التي تخضع للسيطرة الفعلية لشخص ثالث، سواء أكان هذا الشخص شخصاً طبيعياً أم شخصاً اعتبارياً.

ويلاحظ من المعايير السابقة أن الاتفاق الذي يعد محلاً للتنسيق قد يتم بين المستحوذ وبين بعض المساهمين في الشركة المستهدفة من العرض، أو قد يقع مع الشركة المستهدفة نفسها، وقد يقع مع آخرين من غير المساهمين فيها. فالعبرة الأساسية من قيام حالة الارتباط هو أن يهدف إلى تحقيق هدف أو مصلحة مشتركة تمثل في تحقيق السيطرة على الشركة المستهدفة من العرض<sup>(١)</sup>.

---

٢. أن يكون للشركة ومساهموها مساهمة في شركة أخرى، ولها السيطرة على تكوين مجلس إدارتها، بغض النظر عن نسبة الملكية.

٣. سيطرة شركة قابضة على شركة تابعة وكانت هذه الشركة التابعة تسيطر على شركة أخرى (الشركة القابضة تعتبر قابضة للشركة التابعة التي تسيطر على الشركة الأخرى).

٤. صدور حكم قضائي حائز لقوة الأمر المقضي يخول لشركة ما السيطرة على شركة أخرى من حيث الإدارة أو تنفيذ اتفاقية معينة.

أما الشركات الشقيقة فوفقاً للبند "خامساً" من الملحق رقم ٥، تتحدد الشركة الشقيقة إذا توافر للشركة القابضة ومساهمها أحد شرطين هما:

١. امتلاك الشركة القابضة ومساهموها حصة من الأسهم في الشركة الشقيقة لها حقوق تصويت كبيرة لاتقل عن ٢٠% من مجموع الأصوات، ولاتزيد عن ٥٠%.

٢. مقدرتها على التأثير الفعال على السياسات المالية أو التشغيلية للشركة الشقيقة.

(١) د. ياسر بن فضل السريحي: مرجع سابق، ص ٣٩٣، ٣٩٤.

## ٥٦ - الحكمة من مد نطاق الالتزام بتقديم عرض شراء إجباري للأشخاص المرتبطة:

وفكرة التنسيق التي يقوم عليها معيار تحديد الأشخاص المرتبطة بمقدم العرض، قد تبنتها التشريعات المختلفة بغرض إجهاض أي محاولات للاستحواذ على أسهم الشركات بغرض السيطرة عليها من خلال عمليات تجميع الأسهم، بالشراء المتتالي من سوق الأوراق المالية، دون الالتزام بالأحكام المتعلقة بعروض الشراء الإجبارية عند توافر حالاتها.

لذلك فإن الحكمة من مد نطاق الالتزام بتقديم عرض شراء إجباري في حالة توافر الحالات الموجبة لذلك بحق الأشخاص المرتبطة، إنما ترجع بشكل أساسي إلى رغبة المشرع في منع التحايل على تطبيق الأحكام الخاصة بعرض الشراء الإجباري، وذلك بقيام مجموعة من الأشخاص بالاتفاق فيما بينهم بالسيطرة على شركة ما، عن طريق قيامهم باتخاذ الإجراءات والعمليات المفضية إلى تملك كل منهم نسبة معينة من أسهم تلك الشركة، تقل عن تلك النسبة التي يوجب القانون تقديم عرض شراء إجباري عند توافرها<sup>(١)</sup>. فيعاملهم المشرع، حينئذٍ، بنقيض مقصودهم، وذلك بإجبارهم على تقديم عرض شراء إجباري، متى تعدت نسبة ما يملكونه مجتمعين النسبة الموجبة لتقديم عرض الشراء الإجباري وفقاً للقانون.

وبالبناء على العلة من مد نطاق الالتزام بتقديم عرض شراء إجباري في حالة توافر الحالات الموجبة لذلك بحق الأشخاص المرتبطة، فلا يتوافر الارتباط، على النحو السالف بيانه، متى لم يكن الاتفاق الواقع بين الأطراف ملزماً لهم، أو لم يشعروا بالزامية تنفيذ هذا الاتفاق فيما بينهم. وعليه، فلا يدخل ضمن مفهوم التنسيق موثيق الشرف أو المجاملات التي تهدف إلى حوكمة الشركات، حيث أن مثل تلك الأوضاع لا تكون منشئة لاتفاق تنسيق ملزم لأطرافه<sup>(٢)</sup>.

## ٥٧ - طرق إثبات التنسيق بين الأشخاص المرتبطة:

والتنسيق الذي يتم على أساسه إلزام الأشخاص المرتبطة بتقديم عرض الشراء الإجباري لا يُفترض، وإنما يجب إثباته، ويتم ذلك بكافة الطرق والوسائل المقررة قانوناً، ومنها القرائن.

(١) د. إبراهيم إسماعيل إبراهيم الربيعي وآخر: مرجع سابق، ص ٦٣١.

(٢) د. ياسر بن فضل السريحي: مرجع سابق، ص ٣٩٤.

فالتنسيق أو الارتباط لا ينشأ فقط عن طريق وجود اتفاق صريح explicit agreement بين المساهمين، ولكن أيضاً يتحقق في حالة وجود تعاون أو توافق يتخذ شكلاً معيناً أو سلوكاً محدداً أثناء عملية التصويت داخل الجمعية العامة للشركة. فيتحقق الارتباط أو التنسيق إذا، متى تم إثبات قيام مساهمين مختلفين بالتنسيق فيما بينهم فيما يتعلق بسلوك التصويت voting contact داخل الشركة بقصد التأثير على قراراتها أو عليها<sup>(1)</sup>.

ولا ينصب الإثبات فقط على وجود الاتفاق أو التنسيق، وإنما يجب أيضاً أن يتم إثبات أن الغرض منه هو التأثير على الشركة من خلال الاستحواذ على الشركة، أو السعي نحو تحقيق السيطرة الفعلية عليها.

ومع ذلك، فقد ذهب المشرع في المادة ٣٢٦ من اللائحة التنفيذية لقانون رأس المال إلى افتراض وجود التنسيق بين هذه الأشخاص متى توافرت بعض الحالات، مثل:

١. ثبوت هذا التنسيق أو الارتباط في حالة الأقارب من الدرجة الثانية في حالة الأشخاص الطبيعية.

٢. توافر هذا الارتباط في الأشخاص الاعتبارية المكونة من شخصين أو أكثر التي تكون غالبية أسهم أو حصص إحداها مملوكة مباشرة أو بطريق غير مباشر للطرف الآخر، أو يكون مالكيها شخصاً واحداً.

٣. وجود الارتباط بين الشركات القابضة والتابعة والشقيقة.

٤. وجود هذا الارتباط متى كانت هذه الأشخاص تخضع للسيطرة الفعلية لشخص آخر.

فهذه الحالات يثبت فيها الارتباط أو التنسيق بين هذه الأشخاص ويعدون في حكم الأشخاص المرتبطة، بموجب نص القانون، ولا يكون على من يدعي وجود هذا الارتباط إثبات وجوده، فالافتراض هنا لا يقبل إثبات العكس.

ومتى تحققت أي من هذه الحالات المفترضة، يتم احتساب جميع الحصص التي يملكها هذه الأشخاص المرتبطة في الشركة المستهدفة؛ لمعرفة ما إذا كانت هذه الحصص قد تجاوزت

(1) Sebastian Barry et al: op. cit, p. 1814.

النسبة الموجبة لتقديم عرض شراء إجباري للشركة المستهدفة من عدمه؛ فحينئذ يلتزمون بتقديم عرض شراء إجباري لجميع أسهم تلك الشركة. أما إذا لم تتجاوز هذه الحصص مجتمعة تلك النسب، فلا التزام عليهم بتقديم عرض شراء إجباري؛ لعدم تحقق إحدى الحالات المقررة قانوناً لذلك.

#### ٥٨- حالات الالتزام بتقديم عرض شراء إجباري

نصت المادة ٣٥٣ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال على ست حالات يجب فيها على المستحوذ التقدم بعرض شراء إجباري لجميع أسهم الشركة المستهدفة من العرض، وهذه الحالات هي:

١. إذا بلغت حصة الشخص الطبيعي أو الاعتباري في شركة ما، سواء منفرداً أو من خلال الأشخاص المرتبطة به، ثلث رأس مالها أو حقوق التصويت فيها أو أكثر من ذلك، فيجب عليه إخطار الهيئة والتقدم بعرض شراء إجباري لجميع الأوراق المالية التي تشكل جزءاً من رأس المال أو حقوق التصويت، والسندات التي تخول صاحبها الحق في تملك جزء منه، وفقاً للفقرة الأولى من المادة ٣٥٣ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال.
٢. قيام من يستحوذ على أكثر من ثلث رأس المال أو حقوق التصويت في الشركة المستهدفة، دون أن تصل نسبة ما يستحوذ عليه إلى نصف رأس المال أو حقوق التصويت فيها، سواء تم ذلك بمفرده أو بواسطة أشخاصه المرتبطة، بزيادة هذه النسبة بما يجاوز ٥% من رأس المال أو حقوق التصويت، متى تم ذلك خلال إثني عشر شهراً متتالية، وفقاً للفقرة الخامسة من المادة ٣٥٣ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال.
٣. من تصل نسبة ما يملكه من رأس مال الشركة أو حقوق التصويت فيها أكثر من النصف، بصرف النظر عن نسبة الزيادة أو مقدارها، وفقاً لعجز الفقرة الخامسة من المادة ٣٥٣ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال.
٤. قيام من يستحوذ على أكثر من نصف رأس المال أو حقوق التصويت في الشركة المستهدفة، دون أن تصل نسبة ما يستحوذ عليه إلى ثلثي رأس المال أو حقوق التصويت فيها، سواء تم ذلك بمفرده أو بواسطة أشخاصه المرتبطة، بزيادة هذه النسبة بما يجاوز ٥%

من رأس المال أو حقوق التصويت، متى تم ذلك خلال إثني عشر شهراً متتالية، وفقاً للفقرة السادسة من المادة ٣٥٣ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال.

٥. قيام من يستحوذ على أكثر من ثلثي رأس المال أو حقوق التصويت في الشركة المستهدفة، دون أن تصل نسبة ما يستحوذ عليه إلى ثلاثة أرباع رأس المال أو حقوق التصويت فيها، سواء تم ذلك بمفرده أو بواسطة أشخاصه المرتبطة، بزيادة هذه النسبة بما يجاوز ٥% من رأس المال أو حقوق التصويت، متى تم ذلك خلال إثني عشر شهراً متتالية، وفقاً للفقرة السابعة من المادة ٣٥٣ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال.

٦. من تصل نسبة ما يملكه من رأس مال الشركة أو حقوق التصويت فيها أكثر من ثلاثة أرباع، بصرف النظر عن نسبة الزيادة أو مقدارها، وفقاً للفقرة الثامنة من المادة ٣٥٣ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال.

ويجب ملاحظة أن المشرع لم يقصر توافر الحالات الموجبة لتقديم عرض شراء إجباري على تلك الناتجة عن عملية شراء واحدة يقوم بها المستحوذ أو أحد أشخاصه المرتبطة، بل يجب تقديم عرض الشراء الإجباري حتى ولو كانت تلك الزيادة في الأسهم قد تمت من خلال عدد من عمليات الشراء، وبصرف النظر عن نوع هذه العمليات، أي سواء أكانت عن طريق الشراء من سوق التداول الحر، أم عن طريق عروض شراء تقدم بها المستحوذ أو أشخاصه المرتبطة. فقط كل ما يشترط أن تتم هذه العمليات في مدى زمني قوامه إثني عشر شهراً متتالية، بالنسبة للحالات الواردة بالبند ٢، ٤، ٥ السابق ذكرها.

أما بالنسبة للحالات المقررة بالبند ١، ٣، ٦ من المادة ٣٥٣ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال، فإن المشرع لم يسلتزم أن تتم عملية زيادة نسبة ما يملكه المساهم من رأس مال الشركة أو حقوق التصويت فيها خلال إثني عشر شهراً متتالية، وإنما تتحقق الحالة الموجبة لتقديم العرض متى تحققت النسبة المشار إليها بصرف النظر عن المدى الزمني الذي استلزمه المستحوذ أو أشخاصه المرتبطة لتحقيق هذه النسب، وبصرف النظر عن طريقة تحقيقها.

كما يجب ملاحظة أن هذه الحالات وأسبابها قد وردت على سبيل الحصر، فلا يجوز القياس عليها. كما يجب على الهيئة الالتزام بالنسب والحالات الواردة بها، فلا يجوز لها أن تلزم

المستحوذ بتقديم عرض شراء إجباري في غير تلك الحالات، أو دون أن تصل نسبة ما يستحوذ عليه، سواء بمفرده أو بواسطة أشخاصه المرتبطة على نسب دون تلك الواردة بالنص.

وفي المقابل لا يجوز للهيئة أن تعفي المستحوذ، متى لم تقم في حقه إحدى حالات الإعفاء التي سنبينها لاحقاً، من التقدم بعرض شراء إجباري لجميع الأوراق المالية للشركة المستهدفة، متى توافرت بحقه إحدى الحالات المقررة بالنص، أو وصلت نسبة ما يملكه، منفرداً أو مع أشخاصه المرتبطة، لإحدى النسب المقررة بهذا النص.

٥٩ - الإجراءات الواجب اتخاذها من قبل الهيئة حال حدوث الزيادة بالنسب المقررة في المادة ٣٥٣ من اللائحة:

ووفقاً للفقرة الأخيرة من المادة ٣٥٣ من اللائحة التنفيذية، يكون للهيئة أن تسمح لمن تتجاوز نسبة ما يملكه من أسهم في شركة ما النسب المقررة سلفاً، والتي توجب عليه التقدم بعرض شراء إجباري لباقي أسهم تلك الشركة من الحائزين لها، أن تضرب له أجلاً للتخلص من أسهم الزيادة تلك. ولم تضع اللائحة التنفيذية حداً لهذا الأجل، وإنما الأمر متروك للسلطة التقديرية للهيئة، وإن كان يقع عليها التزاماً عاماً بعدم الإخلال بالمبادئ المقررة بالمادتين ٣٢٧ و ٣٢٨ من اللائحة التنفيذية.

كما يجب على الهيئة خلال هذه الفترة اتخاذ الإجراءات اللازمة لمنع استغلال نسبة الزيادة تلك من قبل المستحوذ، كتجميد الأسهم محل التجاوز، أو منع التصويت بها في اجتماعات الجمعية العامة للشركة، أو اتخاذ أي تدبير آخر تراها ضرورياً لذلك لحين تقديم المستحوذ عرض شراء إجباري متى كان ذلك ممكناً.

وإذا ما توافرت إحدى الحالات المقررة بالمادة ٣٥٣ من اللائحة التنفيذية، فيجب على المستحوذ أن يتقدم بعرض شراء إجباري لجميع الأوراق المالية للشركة المستهدفة، فإذا ما تعهد مقدم العرض باستمرار قيد الأوراق المالية لهذه الشركة بالبورصة، فيجب أن يكون العرض مقدماً لشراء جميع الأوراق المالية لها مخصوصاً منها الحد الأدنى المطلوب لاستمرار قيد الأوراق المالية للشركة المستهدفة بالبورصة.

وقد حددت المادة السابعة من قرار الهيئة العامة للرقابة المالية رقم ١٣ لعام ٢٠١٨، الصادر في ٢٧ مارس ٢٠١٨، والخاص بشروط قيد أسهم الشركات المصرية، نسبة هذه الأسهم، حينما قررت أنه يجب ألا تقل نسبة الأسهم المراد طرحها للتداول الحر بالبورصة عن ٢٥% من إجمالي الأسهم المقيدة للشركة، أو ربع في الألف من رأس المال السوقي حر التداول بالبورصة، بما لا يقل عن ١٠% من أسهم الشركة، وألا تقل نسبة الأسهم حرة التداول عن ١٠% من رأس مال الشركة، أو ثمن في الألف من رأس المال السوقي حر التداول، بما لا يقل عن ٥% من أسهم الشركة.

فإذا جاوز عدد الأسهم المطروحة للبيع عدد الأسهم المطلوب شراؤها، بعد استبعاد الحد الأدنى المطلوب لاستمرار قيد الأوراق المالية للشركة بالبورصة، واستبعاد نسبة الأسهم التي تم تعليق إتمام العرض على الحصول عليها (الفقرة الثانية من المادة ٣٥٤ من اللائحة)، فيجب الشراء من جميع مالكي الأسهم الذين استجابوا للعرض بنسبة مجموع ما تم عرضه إلى مجموع الأسهم المطلوب شراؤها، مع مراعاة جبر الكسور لصالح صغار المساهمين.

أما إذا أعلن مقدم العرض عن رغبته في عدم استمرار قيد الأوراق المالية للشركة المستهدفة بالبورصة، فيجب أن يكون العرض شاملاً لجميع الأوراق المالية للشركة المستهدفة، دون تحديد لنسبة معينة لإتمام العرض، أو إخراج ما يعادل الحد الأدنى للأسهم حرة التداول، المقرر بالمادة السابعة من قرار الهيئة العامة للرقابة المالية رقم ١٣ لعام ٢٠١٨.

#### ٦٠- حالات الالتزام بتقديم عرض شراء إجباري لحماية لحقوق الأقلية:

أضف الفصل السابع من الباب الثاني عشر من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال، حالتين يكون فيها للهيئة العامة للرقابة المالية إلزام أغلبية المساهمين المسيطرين سيطرة فعلية على شركة ما، بتقديم عرض شراء إجباري لشراء حصة الأقلية في تلك الشركة.

ويهدف المشرع من تقرير هاتين الحالتين إلى حماية مصالح الأقلية في الشركة، حيث أن الأغلبية تمتلك، في الحالتين المشار إليهما في هذا الفصل، السيطرة الفعلية على الشركة، تلك السيطرة التي تمكن الأغلبية من تسيير الشركة حسبما تريد، ووضع قرارات الشركة وتصرفاتها

رهن مصالح الأغلبية. لذلك، رأي المشرع حماية لأقلية المساهمين في هذه الشركة، اعطائهم الحق في طلب إلزام الأغلبية بشراء حصصهم (الحالة الأولى)، أو منح الهيئة نفسها الحق في إلزام الأغلبية بذلك، متى أجرت تعديلات جوهرية على نظام الشركة تؤثر بشكل كبير على مصالح الأقلية فيها (الحالة الثانية).

#### ٦١ - الحالة الأولى: الالتزام بشراء حصة الأقلية:

أضفت المادة ٣٥٧ من اللائحة التنفيذية لقانون رأس المال إلى حالات الالتزام بتقديم عرض شراء إجباري المقررة بالمادة ٣٥٤ حالة أخرى، أطلقت عليها مسمى "الالتزام بشراء حصة الأقلية sell out"، وذلك متى سيطر أحد المساهمين، سواء بمفرده أو بواسطة أشخاصه المرتبطة، على أغلبية رأس مال الشركة أو حقوق التصويت فيها، حيث يكون لأقلية المساهمين في الشركة التقدم بطلب إلى الهيئة لإلزام الأغلبية بشراء حصصهم فيها، وذلك متى توافرت الشروط الآتية:

١. أن تكون نسبة استحواد أحد المساهمين منفرداً أو من خلال الأشخاص المرتبطة به على ٩٠% أو أكثر من رأس المال أو حقوق التصويت في الشركة.
٢. أن تشكل نسبة المساهمين الذين يحق لهم تقديم طلب إلزام الأغلبية بشراء حصصهم ٣% من رأس مال الشركة أو حقوق التصويت فيها، بصرف النظر عن دخول هذه النسبة ضمن الأسهم حرة التداول في البورصة أم لا. وفي حالة عدم وصول نسبة حصة أقلية المساهمين، الذين يطلبون إلزام الأغلبية بشراء حصصهم، نسبة الـ ٣% المبينة سلفاً، فيجوز لهم ذلك متى كان عددهم ١٠٠ مساهم فأكثر، بشرط أن يمثلوا ما لا يقل عن ٢% من الأسهم حرة التداول.
٣. أن يقدم طلب الأقلية إلى الهيئة بإخطار الأغلبية بتقديم عرض شراء إجباري، خلال الإثني عشر شهراً التالية لاستحواذ الأغلبية على نسبة ٩٠% المشار إليها.
٤. أن يكون عرض الشراء الإجباري المقدم من المستحوذ نقدياً، فلا يجوز أن يكون العرض عن طريق مبادلة الأسهم، أو أن يكون عرضاً مختلطاً.

٥. ألا يقل سعر الشراء في عرض الشراء الإجباري عن أعلى سعر دفعه مقدم العرض أو أحد أشخاصه المرتبطة في عرض شراء سابق خلال الإثني عشر شهراً السابقة على تقديم عرض الشراء المعني. وإن كان للهيئة العامة للرقابة المالية أن تتجاوز عن ذلك الشرط متى وجدت لذلك أسباباً جدية، وبشرط ألا يترتب على ذلك القرار إخلالاً بالأحكام والمبادئ المقررة بالمادتين ٣٢٧ و ٣٢٨ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال.

ومتى قبلت الهيئة العامة للرقابة المالية طلب أقلية المساهمين، بعد التأكد من توافر شروطه، تقوم بإعلان المساهم الحائز لأغلبية الأسهم بطلب الأقلية وموافقتها عليه، وتطلب منه التقدم بعرض شراء إجباري لأسهم الأقلية خلال المدة التي تحددها لذلك<sup>(١)</sup>.

٦٢ - الحالة الثانية: الالتزام بتقديم عرض شراء إجباري في حالة إصدار تعديلات جوهرية بنظام الشركة:

تفرض المادة ٣٥٧ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال، التزاماً على عاتق من يسيطر بنفسه أو بواسطة مجموعة من الأشخاص سيطرة فعلية على شركة ما، بوجود إخطار الهيئة بشكل مسبق قبل القيام بعدد من الأعمال هي:

١. القيام بإدخال تعديلات جوهرية على أحكام النظام الأساسي للشركة، خاصة ما يتعلق بشكل الشركة، وشروط التنازل أو نقل ملكية الأسهم التي تشكل جزءاً من رأس المال أو من حقوق التصويت.

٢. القيام بادماج هذه الشركة في شركة أخرى يسيطر عليها، سواء أكان يترتب على ذلك فناء الشخصية المعنوية للشركة في الشركة الداخلة (الاندماج بطريق الضم أو الابتلاع)، أو إنشاء شركة جديدة تندمج فيها جميع الشركات (الاندماج بطريق المزج).

(١) مثال ذلك قيام السيد/ أحمد فؤاد سيد عبد المجيد، والذي يساهم بنسبة ٤% في شركة لافارج للأسمت مصر، بتقديم شكوى إلى الهيئة العامة للرقابة المالية يطالب فيها شركة لافارج الفرنسية (لافارج SA) بإيداع مشروع عرض شراء إجباري بات وغير مشروع لشراء حصة الأقلية في شركة لافارج للأسمت مصر، وقد وافقت الهيئة بتاريخ ٢٠١٠/٥/٣١ على ذلك والزمّت شركة لافارج الفرنسية (لافارج SA) بإيداع مشروع عرض شراء إجباري بات وغير مشروع لشراء حصة الأقلية في شركة لافارج للأسمت مصر. راجع في تفصيل ذلك: حكم محكمة القضاء الإداري- دائرة المنازعات الاقتصادية والاستثمارية، الدائرة السابعة، الدعوى رقم ٨٩٠٩ لسنة ٦٥ ق، جلسة ٢٠١١/١١/١٩.

٣. التنازل عن مجموع أصول هذه الشركة أو الأصول الرئيسية فيها إلى شركة أخرى، بصرف النظر عن كون الشركة الأخرى خاضعة لسيطرة هذا الشخص أو مجموعة الأشخاص المسيطرين على الشركة أم لا.

٤. إعادة توجيه نشاط الشركة، سواء بإضافة أغراض مكملة أو مرتبطة أو قريبة من غرض الشركة الأصلي.

٥. عدم توزيع أرباح تحققت في ميزانيات مختلفة على أسهم رأس المال، ويشترط بالطبع عدم وجود مبرر مشروع لذلك. ويعد مبرراً لعدم توزيع الأرباح قيام مجلس الإدارة بعدم توزيع الأرباح وترحيلها للعام التالي للاستفادة منها في توسيع نشاط الشركة أو إنشاء مشروعات جديدة<sup>(١)</sup>.

ويجب ملاحظة أن الأعمال السابقة تتضمن تعديلاً جوهرياً يمس النظام الأساسي للشركة، سواء تعلق بتعديل شكل الشركة أو إطار ملكية رأس المال فيها، أو توزيع حقوق التصويت في جمعيتها العامة. وكذلك عندما يتعلق الأمر بوجود الشركة أو أصولها أو نشاطها الرئيسي. وكذلك في حالة عدم توزيع أرباح الشركة المستحقة للمساهمين عن ميزانيات مختلفة،

---

(١) في ذلك قضت محكمة النقض بأن "الجمعية العامة في الشركات المساهمة هي التي تملك وحدها اعتماد الميزانية التي يعدها مجلس الإدارة وتعيين الأرباح الصافية القابلة للتوزيع، وأن حق المساهم أو غيره من ذوى الحقوق لا ينشأ إلا من تاريخ اعتماد الجمعية العامة لهذه الأرباح ومن يستحقها، أما قبل ذلك التاريخ فلا يكون للمساهم أو غيره من ذوى الحقوق سوى مجرد حق احتمالي لا يبلغ مرحلة الحق الكامل إلا بصدور قرار الجمعية العمومية بإقرار الميزانية وتعيين القدر الموزع من الأرباح الصافية والمستحقة لهم. لما كان ما تقدم، وكان الثابت من مدونات الحكم الابتدائي وما انتهى إليه تقرير الخبير أن قرارات الجمعية العمومية عن السنتين الماليتين ٢٠٠٦ ، ٢٠٠٧ انتهت إلى عدم توزيع الأرباح وترحيلها إلى العام التالي للاستفادة بها في مشروعات أخرى، ومن ثم فلا يستحق المطعون ضده الحصول على نسبته في الأرباح عن السنتين الماليتين سالفتي الذكر، إذ أن العبرة بقرار الجمعية العمومية سواء في تقريرها توزيع الأرباح ابتداءً، أو إعطاء الحق في نصيب الأرباح لمن انتهت خدمته من العاملين لديها قبل صدور القرار من عدمه، وإذ خالف الحكم المطعون فيه هذا النظر فإنه يكون معيباً". الطعن رقم ٢٠٥٨٨ لسنة ٨٤ قضائية، جلسة ٢٠١٥/١٢/١٠، غير منشور.

باعتبار أن ذلك يمس حق المساهم في الحصول على نصيبه من أرباح الشركة التي تحققت بالفعل، وهذا الحق هو من الحقوق الأساسية التي لا يجوز المساس بها<sup>(١)</sup>.

لذلك، فإن القيام بأي من الأعمال السابقة يستلزم أن يملك الشخص أو مجموعة الأشخاص القائمين بها عدداً من الأصوات تمكنهم من التحكم في، أو تمرير القرارات التي تصدر من الجمعية العامة غير العادية للشركة، باعتبار أن القرارات المشار إليها سلفاً لا تصدر إلا من الجمعية العامة غير العادية للشركة، إذ أن نص المادة ٦٨ من القانون رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١، يجري على أن "تختص الجمعية العامة غير العادية بتعديل نظام الشركة مع مراعاة ما يأتي:

١. لا يجوز زيادة التزامات المساهمين، ويقع باطلاً كل قرار يصدر من الجمعية العامة يكون من شأنه المساس بحقوق المساهم الأساسية التي يستمدّها بصفته شريكاً.
٢. يجوز إضافة أغراض مكّلة أو مرتبطة أو قريبة من غرض الشركة الأصلي ولا يجوز تغيير الغرض الأصلي إلا لأسباب توافق عليها الجهة الإدارية المختصة.
٣. يكون للجمعية العامة غير العادية النظر في إطالة أمد الشركة أو تقصيره أو حلها قبل موعدها أو تغيير نسبة الخسارة التي يترتب عليها حل الشركة إجبارياً أو إدماج الشركة وذلك أيّاً كانت أحكام النظام .

---

(١) في ذلك قضت محكمة النقض بأنه "وإن كان حق المساهم في الأرباح حق احتمالي لا يتأكد إلا بمصادقة الجمعية العمومية للمساهمين أو من يقوم مقامها على حصص الأرباح التي يقترح مجلس إدارة الشركة توزيعها، إلا أنه لما كان حق المساهم في الحصول على نصيب من أرباح الشركة هو من الحقوق الأساسية التي لا يجوز المساس بها، وعلى ذلك فإن كل ما من شأنه أن يفقد المساهم حقه فيها أو في نسبة عادلة منها أو تأخير صرفها إليه عن موعدها المعتاد يكون متعارضاً مع هذا الحق الأساسي. وإذا كان الثابت مما سجله الحكم المطعون فيه أن الشركة الطاعنة حققت أرباحاً في الفترة ما بين تأميم المضرب تأميمياً نصفياً وتأميمه تأميمياً كلياً، وإنه حتى على فرض عدم صدور قرار من الجهة المختصة بالموافقة على توزيع هذه الأرباح، فإنه يكون من حق المساهم المطعون ضده أن يلجأ إلى القضاء للمطالبة بنصيبه في هذه الأرباح بعد أن أتمت الشركة تأميمياً كلياً، ويكون القضاء مختصاً بتحديد هذه الأرباح وفقاً لما يثبت لديه". الطعن رقم ٤٢١ لسنة ٤٨ قضائية، جلسة ١٩/٢/١٩٨٣، مكتب فني، سنة ٣٤ - قاعدة ١١٦ - صفحة ٥٢٨؛ الطعن رقم ٤٨٨ لسنة ٣٩ قضائية، جلسة ١٩/٣/١٩٧٥، مكتب فني، سنة ٢٦ - قاعدة ١٢٦ - صفحة ٦٣٧.

وبالتالي فيجب أن تمثل النسبة التي يملكها الشخص أو مجموعة الأشخاص الذين يقومون بأي من هذه الأعمال أكثر من نصف رأس مال الشركة، وذلك وفقاً لما تقضي به المادة ٢/٧٠ من القانون رقم ٥٩ لسنة ١٩٨١، والتي تقرر أن "اجتماع الجمعية العامة غير العادية لا يكون صحيحاً إلا إذا حضره مساهمون يمثلون نصف رأس المال على الأقل. فإذا لم يتوافر الحد الأدنى في الاجتماع الأول، وجب دعوة الجمعية إلى اجتماع ثاني يعقد خلال الثلاثين يوماً التالية للاجتماع الأول، ويعتبر الاجتماع الثاني صحيحاً إذا حضره عدد من المساهمين يمثل ربع رأس المال على الأقل، وتحدد اللائحة التنفيذية إجراءات الدعوة ومواعيدها وطرق النشر والإعلان ومن له حق الحضور من غير المساهمين".

كما يجب أن تصدر القرارات المتعلقة بهذه الأعمال بأغلبية ثلثي الأسهم الممثلة في الاجتماع غير العادي للجمعية العامة للشركة، فيما عدا القرارات الخاصة بإعادة توجيه نشاط الشركة أو ادماجها في أو مع شركة أخرى، فيشترط لصحتها أن يصدر بأغلبية ثلاثة أرباع الأسهم الممثلة في الاجتماع.

إذ تنص المادة ٣/٧٠ من القانون رقم ٥٩ لسنة ١٩٨١ على أن "تصدر قرارات الجمعية العامة غير العادية بأغلبية ثلثي الأسهم الممثلة في الاجتماع إلا إذا كان القرار يتعلق بزيادة رأس المال أو خفضه أو حل الشركة قبل الميعاد أو تغيير الغرض الأصلي أو إدماجها فيشترط لصحة القرار في هذه الأحوال أن يصدر بأغلبية ثلاثة أرباع الأسهم الممثلة في الاجتماع".

ويلاحظ أن قيام المساهم أو مجموعة المساهمين المرتبطين بأي من هذه الأعمال لا يوجب بطريق مباشر التقدم بعرض شراء إجباري لشراء أسهم الأقلية، وإنما يتطوّر الأمر قبل القيام بأي من هذه الأعمال أن يقوم المساهم أو مجموعة المساهمين المرتبطين بإخطار الهيئة قبل اتخاذ أي إجراء لتنفيذ هذه الأعمال.

ثم تقوم الهيئة العامة للرقابة المالية على ضوء ذلك بدراسة الموقف وتقييم نتائج الإجراءات التي اتخذها المساهم أو مجموعة المساهمين، وكذلك تقييم الأعمال التي تمت في ضوء مصالح حائزي أسهم رأس المال أو حقوق التصويت في الشركة. فإذا قدرت أن هذه الأعمال تؤثر على مصالح

أقلية المساهمين، فإنها تصدر قرارها إلى المساهم أو مجموعة المساهمين بتقديم عرض شراء إجباري لأسهم الأقلية، وتقوم بإعلام المساهم أو مجموعة المساهمين بتقديم عرض شراء إجباري لأسهم الأقلية خلال المدة التي تحددها الهيئة في هذا القرار.

ويجب أن يكون مقابل الشراء في عرض الشراء الإجباري الواجب تقديمه من المساهم أو مجموعة المساهمين نقدياً، فلا يجوز أن يكون مقابل الشراء عن طريق مبادلة الأسهم، أو أن يكون مختلفاً. كما يجب ألا يقل سعر الشراء في عرض الشراء الإجباري عن أعلى سعر دفعه مقدم العرض أو أحد أشخاصه المرتبطة في عرض شراء سابق خلال الإثني عشر شهراً السابقة على تقديم عرض الشراء المعني.

وإن كان للهيئة العامة للرقابة المالية أن تتجاوز عن شرط التقييد بأعلى سعر تم دفعه في عرض شراء سابق، متى وجدت لذلك أسباباً جدية، كحدوث اضطراب في السوق أو اختلال موقف الشركة المالي، أو غير ذلك من الأسباب. وإن كان يشترط، في جميع الأحوال، ألا يترتب على قرارها ذلك الإخلال بالأحكام والمبادئ المقررة بالمادتين ٣٢٧ و ٣٢٨ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال.

## المطلب الثاني

### حالات الإعفاء من الالتزام بتقديم عرض شراء إجباري

٦٣ - النص على حالات الإعفاء من الالتزام بتقديم عرض شراء إجباري:

بينت المادة ٣٥٦ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال الحالات التي يعنى فيها المستحوذ من تقديم عرض شراء إجباري لجميع أسهم الشركة المستهدفة، على الرغم من تحقق إحدى حالات الالتزام بتقديم عرض شراء إجباري، والواردة بالمادة ٣٥٣ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال.

ولقد أوجبت المادة ٣٥٦ من اللائحة التنفيذية على المستحوذ الذي يشرع في القيام بأي عملية من العمليات الواردة فيها إخطار الهيئة مسبقاً قبل القيام بأي من هذه العمليات. ولا يترتب على عدم إخطار الهيئة العامة للرقابة المالية عدم تمتع المستحوذ بالإعفاء المقررة من الالتزام بتقديم عرض شراء إجباري، وإنما يكون للهيئة اتخاذ التدابير اللازمة حيال ذلك، كوقف التعامل على الأسهم أو تجميدها، أو أي تدابير أخرى ترى الهيئة ضرورة اتخاذها.

ولا يتقرر الإعفاء بصورة تلقائية، بل لا بد من صدور قرار من الهيئة بذلك، ويخضع هذا القرار لتقدير الهيئة بعد فحص ودراسة الظروف التي تمت فيها عملية تجاوز النسب المقررة، والتي على أساسها توافرت حالة من حالات الالتزام بتقديم عرض شراء إجباري المقررة بالمادة ٣٥٣ من اللائحة التنفيذية، وكيفية توزيع رأس المال وحقوق التصويت في الشركة المستهدفة<sup>(١)</sup>. ثم توافر إحدى حالات الإعفاء الواردة بالمادة ٣٥٧ من اللائحة التنفيذية، ويجب على الهيئة التأكد من توافر حالة الإعفاء المقررة باللائحة، وعدم وجود أي تحايل أو غش من قبل المستحوذ أو مجموعته المرتبطة حيال الأمر.

(١) د. إبراهيم إسماعيل إبراهيم الربيعي وآخر: مرجع سابق، ص ٦٣٣.

٦٤- الإعفاء قاصر على حالات الالتزام بتقديم عرض إجباري المقررة بالمادة ٣٥٢ من اللائحة فقط:

ويجب ملاحظة أن حالات الإعفاء من تقديم عرض شراء إجباري الواردة بالمادة ٣٥٦ من اللائحة التنفيذية، لا تنطبق إلا متى توافرت إحدى حالات الالتزام بتقديم عرض شراء إجباري المحددة بالمادة ٣٥٣ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال، ولا يمتد هذا الإعفاء إلى إحدى حالي الالتزام بتقديم عرض شراء إجباري لحماية لحقوق الأقلية من المساهمين، والوارد النص عليها بالمادة ٣٥٧ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال.

ذلك أنه متى توافرت إحدى حالي الالتزام بتقديم عرض شراء إجباري المقررة بنص المادة ٣٥٧ من اللائحة التنفيذية والموضوعة لحماية أقلية المساهمين، فإنه يجب على المساهم أو مجموعة المساهمين، متى صدر إليهم قرار من الهيئة العامة للرقابة المالية بذلك، تقديم عرض شراء إجباري لحصة الأقلية، بصرف النظر عن توافر أو عدم توافر إحدى حالات الإعفاء من تقديم عرض شراء إجباري المقررة بالمادة ٣٥٦ من اللائحة التنفيذية؛ لأن حالات الإعفاء تلك لا تتعلق إلا بحالات الالتزام بتقديم عرض شراء إجباري المقررة بالمادة ٣٥٣ من اللائحة التنفيذية، دون أن تمتد إلى غيرها من الحالات الأخرى.

والقرار الصادر من الهيئة العامة للرقابة المالية في هذا الشأن، سواء أكان صادراً بتقرير إعفاء المستحوذ من تقديم عرض شراء إجباري، أو برفض ذلك، هو دائماً قرار قابل للطعن فيه من قبل كل ذي مصلحة، ويكون الطعن على هذا القرار أمام محكمة القضاء الإداري، ويخضع هذا الطعن للأحكام المتعلقة بالطعون على القرارات الإدارية المقررة بقانون مجلس الدولة.

ويكون للمحكمة السلطة الكاملة في تقدير صحة القرار الصادر من الهيئة العامة للرقابة المالية، ورقابة مشروعيته وموافقة للقانون من عدمه، وكذلك مراقبة الأسباب التي بنت عليها الهيئة ذلك القرار، ويكون للمحكمة سلطة إلغاء هذا القرار متى كان مخالفاً للقانون، أو تعديله إذا كان غير ملائم أو غير مناسب للحالة المعروضة، أو تأييده إذا كان موافقاً صحيح القانون والواقع، وذلك كله حسبما يستبين لها من وقائع الدعوى وظروفها.

٦٥ - طبيعة حالات الإعفاء من الالتزام بتقديم عرض إجباري وسلطة الهيئة حيالها:

حصرت المادة ٣٥٦ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال حالات إعفاء المستحوذ أو مجموعته المرتبطة من الالتزام بتقديم عرض شراء إجباري، عند توافر إحدى حالات الالتزام به المقررة بالمادة ٣٥٣ من ذات اللائحة، في حالات معينة؛ ست حالات منها وردت في اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال الصادرة بقرار وزير الاستثمار رقم ١٢ لسنة ٢٠٠٧، وبعضها أوردتها الهيئة العامة للرقابة المالية في قرارات لاحقة، بمقتضى السلطة المخولة لها بالفقرة (ز) من المادة ٣٥٦ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال الصادرة بقرار وزير الاستثمار رقم ١٢ لسنة ٢٠٠٧.

والملاحظ أن نص المادة ٣٥٦ سالف الذكر كان يجعل للهيئة العامة للرقابة المالية الحق في استثناء المستحوذ عند توافر أي من هذه الحالات من تقديم عرض شراء إجباري، دون أن يجعل تلك الحالات بحد ذاتها سبباً للإعفاء من تقديم العرض، وهذا ما تسبب في وجود مشاكل في تطبيق هذه الحالات.

ففي قضية استحواذ شركة لافارج الفرنسية (لافارج SA) على الشركة المصرية للأسمنت (شركة لافارج للأسمنت مصر لاحقاً)، إذ قامت شركة هولسم البلجيكية (وهي شركة مساهمة في شركة لافارج للأسمنت مصر بنسبة ٤٣,٧%) بتقديم طلب للهيئة العامة للرقابة المالية تطلب فيه إلزام الشركة المدعية بتقديم عرض شراء إجباري، إلا أن الهيئة رفضت ذلك لعدم خضوع هذه الحالة لأحكام عرض الشراء الإجباري، إلا أنه بتاريخ ٢٠١٠/٥/٣١ صدر كتاب الهيئة لشركة لافارج الفرنسية (لافارج SA) بإيداع عرض شراء إجباري لحصة الأقلية، بناء على شكوى من أحد مساهمي الأقلية، وقد تظلمت الشركة الأخيرة من ذلك القرار، وبتاريخ ٢٠١٠/٦/١٦ قررت الهيئة قبول التظلم ورفض إلزام الشركة بتقديم عرض شراء إجباري واعتبار كتاب الهيئة كأن لم يكن. لكن بتاريخ ٢٠١٠/١٠/١١ صدر قرار جديد من لجنة التظلمات بالهيئة في تظلم مقدم من أحد مساهمي الأقلية على القرار الأخير الصادر من الهيئة، وفيه قررت لجنة التظلمات قبول التظلم وإلغاء القرار المتظلم منه مع ما يترتب على ذلك من آثاره. وعليه تم اللجوء إلى القضاء الإداري بمجلس الدعوى للطعن على قرار لجنة التظلمات الأخير، وصدر الحكم في الطعن رقم

١٩٠٩ لسنة ٦٥ ق، بتاريخ ٢٠١١/١١/١٩، بقبول الدعوى شكلاً ورفضها موضوعاً، وقد نوهت المحكمة، رداً على أحد الدفوع المثارة في الدعوى، إلى خلو القرار الأول الصادر من الهيئة برفض طلب شركة هولسم البلجيكية بإلزام شركة لافارج الفرنسية، بتقديم عرض شراء إجباري لحصة الأقلية، من بيان الأسباب التي اعتنقتها الهيئة لإصدار هذا القرار، مما حدا بالمحكمة إلى الالتفات عن هذا الدفع.

ويظهر من ذلك الحكم أن السلطة التقديرية للهيئة في استثناء الحالات المقررة في المادة ٣٥٦ من اللائحة التنفيذية من عروض الشراء الإجبارية، كانت تثير مشاكل عند التطبيق، فضلاً عن تخط الهيئة في القرارات الصادرة منها إعمالاً لهذه الحالات الاستثنائية. ففي الدعوى السابق ذكرها، نرى الهيئة قد أصدرت قراراً بعدم توفر أي حالة من حالات الالتزام بتقديم عرض شراء إجباري، ثم عادت - عند تقديم شكوى إليها من أحد مساهمي الأقلية عن هذا القرار - إلى إلغاء هذا القرار وإعادة إلزام الشركة بتقديم عرض شراء إجباري، ثم عادت الهيئة مرة أخرى، بناء على تظلم قدم إليها من شركة لافارج الفرنسية على القرار الأخير الصادر بإلزامها بتقديم عرض شراء إجباري، بإلغاء هذا القرار الأخير ورفض إلزام الشركة الأخيرة بتقديم عرض شراء إجباري.

وبمقتضى التعديل الوارد على اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال بقرار رئيس مجلس الوزراء رقم ٢٤٧٩ لسنة ٢٠١٨، تم جمع هذه الحالات جميعاً في نص واحد هو المادة ٣٥٦، وجعل المشرع توافر إحدى هذه الحالات سبباً في إعفاء المستحوذ من تقديم عرض شراء إجباري لحصة الأقلية، على الرغم من توافر إحدى حالات الالتزام بتقديم عرض شراء إجباري وفقاً لما تنص عليه المادة ٣٥٣ من اللائحة التنفيذية، وهو ما يقلل بشكل كبير من المشاكل التي كانت تُثار من قبل بشأن تطبيق هذه الاعفاءات، إذ لا سلطة تقديرية للهيئة في قبول استثناء المستحوذ من تقديم عرض الشراء الإجباري، وإنما الوضع يتوقف على توافر أو عدم توافر إحدى حالات الإعفاء تلك، فمتى توافرت يحق للمستحوذ الاستفادة منها، ومتى لم تتوافر فهو ما زال ملتزماً بتقديم عرض شراء إجباري لحصة الأقلية.

ولا يكون للهيئة العامة للرقابة المالية من سلطة حيال هذه الاعفاءات إلا التأكد فعلاً من توافر شروطها المقررة بالقانون، وعدم وجود أي نوع من التحايل أو الغش من جانب المستحوذ أو مجموعته المرتبطة للاستفادة من هذه الاعفاءات دون وجه حق.

#### ٦٦ - بيان حالات الإعفاء من الالتزام بتقديم عرض إجباري:

تتنوع حالات الإعفاء من تقديم عرض شراء إجباري الواردة بالمادة ٣٥٦ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال، بين حالات ترجع بالأساس إلى انتفاء نية المساهم في السيطرة الفعلية على الشركة المستهدفة، سواء كان ذلك راجعاً إلى نص في القانون أو لسبب خارج عن إرادته. وقد ترجع بعض هذه الحالات لأسباب أخرى، كتغيير في ملكية الشركة، أو نتيجة لانتقال أصولها، أو إعادة توزيع تلك الملكية أو الأصول، أو لترجيح مصالح أشخاص أخرى على مصلحة أقلية المساهمين.

#### ٦٧ - حالات الإعفاء الناتجة عن انتفاء نية المساهم في السيطرة على الشركة:

في هذه الحالات تنتفي نية المساهم في السيطرة على الشركة المستهدفة، إذ لا يكون لإرادته أي دور في زيادة نسبة استحوازه لأسهم الشركة، وهي الزيادة التي تتوافر بشأنها إحدى حالات الالتزام بتقديم عرض شراء إجباري وفقاً لنص المادة ٣٥٣ من اللائحة التنفيذية. وقد رأى المشرع أن السعي إلى السيطرة الفعلية يكون منتفياً في حق المساهم، خاصة أن هذه الزيادة الحادثة هنا لا ترجع إلى عمل صدر منه، وإنما لوجود نص تشريعي، أو نتيجة قيام الغير بعمل أدى إلى زيادة نسبة مساهمة المستحوذ عن الحد المقرر باللائحة.

وحالات الإعفاء من تقديم عرض شراء إجباري الناتجة عن انتفاء دور إرادة المساهم في اكتساب النسبة الموجبة لتقديم عرض شراء إجباري تنحصر في الحالات الآتية:

١. حالات الميراث والوصية والهبة: فالمساهم قد آلت إليه الأسهم إما عن طريق قواعد الميراث، وهي قواعد لا دخل لإرادة المورث في أعمالها وتطبيق أحكامها، وإما عن طريق إرادة أخرى دون إرادته، هي إرادة الموصي أو الواهب، حتى وإن كان لإرادة المساهم

دور في قبول تلك الهبة أو الوصية، إلا أن الواقعة المنشئة لعملية انتقال الأسهم نفسها لم تتم عن طريق إرادته.

٢. حالة الاستحواذ من قبل إحدى المؤسسات المالية المرخص لها بضمان عمليات الاكتتاب إعمالاً لالتزامها بضمان تغطية الاكتتاب: وهذا يعني أنه إذا ما ترتب على الاستحواذ تجاوز نسبة ما تملكه هذه المؤسسات في مجال ضمان تغطية الاكتتاب الحد الموجب لتقديم عرض شراء إجباري وفقاً للمقرر بالمادة ٣٥٣ من اللائحة التنفيذية، يتم اعفاؤها من هذا الالتزام<sup>(١)</sup>. ويرجع السبب في ذلك إلى ترجيح المشرع لمصلحة هذه المؤسسات المالية ولمصلحة السوق المالية من جهة على مصلحة أقلية المساهمين، فضلاً عن أن هذا الاستحواذ يرجع لسبب مقرر بنص قانوني، لا إلى نية هذه المؤسسات المالية في السيطرة الفعلية على الشركة المستهدفة.

٣. حالات تخفيض رأس مال الشركة المستهدفة بإعدام أسهم الخزينة: قد تضطر الشركة إلى تخفيض رأس مالها لأسباب متعددة، منها ما يرجع إلى الخسائر المتتالية التي لا يكون في مقدورها أن تحتويها في المستقل القريب، ومنها ما يكون بقصد إعادة التوازن إلى قوائمها المالية، ومحاولة الموازنة بين القيمة الاسمية لأسهمها والقيمة الحقيقية لها، وغير ذلك من الأسباب<sup>(٢)</sup>.

وتتعدد الطرق التي يمكن للشركة استخدامها لتخفيض رأس مالها، ومن هذه الطرق عمليات شراء أسهم الخزينة Treasury-stocks، ويقصد بها إعادة شراء الشركة لأسهمها buybacks or share repurchases، وتلجأ الشركة إلى هذه العملية من أجل تخفيض رأس مالها، هذا ويقابل قيام الشركة المصدرة بشراء أسهمها تخفيضاً في حقوق الملكية، حيث يتم دفع المقابل إلى مساهم أو أكثر مقابل تنازله عن أسهمه، وبذلك يمكن النظر إلى شراء أسهم الخزينة على أنه تخفيض لحقوق المساهمين، وليس حصولاً على أصل جديد للشركة.

(١) د. إبراهيم إسماعيل إبراهيم الربيعي وآخر: مرجع سابق، ص ٦٣٣.

(٢) د. محمد فريد العريبي: مرجع سابق، ص ٣٩٧.

ولم يحدد المشرع المصري طريقة تنفيذ برنامج شراء الشركة لأسهمها، ومن ثم يمكن أن يتم تنفيذ ذلك بواسطة عرض شراء يقدم إلى مساهمي الشركة، أو من خلال الشراء من البورصة، أى من السوق المفتوح، بحسب الغرض من الشراء ونسبة الأسهم المطلوب شراؤها.

ووفقاً للمادة ١١١ من اللائحة التنفيذية لقانون الشركات رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١ الصادرة بقرار وزير شئون الاستثمار والتعاون الدولي رقم ٩٦ لسنة ١٩٨٢، فيجب على الشركة خلال شهر من تاريخ حصولها على الأسهم اللازمة لتنفيذ التخفيض أن تقوم بإلغاء ما حصلت عليه من أسهم، وذلك بالتأشير على شهادة السهم بسجلات الشركة بما يفيد الإلغاء، وإخطار بورصات الأوراق المالية بذلك.

ويصدر قرار تخفيض رأس مال الشركة من الجمعية العامة غير العادية، بناء على اقتراح مجلس الإدارة، ويتم تعديل النظام الأساسي للشركة بما يعادل هذا التخفيض. ووفقاً للمادة ١٠٧ من اللائحة التنفيذية لقانون الشركات رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١، فإنه وفي جميع الأحوال لا يجوز أن يؤدي قرار التخفيض إلى النزول برأس مال الشركة المصدر عن الحد الأدنى الذي اشترطه القانون، وهو مليون جنيه بالنسبة للشركات التي تطرح أسهمها للاكتتاب العام، ومائة وخمسون ألف جنيه بالنسبة للشركات المقفلة التي لا تطرح أسهمها للاكتتاب العام، وذلك وفقاً لنص المادة ١/٤١ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال.

ويترتب على عملية تخفيض رأس مال الشركة، انقاص نسب ما يملكه مساهمي الشركة من رأس مال الشركة وحقوق التصويت فيها، بما يعادل نسبة التخفيض. وبالتالي قد يترتب على عملية تخفيض رأس مال الشركة نتيجة عملية إعدام أسهم الخزينة، أن تُشكل نسبة ما يملكه أحد المساهمين في الشركة إحدى النسب المقررة بالمادة ٣٥٣ من اللائحة التنفيذية والواجب تقديم عرض شراء إجباري.

وقد رأى المشرع إعفاء هذه الحالة من الالتزام بتقديم عرض شراء إجباري، وذلك على اعتبار انتفاء نية هذا المساهم في السيطرة الفعلية على الشركة، حيث أن عملية الزيادة في نسبة حصته بالشركة لم تلعب فيها إرادته أي دور، وإنما تمت بناء على قرار من الجمعية العامة غير العادية

للشركة، ويفترض أنها على علم بما يترتب على قرار تخفيض رأس مال الشركة، من زيادة حصة هذا المساهم وبلوغها قدرًا قد يمكنه من السيطرة الفعلية على الشركة.

٤. حالات زيادة رأس مال الشركة المستهدفة: إذ تلجأ الشركات إلى زيادة رأس مالها من خلال طرح أوراق مالية للاكتتاب، سواء كان ذلك بغرض تقوية مركز الشركة المالي أو لمواجهة التوسع في نشاطها، أو لتغطية بعض الخسائر التي تتعرض لها.

وتعرف هذه الحالة بتصويت المساهمين المستقلين على زيادة رأس المال white-wash principle، وتتحقق تلك الحالة عندما تقوم شركة بزيادة رأس مالها من خلال إصدار أسهم جديدة، ومع تخصيص تلك الأسهم سوف تزيد ملكية مستثمر معين ليصبح مسيطراً على الشركة، وبالتالي تتوافر في حقه إحدى حالات الالتزام بتقديم عرض شراء إجباري المقررة بالمادة ٣٥٣ من اللائحة التنفيذية<sup>(١)</sup>.

ونظراً لأن الاكتتاب هنا قد تم بموافقة الجمعية العامة للشركة، مما يفترض قبولها لاحتمال زيادة حصة أحد المساهمين فيها لما هو أعلى من النسب المقررة بالمادة ٣٥٣ من اللائحة التنفيذية، وبالتالي موافقتها ضمناً على سيطرة هذا المساهم فعلياً على الشركة. وبالتالي فقيام هذا المساهم بالاكتتاب في أسهم الزيادة تلك، مما يؤدي إلى زيادة حصته في الشركة للنسب المقررة بالمادة ٣٥٣ من اللائحة التنفيذية، لا يوجب عليه تقديم عرض شراء إجباري لباقي حصة الأقلية، ذلك أن هذه الزيادة بالأساس لم تكن ناتجة عن أي دور إرادي لهذا المساهم، وإنما بقرار من الجمعية العامة للشركة<sup>(٢)</sup>.

لكن على العكس مما سبق، إذا كانت الزيادة في حصة المساهم إلى النسبة الموجبة لتقديم عرض شراء إجباري وفقاً للمادة ٣٥٣ من اللائحة التنفيذية، ناتجة عن قيامه بشراء حقوق الاكتتاب في زيادة رأس المال، فلا يخضع للاعفاء المقرر بالمادة ٣٥٦/ي من اللائحة التنفيذية؛

(١) اتحاد هيئات الأوراق المالية العربية: مرجع سابق، ص ١٩.

(٢) د. ياسر بن فضل السريحي: مرجع سابق، ص ٤٠٠.

لاستثناء العلة من هذا الإعفاء، حيث أن إرادة المساهم هنا هي التي لعبت دوراً في اكتساب النسبة الموجبة لتقديم عرض شراء إجباري.

#### ٦٨ - حالات الإعفاء الناتجة عن تغيير في ملكية الشركة أو في أصولها:

إذا كانت الفلسفة في تقرير الإعفاء من الالتزام بتقديم عرض شراء إجباري لحصة الأقلية في الحالات السابقة هو انتفاء نية المساهم في السيطرة الفعلية على الشركة المستهدفة. فإن الأمر في هذه الحالات مختلف؛ إذ أن هذه الحالات تتعلق بتغيير في ملكية رأس مال الشركة أو في أصولها، وقد يكون لإرادة المساهم دور في اكتساب ملكية الأسهم التي تشكل النسبة الموجبة للالتزام بتقديم عرض شراء إجباري، سواء بشكل مباشر أو غير مباشر.

وتتخصر حالات الإعفاء من تقديم عرض شراء إجباري الناتجة عن تغيير في ملكية الشركة أو في أصولها أو إعادة توزيع تلك الملكية أو الأصول في الحالات الآتية:

١. التنازل عن الأسهم فيما بين الأصول الفروع من الأشخاص الطبيعيين: تتعلق هذه الحالة بالتنازل عن الأسهم الذي يتم بين الأصول والفروع فقط، أي أن يكون التنازل من الأب لابنه والعكس.

ولكن يلاحظ على هذا النص أمرين: الأول أنه لم يحدد درجة الصعود أو الهبوط في العلاقة بين الأصول والفروع، ذلك أن الجدي يعد أصلاً للخفيد والعكس صحيح، وبالتالي فإن النص يتسع بشكل كبير على النحو السابق، لذلك كان من الأفضل لو أن النص حدد بشكل واضح درجة العلاقة بين الأصول والفروع، وذلك حتى لا يكون هناك مجال للتلاعب أو التحايل على أحكام القانون.

الأمر الثاني، أن النص لم يقرر ما إذا كان هذا التنازل بمقابل أم بدون مقابل، وبالتالي فأمام عموم النص لا يمكن إلا أن نقرر أن التنازل عن الأسهم الذي يتم بين الأصول والفروع يمثل مبرراً للإعفاء من تقديم عرض شراء إجباري، بصرف النظر عما إذا كان هذا التنازل قد تم بين الطرفين نظير مقابل أم لا.

٢. انتقال ملكية الأوراق المالية المرهونة لدى البنك وفاءً لمستحقاته تنفيذاً لأحكام قانون البنك المركزي والجهاز المصرفي وتعديلاته: فالفرض هنا قيام إحدى الشركات في شركة ما برهن بعض الأوراق المالية المملوكة لها لدى أحد البنوك، وذلك وفاءً لمستحقات البنك قبله. فإذا لم تقم تلك الشركة بسداد مستحقات البنك في الميعاد المحدد لذلك، جاز للبنك بيع تلك الأوراق المالية المرهونة، فإذا اشترى أحد المساهمين في الشركة تلك الأوراق من البنك، وأدى ذلك إلى تجاوز حصته النسب المقررة لتقديم عرض شراء إجباري وفقاً للمادة ٣٥٣ من اللائحة التنفيذية، فلا إلزام عليه بتقديم هذا العرض.

فالمشرع هنا اتجه إلى ترجيح مصلحة البنك، والمتمثلة في تسهيل عملية بيع الأموال المرهونة لديه، على مصلحة أقلية المساهمين في الشركة المستهدفة، وذلك لتمكين البنك من استرداد هذه الأموال بأسرع وقت ممكن (١).

٣. تنفيذ عمليات الاندماج وفقاً لأحكام القانون: يتم الاندماج عن طريق موافقة الجمعية العامة للشركة المندجة والشركة الداخلة على زوال الشخصية المعنوية للشركة الأولى، وانتقال ذمتها المالية إلى الشركة الثانية، مما يؤدي إلى زيادة رأس مال الشركة الداخلة.

وهذه الزيادة التي تحدث في رأس مال الشركة الداخلة، فقد يتم في بعض الأحيان طرحها على المساهمين في تلك الشركة، مما قد يؤدي إلى حدوث زيادة في حصة أحد المساهمين من رأس مال الشركة الداخلة أو من حقوق التصويت فيها، وهذه الزيادة قد تدخله في نطاق تطبيق المادة ٣٥٣ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال، مما يوقع على عاتقه التزاماً بوجوب التقدم بعرض شراء إجباري لحصة الأقلية في تلك الشركة.

ولكن المشرع أعفى المساهم، الذي تزيد حصته في ملكية رأس مال الشركة أو في حقوق التصويت فيها بناءً على عمليات الاندماج التي تتم وفقاً للقانون، من الالتزام بتقديم عرض شراء إجباري، وذلك على اعتبار أن الزيادة التي تحققت من جراء عمليات الاندماج، إنما تمت

(١) د. طارق محمود عبدالسلام السالوس: مرجع سابق، ص ٢٤٣، ٢٤٤.

بموافقة الجمعية العامة للشركة، وهذا يفترض رضا جميع المساهمين على سيطرة المساهم، الذي زادت حصته نتيجة عملية الاندماج، على الشركة المستهدفة (١).

٤. إعادة هيكلة رأس المال فيما بين الأشخاص المرتبطة أو مجموعة الأشخاص المرتبطة: ويقصد بالأشخاص المرتبطة هنا الشركات التي تملك كل واحد منها لدى الأخرى نسبة من رأس المال أو من حقوق التصويت (٢).

وتفترض هذه الحالة حدوث إعادة هيكلة لهذه الشركات من خلال تغيير السيطرة بينها فيما يتعلق برأس المال والإدارة، على أن تبقى السيطرة النهائية كما هي دون تغيير. كوجود مجموعة من الشركات المرتبطة والتي تسيطر عليها جميعا شركة واحدة (الشركة الأم)، فإذا تم إعادة هيكلة إحداها من خلال استحواذ إحدى شركات المجموعة عليها، فقد يترتب على ذلك زيادة نسبة الشركة الأخيرة بشكل يوجب عليها تقديم عرض شراء إجباري للأسهم الباقية من الشركة المستحوذ عليها، وفقاً لما تقرره المادة ٣٥٣ من اللائحة التنفيذية (٣).

ولقد جعل المشرع هذه الحالة من ضمن حالات الإعفاء من تقديم عرض شراء إجباري؛ لعدم توافر السبب الموجب لحماية مصالح الأقلية في هذه الحالة نتيجة السيطرة الفعلية للمستحوذ، وهو السبب الرئيسي من تقرير عروض الشراء الإجبارية، لأن هذه السيطرة الفعلية

(١) د. ياسر بن فضل السريحي: مرجع سابق، ص ٤٠٠، ٤٠١.

(٢) د. إبراهيم إسماعيل إبراهيم الربيعي وآخر: مرجع سابق، ص ٦٣٢، ٦٣٣.

(٣) المرجع السابق، ص ٦٣٣. ومن أمثلة تلك الحالات، قيام شركة هيرمس الفرنسية، التي تملكها عائلة هيرمس، بتأسيس شركة قابضة، ثم قامت بنقل مجموعة من أسهمها في شركة هيرمس إلى تلك الشركة القابضة، بحيث أصبح نصيب الشركة الأخيرة ٥٢% من رأس المال وحقوق التصويت في شركة هيرمس، الأمر الذي يوجب على الشركة القابضة تقديم عرض شراء إجباري لشراء الأسهم المتبقية في شركة هيرمس لتجاوزها نسبة ٣٠% من رأس مال الشركة الأخيرة، ولكن أطراف الشركة القابضة طلبوا من هيئة تنظيم الأسواق المالية الفرنسية (AMF) Autorité des Marchés Financiers، بتاريخ ٢٠١٠/١٠/٣ استثنائهم من تقديم عرض شراء إجباري، استناداً إلى أن مجموعة عائلية هي التي تسيطر على شركة هيرمس حتى مع وجود الشركة القابضة، وقد قامت الهيئة بقبول ذلك الطلب على أساس أن عملية تخصيص أسهم شركة هيرمس لصالح تكوين الشركة القابضة ليس من شأنه أن يفقد شركاء المجموعة العائلية سيطرتهم في شركة هيرمس، وأن هذا التخصيص ما هو إلا إعادة هيكلة الشركات المرتبطة فيما بين مجموعة شركة هيرمس العائلية والشركة القابضة. راجع في تفصيل ذلك: د. علي طلال هادي: الاعتبار الشخصي وأثره بالنسبة لتأسيس وتداول الأسهم والحصص في شركات الأموال، دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠١١، ص ٠٢.

متوافرة بالفعل قبل عملية إعادة الهيكلة تلك ولم تتغير، إذ أن تلك السيطرة متوافرة للشركة الأم، باعتبارها المسيطر الفعلي على مجموعة الشركات الخاضعة لها<sup>(١)</sup>.

فلكية المجموعة لم يطرأ عليها أي تغيير، فالتغييرات الحادثة في مجملها ما هي إلا إعادة ترتيب الملكية الأسهم والحصص داخل المجموعة، لأسباب قد يرجع بعضها إلى حدوث تغييرات في السوق، أو نتيجة لتعديل استراتيجية الشركة الأم تجاه شركاتها التابعة، وبالتالي فلا يوجد ضرر فعلي قد حاق بمصالح الأقلية في الشركة المستهدفة، ذلك أن مصالح الأقلية والأغلبية جميعاً تنصب في مصلحة الشركة الأم<sup>(٢)</sup>.

٥. الحصول على موافقة جميع المساهمين بالشركة على البيع: وتتحقق هذه الحالة في الغالب عندما يكون عدد المساهمين في الشركة، المالكين لرأس مالها أو لحقوق التصويت فيها، قليل بشكل يمكن معه أخذ موافقتهم جميعاً على بيع أسهمها، سواء كان هذا البيع لأحد المساهمين في الشركة، أو لشخص آخر من خارجها.

والسبب في إعفاء المشرع المستحوذ من الالتزام بتقديم عرض شراء إجباري، ينحصر في أن الموافقة الجماعية للمساهمين بالشركة على البيع تفترض، بشكل رئيسي، رضاهم عما يترتب على ذلك البيع من نتائج، وأهمها بالطبع إمكانية حدوث السيطرة الفعلية للمستحوذ على الشركة كنتيجة مباشرة لهذه العملية، وبالتالي فلا يتحقق هنا إضرار بمصالح الأقلية، وهذا لا يستدعي وجوب إلزام المستحوذ بتقديم عرض شراء إجباري لحصة الأقلية على الرغم من توافر إحدى الحالات المقررة بالمادة ٣٥٣ من اللائحة التنفيذية.

٦. انتقال ملكية كامل الأسهم المملوكة لاتحاد العاملين<sup>(٣)</sup> المساهمين في الشركات التابعة للشركات القابضة المملوكة للدولة لإعادة هيكلة هذه الشركات وضح استثمارات إضافية

(١) د. طارق محمود عبدالسلام السالوس: مرجع سابق، ص ٢٤٤.

(٢) د. ياسر بن فضل السريحي: مرجع سابق، ص ٤٠٢.

(٣) وفقاً لنص المادة ٧٤ من قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢، يكون للعاملين في أي شركة من شركات المساهمة أو شركات التوصية بالأسهم تأسيس اتحاد يسمى "اتحاد العاملين المساهمين"، يكون له الشخصية المعنوية، ويتملك، لصالح هؤلاء العاملين، بعض أسهم الشركة بموافقة جماعة المؤسسين فيها، أو جمعيتها العامة غير العادية حسب الأحوال. ووفقاً لهذا النص يكون

فيها: والعلة في إقرار هذه الحالة هي ذات العلة التي قررها المشرع لحالة إعادة هيكلة رأس المال فيما بين الأشخاص المرتبطة أو مجموعة الأشخاص المرتبطة؛ ذلك أن ملكية الأسهم لم يطرأ عليها أي تغيير، فالتغييرات الحادثة في مجملها ما هي إلا إعادة ترتيب لملكية الأسهم والحصص داخل المجموعة.

ولكن يلاحظ هنا أن المشرع قد قصر هذا الإعفاء على الشركات القابضة المملوكة للدولة فقط، وبالتالي فلا يسري هذا الإعفاء على عملية انتقال ملكية الأسهم المملوكة لاتحاد العاملين المساهمين في الشركات التابعة للشركات القابضة متى كانت هذه الشركات مملوكة لأحد أشخاص القانون الخاص.

كما يلاحظ أن حالة الإعفاء تلك مقصورة على كون الدافع إلى عملية انتقال ملكية أسهم اتحاد العاملين في الشركات التابعة إلى الشركة القابضة، هو إعادة هيكلة الشركات القابضة، وضح استثمارات إضافية فيها. أما إذا كان الدافع غير ذلك، فلا تتوفر حالة الإعفاء المقررة بالمادة ٣٥٦ ط من اللائحة التنفيذية.

كما لا يسري الإعفاء، أيضاً، إذا لم تكن عملية انتقال ملكية أسهم اتحاد العاملين في الشركات التابعة إلى الشركة القابضة، قد وقعت على جميع أسهم اتحاد العاملين في الشركات التابعة، فإذا كانت عملية الانتقال مقصورة على بعض أو جزء من هذه الأسهم، أياً كان قدرها، فلا تتوفر حالة الإعفاء المقررة بالمادة ٣٥٦ ط من اللائحة التنفيذية.

---

لهذا الاتحاد جميع المكاتب والسلطات التي يخولها حق ملكية هذه الأسهم، كما يكون له حق إدارتها والتصرف فيها، وكذلك التمتع بالحقوق التي تنتج عن هذه الملكية والمتمثلة في تمثيل تلك الأسهم في الجمعية العامة للشركة، وفي حق الترشيح لعضوية مجلس إدارتها، ويقتصر حق العاملين على الحصول على الأرباح التي تدرها تلك الأسهم فقط.



## المبحث الثالث

### أحكام عرض شراء إجباري وآثاره

٦٩ - الضوابط الحاكمة لإجراءات عرض الشراء الإجباري:

يجب التأكيد على أن أي تشريع منظم لعروض الشراء بقصد الاستحواذ، يجب أن يحكمه عدداً من الضوابط. بعض هذه الضوابط قد يكون أخلاقياً، أي يتجه إلى ضبط سلوك الأطراف المرتبطة بعرض الشراء، إذ يجب على أطراف عرض الشراء مراعاة الشرف في التعامل؛ كالحرص على ألا يكون الغرض من تلك العروض محاولة التلاعب في الأسعار، أو أن تؤدي إلى نشر معلومات خاطئه أو غير صحيحة عن مركز الشركة المالي<sup>(١)</sup>.

كما أن هناك ضوابط اقتصادية تجعل الدولة تتدخل لوضع أطر وحدود لهذه العرض، كأن تحرص على ألا تتعارض تلك العروض مع مصلحة الاقتصاد القومي، وألا تؤدي مثل تلك العروض إلى خلق وضع احتكاري في السوق. كما يجب أن تحرص الدولة، عند وضعها للأحكام المنظمة لتلك العروض، على ألا تكون تلك العروض ذات طابع مالي فقط، أي ألا تستند إلى مبررات اقتصادية؛ لأن العمليات ذات الطابع المالي الخالص تعتمد على المضاربات دون أن تتجه إلى تطوير أو تنمية الشركات أو المنشآت محل تلك العروض، مما يؤدي إلى تمزيق هذه الشركات والمنشآت على الرغم من قابليتها للاستمرار، وذلك دون وجود مبرر صناعي لحدوث هذا التقسيم، ودون أن تؤدي هذه العملية إلى زيادة في الانتاج العام<sup>(٢)</sup>.

والضوابط السابقة يحرص المشرع على أن يضمنها أي تشريع منظم لعروض الشراء بقصد الاستحواذ، بحيث تتجه الأحكام الواردة بهذا التشريع إلى التأكيد على وجوب الالتزام بالقواعد والأحكام المنظمة للسوق، ومراعاة المساواة وعدم التمييز بين أي طرف من أطراف عرض الشراء والأطراف الأخرى. فضلاً عن وجوب الالتزام بالشفافية الكاملة، وعدم التلاعب في

(١) د. طارق محمود عبدالسلام السالوس: مرجع سابق، ٢١٧.

(٢) المرجع السابق، ص ٢١٨، ٢١٩.

عروض الشراء أو استغلال المعلومات الداخلية، وتفادي وجود تضارب في المصالح بين أطراف عروض الشراء.

والملاحظ من التنظيم التشريعي المتعلق بعروض الشراء العامة بقصد الاستحواذ، والواردة بالباب الثاني عشر من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال، أن المشرع لم يفرق، في الأحكام المتعلقة بإجراءات عروض الشراء، بين عروض الشراء الاختيارية وعروض الشراء الإجبارية، إذ نرى المشرع قد وضع قواعد عامة تحكم هذه العروض، بحيث تنطبق على جميع أنواع عروض الشراء بقصد الاستحواذ، ثم وضع بعض القواعد المتعلقة بعروض الشراء الإجبارية التي تناسب مع طبيعتها الخاصة، وإن لم تخرج في مجملها عن تلك المتعلقة بالقواعد العامة الخاصة بإجراءات عروض الشراء العامة بقصد الاستحواذ.

لذلك، سوف نبين في هذا المبحث الإجراءات المتعلقة بعروض الشراء الإجبارية (المطلب الأول)، ثم نبين الآثار المترتبة على عروض الشراء الإجبارية بالنسبة إلى أطراف عرض الشراء الإجباري (المطلب الثاني).

## المطلب الأول

### الإجراءات المتعلقة بعرض الشراء الإجباري

الأحكام المتعلقة بعروض الشراء الإجبارية هي أحكام تنظيمية، سواء من حيث اتصالها بالنظام العام؛ فلا يجوز الاتفاق على مخالفتها، بل يقع على عاتق أطراف عرض الشراء الإجباري ضرورة الالتزام بها، أو حيث مراقبة تلك العمليات في جميع مراحلها، عن طريق جهة تنظيمية أولاها المشرع الحق في ممارسة الرقابة على تلك العروض والتدخل فيها في جميع مراحلها؛ للتأكد من التزام الأطراف بالمبادئ والأحكام التي تحكم تلك العروض، وبما يتفق مع الأهداف التي ابتغى المشرع تحقيقها من ذلك التنظيم.

وبشكل عام، تحكم الإجراءات المتعلقة بعرض الشراء الإجباري ذات الإجراءات التي تحكم عروض الشراء العامة، والتي قررها المشرع في الفصل الرابع من الباب الثاني عشر من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال، فنص المادة ٣٣٤ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال يجري على أنه "ما لم ينص على خلاف ذلك، تسري أحكام هذا الفصل على كافة أنواع عروض الشراء الوارد ذكرها في هذا الباب". لكن المشرع أضاف إليها بعض الأحكام الخاصة بعروض الشراء الإجبارية بما يتفق مع طبيعتها.

٧٠- الجهة التي تتولى الرقابة على عروض الشراء الإجبارية:

وفقاً للمادة ٢٢١ من دستور جمهورية مصر العربية الصادر عام ٢٠١٤<sup>(١)</sup>، تختص الهيئة العامة للرقابة المالية بالرقابة والإشراف على الأسواق والأدوات المالية غير المصرفية، بما في ذلك أسواق رأس المال وبورصات العقود الآجلة وأنشطة التأمين، والتمويل العقاري، والتأجير التمويلي، والتخصيم والتوريق، وذلك على النحو الذي ينظمه القانون.

(١) الجريدة الرسمية، العدد ٣ مكرر (أ) في ١٨ يناير ٢٠١٤.

ولقد أنشئت الهيئة العامة للرقابة المالية بموجب القانون رقم ١٠ لسنة ٢٠٠٩ بشأن تنظيم الرقابة على الأسواق والأدوات المالية غير المصرفية<sup>(١)</sup>، ووفقاً لنص المادة الثانية من هذا القانون تختص الهيئة بالرقابة والإشراف على الأسواق والأدوات المالية غير المصرفية، بما في ذلك أسواق رأس المال، وبورصات العقود الآجلة، وأنشطة التأمين، والتمويل العقاري، والتأجير التمويلي، والتخصيم، والتوريق.

ووفقاً لنص المادة الأولى من النظام الأساسي للهيئة العامة للرقابة المالية الصادر بقرار رئيس الجمهورية رقم ١٩٢ لسنة ٢٠٠٩<sup>(٢)</sup>، تتبع الهيئة العامة للرقابة المالية وزير الاستثمار، وتعتبر الهيئة شخصاً اعتبارياً عاماً، وتعتبر أموالها أموالاً عامة.

وبمقتضى المادة الثالثة من القانون رقم ١٠ لسنة ٢٠٠٩، فقد حلت الهيئة العامة للرقابة المالية محل كل من الهيئة المصرية للرقابة على التأمين، والهيئة العامة لسوق المال، والهيئة العامة لشئون التمويل العقاري، في تطبيق أحكام قانون الإشراف والرقابة على التأمين الصادر بالقانون رقم ١٠ لسنة ١٩٨١، وقانون سوق رأس المال الصادر بالقانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢، وقانون الإيداع والقيود المركزي للأوراق المالية الصادر بالقانون رقم ٩٣ لسنة ٢٠٠٠، وقانون التمويل العقاري الصادر بالقانون رقم ١٤٨ لسنة ٢٠٠١، كما أنها حلت محل تلك الهيئات فيما تختص به في أية قوانين وقرارات أخرى. كما تعتبر الهيئة العامة للرقابة المالية الجهة الإدارية المختصة في تطبيق أحكام قانون التأجير التمويلي الصادر بالقانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٥.

وتعمل الهيئة، وفقاً للمادة الرابعة من القانون رقم ١٠ لسنة ٢٠٠٩، على ضمان سلامة واستقرار الأسواق المالية غير المصرفية، كما تعمل على تنظيمها وتمييزها، وضمان التوازن بين حقوق المتعاملين فيها. وتملك الهيئة في سبيل ذلك القيام بالإشراف على توفير ونشر المعلومات المتعلقة بالأسواق المالية غير المصرفية، وضمان المنافسة والشفافية في تقديم الخدمات المالية غير المصرفية، من خلال الرقابة على أسواقها، وضمان حماية حقوق المتعاملين في تلك الأسواق، واتخاذ ما يلزم

(١) الجريدة الرسمية، العدد ٩ (مكرر)، في اول مارس ٢٠٠٩.

(٢) الجريدة الرسمية، العدد ٢٤ (مكرر)، في ١٤ يونية ٢٠٠٩.

من الإجراءات للحد من التلاعب والغش فيها، مع مراعاة ما قد ينطوي عليه التعامل من تحمل لمخاطر تجارية.

ووفقاً للمادة ٤٤ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال، يكون للهيئة مجلس إدارة يتولى شئونها وتصريف أمورها، ويكون له اتخاذ القرارات المتعلقة بمباشرة الهيئة لاختصاصها وتحقيق أغراضها.

وبناء على ما سبق، يمكن القول بأن الهيئة العامة للرقابة المالية تتولى، بشكل كامل ومنفرد، الرقابة والإشراف على كل ما يتعلق بتطبيق أحكام القانون ٩٥ لسنة ١٩٩٥، وبالتالي فهي الجهة التي تتولى الرقابة والإشراف على عروض الشراء الإجبارية، منذ بدايتها حتى لحظة الانتهاء منها، سواء بانتقال الأسهم محل تلك العروض من مالكيها إلى مقدم العرض، أو انتهاء مدة العرض دون استجابة مالكي الأسهم له.

والقرارات الصادرة من الهيئة في هذا الشأن، هي قرارات إدارية نهائية، يجوز التظلم منها أمام لجنة التظلمات المنصوص عليها بالمادتين ٥٠ و ٥١ من قانون سوق رأس المال، والمواد ٢٠٥ وما بعدها من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال، وذلك خلال ثلاثين يوماً من تاريخ الإخطار أو العلم به. ويجب على اللجنة أن تبت في التظلم خلال ستين يوماً من تاريخ عرضه عليها أو من تاريخ استيفاء الإيضاحات التي طلبتها اللجنة، ويكون القرار الصادر من اللجنة في هذا الشأن نهائياً ونافاً<sup>(١)</sup>، ويجوز طلب إلغاء هذه القرارات بدعوى أمام محكمة القضاء الإداري<sup>(٢)</sup>، وإن كان المشرع قد قرر في عجز المادة ٥١ من قانون سوق رأس المال، أن هذه الدعوى لا تكون مقبولة قبل التظلم من ذلك القرار أمام لجنة التظلمات.

(١) المادة ٢٠٨ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال.

(٢) وفي ذلك تقرر محكمة القضاء الإداري أن "القرارات الصادرة من الجهات الرقابية بشأن تنظيم عروض الشراء الإجبارية، سواء بقبول العرض أو برفضه، هي قرارات إدارية حقيقية، يترتب عليها آثار قانونية تمس بحق من ينتمون إلى المركز القانوني الذي تتعلق به هذه القرارات. وهي تقبل الطعن عليها بالإلغاء أمام القضاء الإداري، والذي يراقب مشروعيتها في جميع أركانها، وهي ركن الاستعجال وركن المحل وركن السبب وركن الشكل والإجراءات وركن الغاية، مثلها في ذلك مثل جميع القرارات الإدارية". راجع حكم محكمة القضاء الإداري، الدعوى رقم ١٢١٤٩ لسنة ٦٤ ق، سابق الإشارة إليه.

٧١- دور جهاز حماية المنافسة ومنع الممارسات الاحتكارية في عروض الشراء بقصد الاستحواذ:

إن الهدف الرئيسي من عمليات الاستحواذ هو تحقيق السيطرة على الشركة المستهدفة، وقد يتعدى غرض المستحوذ ذلك؛ إذ يصل الأمر إلى اتخاذ عمليات الاستحواذ أو السيطرة تلك وسيلة لخلق وضع احتكاري أو شبه احتكاري، خاصة إذا كان المستحوذ منافساً للشركة المستهدفة، أو لديه أشخاص مرتبطة به تمارس نفس نشاط الشركة المستهدفة. وفي هذه الحالة سيكون لعمليات الاستحواذ أثر بالغ السوء على المنافسة داخل السوق، بما قد تؤدي إليه من قيام وضع احتكاري يضر بالمستهلكين بشكل مباشر، كما يضر بصغار المنتجين أو المنافسين الذين لن يجدوا أمامهم من سبيل إلا الخروج من السوق أو اشهار إفلاسهم، وهذا سيؤدي بدوره إلى تقليص عدد المنشآت في القطاع المعني، وندرة الفرص أمام الشركات الجديدة التي تريد الدخول إلى هذا القطاع<sup>(١)</sup>.

لذلك، كان من الضروري أن يكون للجهاز المتعلق بحماية المنافسة ومنع الممارسات الاحتكارية دوراً في مراقبة عمليات الاستحواذ، خاصة تلك التي تتم عن طريق عروض الشراء؛ للتأكد من مطابقتها لقوانين المنافسة داخل الدولة، وعدم استخدامها كوسيلة لخلق وضع احتكاري أو وضع مسيطر على السوق.

ويختص جهاز حماية المنافسة ومنع الممارسات الاحتكارية، المنشأ بموجب المادة ١١ من القانون رقم ٣ لسنة ٢٠٠٥ الخاص بحماية المنافسة ومنع الممارسات الاحتكارية<sup>(٢)</sup>، بمراقبة السوق وأطرافه للتأكد من مدى التزامهم بالمبادئ والأحكام المقررة بقانون حماية المنافسة ومنع الممارسات الاحتكارية. كما يكون للجهاز، طبقاً للمادة ٢٠ من هذا القانون، اتخاذ التدابير اللازمة لوقف الممارسات المحظورة، وإلزام المخالف بتعديل أوضاعه، واتخاذ الإجراءات اللازمة لرفع الدعوى الجنائية في حق المخالف، أو التصالح معه وفقاً لأحكام هذا القانون.

(١) د. أحمد حسن وسمي بنيان: مرجع سابق، ص ٢١٥؛ د. طارق محمود عبدالسلام السالوس: مرجع سابق، ص ٢٨٠؛ خولة أحمد السليطي: مرجع سابق، ص ٥٥.

(٢) الجريدة الرسمية، العدد ٦ مكرر، في ١٥ فبراير ٢٠٠٥.

وطبقاً للمادة ٣٣٥ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال، يكون لجهاز حماية المنافسة ومنع الممارسات الاحتكارية دوراً، وإن كان محدوداً، في الرقابة على عرض الشراء بقصد الاستحواذ، إذ توجب تلك المادة على مقدم العرض، أثناء التقدم بالمستندات المرفقة ضمن مشروع العرض، أن يقدم تعهداً منه بإخطار الجهاز عن العملية محل عرض الشراء.

وإن كما نرى أنه كان الأفضل أن يكون لجهاز حماية المنافسة ومنع الممارسات الاحتكارية دوراً أكبر في الرقابة على عروض الشراء بقصد الاستحواذ، قبل قبول العرض أو البدء في إجراءاته، ولا يكفي مجرد إخطار الجهاز بوجود عرض للشراء بقصد الاستحواذ، بل يجب أن يكون للجهاز دوراً في التأكد من عدم استخدام هذه العروض كوسيلة لخلق وضع مهيمن أو مسيطر في السوق، أو إنشاء وضع احتكاري أو شبه احتكاري فيه.

فلا يكفي أن ينحصر دور الجهاز في مجرد إخطاره بوجود عرض شراء من قبل المستحوذ، أو تقديم تعهد من مقدم العرض بإخطار الجهاز فقط، بل يجب أن يحصل المستحوذ، قبل إتمام إجراءات الاستحواذ وإتمام عرض الشراء، على موافقة الجهاز. ويكون للجهاز الحق في فحص العرض وتقدير أسبابه وظروفه، ويكون له سلطة إبطال إجراءات أي عرض قد يؤدي إلى مخالفة للأحكام الخاصة بالمنافسة الحرة الواردة بالقانون ٣ لسنة ٢٠٠٥، أو أن يؤدي العرض إلى خلق وضع احتكاري مهيمن على السوق. كما يكون للهيئة أن تأمر مقدم العرض، بناء على ما يقرره الجهاز نتيجة فحص عرض الشراء المعني، بتعديل شروط وأحكام عرضه بما يتوافق مع أحكام القوانين المتعلقة بحرية المنافسة ومنع الممارسات الاحتكارية.

٧٢- المبادئ التي تحكم عرض الشراء الإلزامي:

وفقاً للضوابط الأخلاقية والاقتصادية التي يجب أن تتم وفقاً لها عمليات عروض الشراء بقصد الاستحواذ، فإن المشرع قد وضع عدداً من المبادئ التي يجب أن تحكم أي عرض شراء يتم بقصد الاستحواذ، حيث يجب على أطراف عرض الشراء جميعهم الالتزام بهذه المبادئ، ويكون واجباً على الهيئة العامة للرقابة المالية، باعتبارها الجهة التي تشرف وتراقب على صحة

وشرعية عروض الشراء، مراقبة التزام الأطراف بهذه المبادئ، وأن تعمل على تحقيقها والتأكد من تطبيقها على أرض الواقع.

وعلى ذلك فقد نصت المادة ٣٢٧ من اللائحة التنفيذية على عددٍ من المبادئ التي تحكم أي عرض شراء يتم وفقاً لأحكام الباب الثاني عشر من هذه اللائحة التنفيذية، وهذه المبادئ هي:

١. ارساء مبدأ الشفافية الكاملة.
٢. حصول مالكي الأوراق المالية محل العرض والأشخاص المعنية بالعرض على المعلومات الكافية، والفرصة المناسبة، والتوقيت الملائم لتقييم العرض، واتخاذ القرار الاستثماري بناء على ذلك.
٣. مراعاة المساواة وتكافؤ الفرص فيما بين مالكي الأوراق المالية محل العرض وبين الأشخاص المعنية بالعرض.
٤. حظر التلاعب في أسعار أسهم الشركة المستهدفة بالعرض، وتلافي اضطراب السوق وتعارض المصالح واستغلال المعلومات الداخلية.
٥. مراعاة مصالح الشركة المستهدفة بالعرض، وعدم المساس بأعمالها ومباشرة أنشطتها.
٦. مراعاة حماية حقوق مساهمي الأقلية بالشركة المستهدفة بالعرض، وعدم الإضرار بمصالحهم.

كما وضعت المادة ٣٢٨ من اللائحة التنفيذية عدداً من الالتزامات التي يجب على جميع أطراف عروض الشراء التي تتم وفقاً لهذا الباب الالتزام بها. كما فصلت عدداً من الالتزامات التي تحكم عروض الشراء الإجبارية، بشكل خاص، والتي تتفق مع طبيعة تلك العروض والهدف منها. ويمكن إجمال هذه الالتزامات في الآتي:

١. إذا قرر مقدم عرض الشراء الإجباري عدم استمرار قيد الأوراق المالية للشركة المستهدفة بعد إتمام العرض في البورصة، فيجب أن يستهدف عرض الشراء الإجباري جميع الأسهم والسندات القابلة للتحويل إلى أسهم.

٢. إذا قرر مقدم عرض الشراء الإجباري استمرار قيد الأوراق المالية للشركة المستهدفة بعد إتمام العرض في البورصة، فيجب أن يستهدف عرض الشراء الإجباري جميع الأسهم والسندات القابلة للتحويل إلى أسهم، بعد استبعاد الحد الأدنى للسهم حرة التداول وفقاً لقواعد قيد الأوراق المالية بالبورصة.

٣. في حالة تجاوز نسبة المعروض من الأسهم للبيع، بناء على عرض الشراء، نسبة الأسهم المحددة بالعرض، يتم شراء الأسهم من جميع مالكيها الذين استجابوا للعرض بنسبة ما عرضه كل منهم إلى مجموع الأسهم المطلوب شراؤها، مع جبر الكسور لصالح صغار المساهمين.

٤. في حالة عرض الشراء الإجباري، الذي يتعهد فيه مقدم العرض عدم استمرار قيد الأوراق المالية للشركة بالبورصة بعد تمام العرض، الذي يكون فيه مقابل الشراء هو المبادلة بأسهم شركة أخرى، أو يكون عرضاً مختلطاً (نقدياً ومبادلةً)، فيجب النص في مشروع العرض على حق مالكي الأوراق المالية في الخيار بين مبادلة الأسهم أو الحصول على الثمن نقداً، فلا يجوز إجبار مالكي الأوراق المالية على قبول المبادلة بالأسهم فقط.

٥. إذا تعهد مقدم العرض باستمرار قيد الأوراق المالية للشركة بالبورصة بعد تمام العرض، فيجوز أن يكون مقابل الشراء عن طريق المبادلة بالأسهم فقط دون الخيار النقدي.

٦. الأصل أنه لا يجوز تعليق عرض الشراء الإجباري على أي شرط، لكن استثناء يجوز تقييد العرض بشرطين:

أ- في حالة عرض الشراء الذي يكون مقابل الشراء فيه عن طريق المبادلة بأسهم سيتم إصدارها عن طريق زيادة رأس المال، يجب أن يتضمن العرض شرطاً بتعليقه على موافقة الشركة المعنية على إصدار تلك الأسهم، وأن يكون هذا الشرط واضحاً في الإعلان عن مشروع عرض الشراء.

ب- وفقاً للفقرة الثانية من المادة ٣٥٤ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال، يجوز للهيئة العامة للرقابة المالية الموافقة على تضمين مقدم عرض الشراء الإجباري شرطاً بوقف تمام العرض على تملك نسبة ٧٥% من رأس المال أو

حقوق التصويت في حالات الاستحواذ بقصد الاندماج، أو على نسبة ٥١% من رأس المال أو حقوق التصويت متى كان القصد من العملية السيطرة على الشركة.

#### ٧٣ - التزام مقدم عرض الشراء الإجباري بوحدة شروط العرض لجميع أسهم الشركة:

تُلقي المادة ٣٢٨ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال على عاتق مقدم عرض الشراء الإجباري التزاماً في حالة عرض الشراء المقدم لأسهم شركة ما يتم تداولها في عدد من البورصات الأخرى، بأن يقوم بشراء تلك الأسهم بذات الشروط والإجراءات الواردة بمشروع عرض الشراء، مع مراعاة مبدأ المساواة في الحقوق للمساهمين، وأن يُفصح عن مصالحه ومصالح أطرافه المرتبطة بالصفقة للمساهمين قبل إتمامها، مع مراعاة المساواة بين مالكي الأوراق المالية محل العرض.

ويتضح من هذا النص أنه يجب على مقدم العرض أن يشتري الأسهم الخاصة بالشركة المستهدفة والتي يتم تداولها في البورصات الأخرى، مع الالتزام بشرائها وفقاً لذات الشروط والإجراءات الواردة بمشروع عرض الشراء المقدم منه للأسهم في بورصة مصر، ويأتي هذا الالتزام تويجاً لمبدأ المساواة بين مساهمي الشركة، وضماناً لتحقيق الحماية لأقلية المساهمين.

وهذا الأمر بدا واضحاً في واقعة استحواذ شركة "أديبتيو إيه دي إنفيستمننتس إس بي سي الإماراتية" على "الشركة المصرية للمشروعات السياحية-أمريكانا مصر". ففي شهر إبريل من عام ٢٠١٨، وافقت هيئة الرقابة المالية على استثناء شركة "أديبتيو" من تقديم عرض شراء إجباري للاستحواذ على نحو ٣٨,٦ مليون سهم تمثل ٩,٦٥% من رأسمال "أمريكانا مصر"، استكمالاً لصفقة استحواذ "أديبتيو" على "أمريكانا" الأم بالكويت، وذلك في صفقة تجاوزت قيمتها ٣,٤ مليار دولار، وتمتلك الأخيرة شركة أمريكانا المقيدة في البورصة المصرية. وقد اعترض بعض مساهمي الأقلية في شركة "أمريكانا مصر" على هذا الاستثناء وتظلموا من قرار الهيئة. وبالفعل ألزمت لجنة التظلمات شركة "أديبتيو" بتقديم عرض شراء إجباري، ليطالب بعدها مساهمي الأقلية بالشركة بدراسة قيمة عادلة لتحديد سعر السهم خلال أجل لا يتجاوز شهراً من تاريخ

صدور القرار، وهو ما طعنت عليه "أديبتو" لدى لجنة التظلمات، لكن الأخيرة رفضت الطعن وألزمت الشركة بالسير في إجراءات الشراء الإجبارى.

إلا أن حدة الخلاف تصاعدت مع مطالبة مساهمى "أمريكانا مصر" بإلزام شركة "أديبتو" بشراء أسهم الشركة بنفس سعر التنفيذ فى بورصة الكويت، ووفقاً لمساهمة "أمريكانا" الأم فى الصفقة الإجمالية، على اعتبار أن الصفقة تمت فى الكويت بسعر ٢,٦٥ دينار على ٣٩١ مليون سهم، بقيمة إجمالية تعادل ٣,٤ مليار دولار، وذلك خلال الأعوام من ٢٠١٣ إلى ٢٠١٥، وقد بلغت نسبة مساهمة "الشركة المصرية للمشروعات السياحية- أمريكانا مصر" نحو ١٧% من قيمة الشركة، بما يعادل ٥٧٩,١١٧ مليون دولار، وأن متوسط قيمة السهم ما بين ٢٤ جنيه و٢٥,٥٠٠ جنيه، فى حين يتداول أنه كان يتداول فى هذا الوقت بالبورصة المصرية بسعر يقترب من ١٣ جنيه<sup>(١)</sup>.

(١) وقد قامت شركة "أديبتو" بتعيين مستشار مالي مستقل وهى شركة "فينكوب للاستشارات المالية"، وبناء على تقرير المستشار المالي أودعت الشركة عرض شراء لحصة الأقلية بشركة "أمريكانا مصر" بقيمة ٣,٩٠ جنيه للسهم، بحسب نتائج دراسة القيمة العادلة، فى حين أن سعر السهم المتداول بالبورصة فى ذلك الوقت كان ١٥ جنيه للسهم. لذلك، أصدرت هيئة الرقابة المالية بياناً أكدت فيه رفض الدراسة المقدمة من شركة "فينكوب للاستشارات المالية"، لتقييم أسهم "الشركة المصرية للمشروعات السياحية"، بسبب عدم مراعاتها معايير التقييم المالي، وإغفالها لأسس تتعلق بالموضوعية ومعقولة الافتراضات وسلامة مناهج وأساليب التقييم المالي، الأمر الذى حاد بالدراسة عن معايير التقييم المالي للمنشآت والصادرة بقرار مجلس إدارة الهيئة رقم ١ لسنة ٢٠١٧ مما يترتب عليه عدم الاعتداد بدراسة القيمة العادلة. لذلك، ألزمت الهيئة العامة للرقابة المالية "الشركة المصرية للمشروعات السياحية-أمريكانا مصر"، بتعيين مستشار مالي مستقل من المستشارين الماليين المقيدى لدى الهيئة، والتقدم بدراسة قيمة عادلة جديدة للسهم خلال أجل لا يتجاوز شهر، وذلك وفقاً لحكم المادة ٣٣٧ من اللائحة التنفيذية لقانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢، والمعدلة بقرار رئيس مجلس الوزراء رقم ٢٤٧٩ لسنة ٢٠١٨. راجع فى تفصيل تلك الصفقة:

هانى الحوتى: تعثر صفقة شراء محمد العبار لـ"أمريكانا مصر" .. الرقابة المالية ترفض دراسة القيمة العادلة لسهم الشركة لعدم مراعاته معايير التقييم .. والمستشار المالي يرد: لم نخالف معايير الهيئة ونأخذ بكافة الاحتياطات، ١٩ نوفمبر ٢٠١٩، منشور على الموقع الإلكتروني لجريدة اليوم السابع: [www.youm7.com](http://www.youm7.com)؛ محمد السيد طبق: نشر والمستندات فضيحة صفقة أمريكانا وارتباك فى السوق المصرى، ٥ يناير ٢٠٢٠، منشور على موقع: [www.ahram-canada.com](http://www.ahram-canada.com)؛ نيفين سمير: خبير مالي يعرض تفاصيل جديدة بصفقة الاستحواذ على أسهم أمريكانا، ٢٤ نوفمبر ٢٠١٩، منشور على موقع جريدة الفجر الإلكتروني: [www.elfagr.com](http://www.elfagr.com)؛ مصطفى طلعت: أقلية «أمريكانا مصر» يرفضون عرض «أديبتو» لشراء الأسهم حرة التداول، ١٧ نوفمبر ٢٠١٩، منشور على موقع جريدة أخبار المال الإلكتروني: <https://almalnews.com>

## ٧٤- الممارسات المحظورة على مقدم عرض الشراء الإجباري:

فضلاً عن الالتزامات السابقة، توجد بعض الممارسات التي يحظر على مقدم العرض ارتكابها خلال فترة العرض. فوفقاً للمادة ٣٤٩ / ١ ، ٢ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال "لا يجوز لمقدم العرض والأشخاص المرتبطة شراء الأوراق المالية محل العرض إلا من خلال استجابة مالكيها لهذا العرض خلال فترة سريانه. كما يحظر عليهم القيام بأية عمليات تداول على الأوراق المالية محل عرض الشراء أو أسهم المبادلة حتى تاريخ تنفيذ العمليات الخاصة بعرض الشراء".

كما أن المادة ٣٥٠ من ذات اللائحة تنص على أنه "لا يجوز لمقدم العرض والأشخاص المرتبطة اعتباراً من تاريخ انتهاء مدة العرض وحتى تنفيذ عمليات عرض الشراء، شراء الأوراق المالية المستهدفة بسعر أعلى من سعر عرض الشراء".

كما تقرر المادة ٣٥٢ من ذات اللائحة أنه "يحظر على الأشخاص المعنية إجراء أية عمليات تداول على الأوراق المالية محل عرض الشراء من تاريخ بدء المفاوضات أو إيداع عرض الشراء وخلال فترة سريانه، كما تسري عليهم أحكام المادة ٣٥٠ من هذا الباب".

ووفقاً للمادة ٣٢٦ من هذه اللائحة فإنه يقصد بالأشخاص المعنية بالعرض "مقدم العرض والشركة المستهدفة بالعرض والمستشارون المستقلون والمرتبون والأشخاص المرتبطة، سواء بطريقة مباشرة أو غير مباشرة، ومديروهم وأعضاء مجالس إدارتهم، بحسب الأحوال، والسماسة المنفذون".

ومقتضى ما سبق، أنه يحظر على مقدم العرض أو أشخاصه المرتبطة القيام بعملية تجميع أسهم الشركة المستهدفة بشرائها من البورصة خلال فترة العرض؛ إذ يؤدي ذلك الأمر يؤدي إلى الإخلال بمبدأ المساواة بين المساهمين. بل لا يجوز لهم القيام بذلك قبل تقديم العرض، متى كانوا قد توافرت في حقهم إحدى حالات الالتزام بتقديم عرض شراء إجباري، وقبل صدور قرار الهيئة بإلزامهم بتقديم هذا العرض؛ لأن ذلك قد يؤدي إلى انخفاض في سعر عرض الشراء الذي سيقدّمونه مستقبلاً إلى المساهمين، خاصة إذا لم يكن قد سبق لهم الاستحواذ، خلال الإثني عشر

شهرًا السابقة على العرض المعني، على أسهم هذه الشركة من قبل عن طريق عرض شراء عام؛ باعتبار أن تقدير سعر الشراء، حينئذٍ، سيكون وفقًا لأسعار إقفال أسهم الشركة وسعر تداولها الحالي.

#### ٧٥- إخطار الهيئة المستحوذ بموجب تقديم عرض الشراء الإجباري:

تخطر الهيئة المستحوذ، الذي توافرت فيه إحدى حالات الالتزام بتقديم عرض شراء إجباري الواردة بالمادتين ٣٥٣ و ٣٥٧ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال، بموجب الالتزام بتقديم عرض شراء إجباري لجميع أسهم الأقلية في الشركة المستهدفة، وتحدد له أجلًا لإيداع مشروع عرض الشراء الإجباري ومذكرة المعلومات.

ويجوز للمستحوذ التظلم من هذا القرار أمام لجنة التظلمات المنصوص عليها بالمادتين ٥٠ و ٥١ من قانون سوق رأس المال، والمواد ٢٠٥ وما بعدها من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال، وذلك خلال ثلاثين يومًا من تاريخ الإخطار أو العلم به. ويجب على اللجنة أن تبت في التظلم خلال ستين يومًا من تاريخ عرضه عليها أو من تاريخ استيفاء الإيضاحات التي طلبتها اللجنة، ويكون القرار الصادر من اللجنة في هذا الشأن نهائيًا ونافذًا. ولا يجوز اللجوء إلى محكمة القضاء الإداري بطلب إلغاء القرارات الصادرة من الهيئة، قبل التظلم من ذلك القرار أمام لجنة التظلمات، وذلك وفقًا للمقرر بعجز المادة ٥١ من قانون سوق رأس المال، والتي تنص على أن هذه الدعوى لا تكون مقبولة قبل اللجوء إلى لجنة التظلمات.

#### ٧٦- إيداع مشروع عرض الشراء الإجباري ومذكرة المعلومات:

لا حاجة هنا لمقدم العرض إلى تقديم الطلب المنوه عنه بالمادة ٣٣٥ من اللائحة التنفيذية إلى الهيئة العامة للرقابة المالية وفق مشروع عرض الشراء ومذكرة المعلومات prospectus، لأن عرض الشراء الإجباري بالأساس مقدم استجابة لاختار الهيئة المستحوذ بموجب تقديم عرض شراء إجباري. وبالتالي، فإن هذا الطلب لا يكون إلا في حالات عرض الشراء الاختياري دون حالات عرض الشراء الإجباري؛ لانتفاء الحاجة إليه أو العلة من اشتراطه.

ويتم إيداع مشروع العرض ومذكرة المعلومات من قبل مقدم العرض أو من ينوب عنه خلال الأجل المحدد من الهيئة لتقديم عرض الشراء الإجباري، وفقاً للنموذج الإرشادي المعد لذلك من الهيئة. ووفقاً لنص المادة ٣٣٥ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال، يجب أن يتضمن مشروع مذكرة المعلومات كافة البيانات التي تمكن مالكي الأوراق المالية محل العرض من تكوين الرأي واتخاذ القرار المناسب بشأن العرض، ويجب أن يحتوي مشروع مذكرة المعلومات على حدٍ أدنى من البيانات<sup>(١)</sup>، يمكن حصر ما ينطبق منها على عروض الشراء الإجبارية في:

١. تعريف بمقدم العرض وأطرافه المرتبطة والأشخاص المعنية وأعضاء مجلس الإدارة، وبيان بالمديرين، وأهم الاستثمارات في مجال نشاط الشركة المستهدفة بالعرض، إن وجد.
٢. مدة عرض الشراء، وأحكامه الرئيسية.
٣. التوجهات العامة لمقدم العرض، خلال الإثني عشر شهراً التالية لإتمام نجاح عرض الشراء، بخصوص نشاط الشركة، والرغبة في قيد أو استمرار قيد الأوراق المالية بالبورصة من عدمه.
٤. سعر الشراء أو معامل المبادلة، والأحكام الرئيسية لعرض الشراء، ويجب في حالة عرض الشراء بطريق المبادلة أو من خلال عرض مختلط أن يضمن بيان وافٍ بأسس تقدير سعر الشراء، وتقييم سعر السهم، وفي حالة المبادلة بإصدار أسهم جديدة عن طريق زيادة رأس المال أن يتم الإفصاح عن المدة الزمنية اللازمة لإصدار تلك الأسهم.
٥. عدد الأوراق المالية التي يمتلكها مقدم العرض، بصفة مباشرة أو غير مباشرة، في رأس مال الشركة المستهدفة بالعرض.
٦. بيان ما إذا كان ضمان أو سداد تمويل عمليات الشراء يعتمد بأي صورة من الصور على الموارد المالية للشركة المستهدفة بعرض الشراء، وآثار هيكل التمويل على أصول الشركة المذكورة.

(١) لتوضيح البيانات الواردة بمشروع عرض الشراء الإجباري ومذكرة المعلومات، يرجى مراجعة الملاحق المرفقة بهذا الكتاب، حيث يتعلق الملحق الأول بعرض شراء إجباري مختلط، بينما يتعلق الملحق الثاني بعرض شراء إجباري نقدي.

٧. في غير حالة العرض النقدي، يجب تقديم ملخص عن القوائم المالية لمقدم العرض لأخر ثلاث سنوات أو من تاريخ التأسيس أيهما أقل.

٨. عدد ومواصفات الأوراق المالية التي يمتلكها مقدم العرض منفرداً أو مجتمعاً مع الأشخاص المرتبطة به في الشركة المستهدفة بالعرض وتواريخ التملك.

ويلتزم مقدم العرض بضمان صحة البيانات الواردة بمشروع العرض ومذكرة المعلومات. وأساس التزام مقدم العرض نابع من الالتزام الواقع عليه بضرورة الإفصاح عن المعلومات الجوهرية المتعلقة بالعرض، ويكون عليه واجب الصدق في هذه البيانات، وأن يلتزم بدقة وصحة المعلومات والوقائع الواردة بها، كما يلتزم بعدم إغفال أي حقائق جوهرية تتعلق بالعرض، أو أن يتجاهل ذكرها<sup>(١)</sup>.

فإذا تم إيداع مشروع العرض ومذكرة المعلومات من قبل المستشارين المرتبطين بمقدم العرض، فيجب عليهم التحقق من صحة البيانات الواردة بهما، بما في ذلك البيانات المتعلقة بسعر عرض الشراء أو معادل المبادلة بحسب الأحوال. وتقوم مسؤولية هؤلاء المستشارين في هذه الحالة، عن الإخلال بالواجب الملقى على عاتقهم ببذل عناية الشخص الحريص في أداء واجباتهم<sup>(٢)</sup>. فوفقاً للفقرة الثانية من المادة ٣٢٨ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال، "يجب على المستشارين المرتبطين بالالتزام ببذل عناية الرجل الحريص في إحاطة عملائهم بسرية المعلومات المتعلقة بعرض الشراء المحتمل وضرورة المحافظة على سرية المعلومات والنص على ذلك في أي اتفاقيات أو عقود تبرم بينهم".

٧٧ - المستندات الواجب إرفاقها بمشروع عرض الشراء الإجمالي ومذكرة المعلومات:

ويجب أن يرفق مقدم عرض الشراء الإجمالي بمشروع عرضه ومذكرة المعلومات بعض المستندات، وفقاً لنص المادة ٣٣٥ من اللائحة التنفيذية، وهي:

(١) د. علاء سليمان: مرجع سابق، ص ٥٠٦.

(٢) المرجع السابق.

١. كتاب صادر من أحد البنوك المعتمدة الخاضعة لرقابة البنك المركزي المصري، يفيد توافر الموارد المالية اللازمة لتمويل عرض الشراء، وفقاً للنموذج الإرشادي الصادر من الهيئة.

٢. إذا كان عرض الشراء يتضمن مبادلة الأسهم، سواء أكان العرض نفسه بطريق المبادلة فقط أو عرضاً مختلطاً، فيجب أن يتضمن العرض تعهداً من أمين الحفظ بحيازته لأسهم المبادلة لمقدم العرض، وتجميدها طوال مدة العرض، ويسري التجميد على أسهم الشركة المستهدفة بالعرض بعد انتهاء سريان العرض لحين إتمام إجراءات المبادلة. وفي حالة كون المبادلة قائمة على أسهم زيادة رأس المال لمقدم العرض، فيتعهد أمين الحفظ كذلك بتجميدها لحين إتمام إجراءات المبادلة.

والمستندين السابقين واجبين باعتبارهما يؤكدان على أن مقدم العرض قد ضمن ensuring وجود المقابل النقدي cash consideration لعرض الشراء، إذا كان سعر مقابل الشراء نقدياً، وذلك من واقع خطاب البنك الذي يضمن توفير الموارد اللازمة لتمويل العرض. أو أن مقدم العرض قد اتخذ الإجراءات اللازمة reasonable measures لضمان تنفيذ implementation العرض متى كان هذا المقابل غير نقدي (مبادلة الأسهم)، وذلك بوجود تعهد من أمين الحفظ بتجميد أسهم المبادلة طوال فترة العرض، ولحين إتمام إجراءات المبادلة<sup>(١)</sup>.

٣. تعهد صادر من مقدم العرض بإخطار جهاز حماية المنافسة ومنع الممارسات الاحتكارية بالعملية محل العرض.

٤. إذا كان عرض الشراء بطريق المبادلة أو عرضاً مختلطاً، فيجب أن يتضمن دراسة بالقيمة العادلة لأسهم الشركة المعنية، صادرة من مستشار مالي مستقل، ويجب أن تشمل الدراسة على بيان وافٍ لأسهم المبادلة.

٥. أن يتضمن العرض الموافقات الواجب الحصول عليها من الجهات المختصة، والتي تستلزمها القوانين الأخرى. مثال ذلك ما قرره قانون البنك المركزي والجهاز المصرفي والنقد رقم ٨٨ لسنة ٢٠٠٣، حيث أوجبت المادة ٥٠ منه على كل من يملك ما يزيد على ٥% من رأس المال المصدر لأي بنك، وبما لا يجاوز ١٠% منه أن يخطر البنك المركزي بذلك. ثم

(١) A guide to takeovers in the United Kingdom: op.cit, p.19.

أوردت المادة ٥١ من ذات القانون حظراً على أي شخص بأن يمتلك ما يجاوز ١٠% من رأس المال المصدر لأي بنك، أو أي نسبة أخرى تؤدي إلى السيطرة الفعلية عليه، إلا بعد الحصول على موافقة مجلس إدارة البنك المركزي، وذلك طبقاً للضوابط التي تحددها اللائحة التنفيذية لهذا القانون، ويقع باطلاً كل تصرف يخالف ذلك. ثم نظمت المادة ٥٢ من ذات القانون حالة تملك شخص بالميراث أو الوصية أكثر من ١٠% من رأس مال البنك المصدر لأي بنك أو ما يؤدي إلى سيطرته الفعلية على البنك. ثم نظمت المواد ٥٣، ٥٤، ٥٥ من ذات القانون الأحكام المتعلقة بالطلب المقدم لمجلس الوزراء بشأن الموافقة على تجاوز تلك النسب.

٦. سعر إقفال أسهم الشركة المستهدفة خلال الستة أشهر السابقة على تاريخ إيداع مشروع عرض الشراء، وكذلك أسعار عروض الشراء على ذات الورقة المالية السابق تقديمها خلال الإثني عشر شهراً السابقة على تاريخ تقديم عرض الشراء الإجمالي المعني.

٧. المستندات الدالة على هوية مقدم العرض، وفقاً للمقرر بأحكام الباب الثالث عشر من اللائحة<sup>(١)</sup>.

---

(١) أضيف الباب الثالث عشر إلى اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال بقرار وزير الاستثمار والتعاون الدولي رقم ٣٣ لسنة ٢٠١٧ (الوقائع المصرية، العدد ٧٣ في ٢٨ مارس ٢٠١٧)، وذلك بإضافة المادة ٣٥٩ إلى اللائحة التنفيذية، والتي نصت على إضافة الملحق رقم ٧ إلى هذه اللائحة، والمبين به البيانات الواجب الإفصاح عنها للهيئة. وقد قسمتها إلى متطلبات إفصاح عامة تتعلق بالبيانات الآتية:

١. الشكل القانوني والقانون المؤسس للشخص.

٢. الدولة المؤسس بها والجنسية.

٣. النشاط الذي يمارسه الشخص.

٤. أعضاء مجلس الإدارة إن وجدوا.

٥. من له حق التوقيع عن الشخص الاعتباري.

٦. هيكل الملكية في حالة الشركات أو صناديق الاستثمار

فضلاً عن ذلك، فإن هذا الملحق يتطلب بيانات إفصاح إضافية في حالة عروض الشراء العامة، سواء العروض الإلزامية أو الاختيارية، ففي حالة كون الشخص الاعتباري يتخذ الشكل القانوني لشركة ما، وتضمن هيكل ملكية أي مساهم بنسبة ٢٥% أو أكثر (بمفرده أو مع أطراف مرتبطة) ويتخذ الشكل القانوني لشركة ما، أن يتم الإفصاح الإضافي عن هيكل الملكية لكل كيان

٨. أية مستندات أخرى ترى الهيئة ضرورة تقديمها، تحقيقاً للأهداف والمبادئ المقررة بالمادتين ٣٢٧ و ٣٢٨ من اللائحة.

وتقوم الهيئة بمراجعة مشروع عرض الشراء الإجمالي ومذكرة المعلومات، وكذلك مراجعة المستندات المرفقة بهما، للتأكد من استيفاء الشروط المقررة باللائحة التنفيذية، إذ يقتصر دور الهيئة على التحقق من مدى توافر الشروط المقررة قانوناً لصحة العرض، دون أن نتدخل في حق المساهمين المطلق في قبول العرض أو رفضه<sup>(١)</sup>.

ويكون للهيئة عدم قبول مشروع العرض متى كان غير مستوفٍ للشروط المتطلبه قانوناً لصحة العرض، أو خلوه من المستندات اللازم تضمينها وفقاً للقانون، أو لتخلف أحد البيانات الجوهرية المقررة بنص المادة ٣٣٥ من تلك اللائحة<sup>(٢)</sup>. ويعد قرار الهيئة بالرفض قراراً إدارياً، يجوز التظلم منه أمام لجنة التظلمات المشكلة طبقاً لقانون سوق رأس المال، كما يجوز الطعن عليه أمام محكمة القضاء الإداري بمجلس الدولة، بشرط التظلم منه مسبقاً أمام لجنة التظلمات، وإلا كانت الدعوى غير مقبولة<sup>(٣)</sup>.

#### ٧٨- إعلام المساهمين والجمهور بمشروع عرض الشراء الإجمالي ومذكرة المعلومات:

متى قبلت الهيئة مشروع عرض الشراء الإجمالي ومذكرة المعلومات، وتأكدت من استيفاء المستندات المطلوبة من مقدم العرض، وفقاً لما تقرره المادة ٣٣٥ من اللائحة التنفيذية، فإنه يجب على الهيئة فور ذلك أن تبادر إلى إخطار البورصة بالأحكام الجوهرية الواردة بمشروع عرض الشراء ومذكرة المعلومات، وفقاً لما تقرره الفقرة الأولى من المادة ٣٣٦ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال.

---

وإن علا في سلسلة تملكه. أما إذا تضمن هيكل الملكية مساهماً بنسبة ٢٥% أو أكثر ويتخذ الشكل القانوني لصندوق استثمار ما، فيجب تقديم بيان بجملة الوثائق الذين يملكون ٢٥% أو أكثر من وثائق الصندوق، إن وجدوا.

(١) د. عبدالفضيل محمد أحمد: العروض العامة للشراء في البورصة، مرجع سابق، ص ٣٨.

(٢) د. طاهر شوقي مؤمن: مرجع سابق، ٢٢٨؛ د. طارق محمود عبدالسلام السالوس: مرجع سابق، ٢٨٧.

(٣) د. عبدالفضيل محمد أحمد: المرجع السابق، ٤٢.

ووجوب إخطار الهيئة البورصة فور تلقيها مشروع العرض هو إجراء جوهري؛ إذ يتعلق بمبدأ الشفافية، والذي يتطلب إعلام المساهمين والجمهور بمشروع العرض ومذكرة المعلومات، ليتبينوا حقيقة العرض، ومدى احترامه لمبدأ المساواة، وما إذا كان مقدماً لكل المساهمين أو قاصراً على بعضهم فقط<sup>(١)</sup>.

وإذا لم تراع الهيئة إخطار البورصة بمشروع العرض الإجمالي ومذكرة المعلومات، فالقرار الصادر منها بقبول هذا العرض يكون قد خالف قاعدة آمرة وجوهرياً لسلامة عرض الشراء المعني، مما يترتب عليه عدم صحة إجراءات قبول عرض الشراء الإجمالي، مما يجعل القرار الصادر من الهيئة بقبول العرض فاقداً لركن السبب، ويكون قابلاً للإلغاء<sup>(٢)</sup>.

ويجب على البورصة فور تلقيها إخطار الهيئة العامة للرقابة المالية عن عرض الشراء الإجمالي، أن تقوم بنشر المعلومات الواردة بمشروع عرض الشراء الإجمالي ومذكرة المعلومات على شاشتها فور تلقيها إياهم.

ووفقاً لنص الفقرة الأخيرة من المادة ٣٣٦ من اللائحة التنفيذية، يكون لرئيس الهيئة، بمجرد إيداع مشروع عرض الشراء لدى الهيئة، إيقاف التداول على أسهم الشركة المستهدفة بالعرض، وكذلك إيقاف التداول على أسهم الشركات المعنية بالعرض.

#### ٧٩- حالات رفض الهيئة لمشروع عرض الشراء الإجمالي:

بينت المادة ٣٣٧ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال الحالات التي يكون للهيئة فيها الحق في رفض مشروع العرض المقدم، أو رده إلى مقدمه لتعديله بما يتوافق مع الأهداف والأحكام المنظمة لعروض الشراء، وهذه الحالات هي:

١. إذا رأت الهيئة أن العرض يشتمل على عناصر تهدر الأهداف والمبادئ المقررة بالمادتين ٣٢٧ و ٣٢٨ من اللائحة التنفيذية، كاشتمال العرض على شروط تفرق في المعاملة بين

(١) خولة أحمد السليطي: مرجع سابق، ٥٠.

(٢) راجع في ذلك: حكم محكمة القضاء الإداري، الدعوى رقم ١٢١٤٩ لسنة ٦٤ ق، سابق الإشارة إليه.

المساهمين في الشركة، أو تعليق تمام عرض الشراء الإجباري على شروط لا تجيزها اللائحة التنفيذية.

٢. إذا كان سعر الشراء المقدم بالعرض يقل عن أعلى سعر سبق لمقدم العرض دفعه في عرض شراء سابق خلال الإثني عشر شهراً السابقة على تقديم العرض المعني.

٣. في حالة عدم سبق تقديم عرض شراء خلال الإثني عشر شهراً السابقة على تقديم العرض المعني، فيكون للهيئة رفض العرض إذا كان سعر الشراء المقترح للأسهم النشطة يقل عن متوسط سعر الإقفال في البورصة خلال الستة أشهر السابقة أو كان يقل عن متوسط أسعار إقفال أسهم الشركة خلال الثلاثة أشهر السابقة على تاريخ إيداع مشروع العرض.

٤. في حالة الأسهم غير النشطة، يكون للهيئة رفض العرض أو طلب تعديله إذا لم يكن تحديد سعر السهم قد تم وفقاً لدراسة القيمة العادلة التي يحددها مستشار مالي مستقل من المقيدين بسجلات الهيئة وفقاً لمعايير التقييم المالي<sup>(١)</sup>.

٨٠ - الترام مجلس إدارة الشركة المستهدفة بإصدار بيان توضيحي حول العرض:

وفقاً لنص المادة ٣٣٨ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال، على الشركة المستهدفة من العرض، خلال خمسة عشر يوماً من تاريخ نشر الهيئة المعلومات الجوهرية الخاصة بالعرض، أن تصدر بياناً توضح فيه رأي مجلس إدارتها في هذا العرض ونتائجه وأهميته بالنسبة للشركة ومساهميها.

(١) في هذا الاطار صدر من نائب رئيس الهيئة العامة للرقابة المالية الكتاب الدوري رقم ٦ لسنة ٢٠٢٠ بتاريخ ٣١/٣/٢٠٢٠ بشأن إخطار الهيئة فور تكليف الشركات المرخص لها القيام بأعمال التقييم المالي وإعداد دراسات تحديد القيمة العادلة، والذي يسعى إلى ضمان كفاءة السوق وشفافية الأنشطة التي تمارس فيه، وتأكيداً على حيده واستقلال المستشارين الماليين. وقد فرض هذا الكتاب على الشركات المرخص لها من الهيئة القيام بأعمال التقييم المالي وإعداد دراسات تحديد القيمة العادلة، بوجوب إخطار الهيئة بمجرد قبولها أي تكليف بشأن إعداد تقييم مالي لتحديد القيمة العادلة في أي من الحالات التي يتطلب فيها القانون ذلك، وقبل الشروع في عملية التقييم بما يفيد تلقيها التكليف وما يدل على توافر عناصر ومعايير الحياد والاستقلالية لديها، وذلك حتى يتسنى للهيئة إعمال شئونها، والتحقق من مدى توافر الاستقلالية للمستشار المالي المكلف من عدمه. مرفق صور لهذا الكتاب بالملحق الرابع.

ذلك أنه يجب على مجلس إدارة الشركة أن يعمل في إطار مصلحة الشركة ككل، وبالتالي الدفاع عن مصلحتها، واتخاذ ما يلزم لذلك. كما يقع عليهم، أيضاً، التزام بعدم اتخاذ أي عمل أو إجراء يُعرق حائزي الأوراق المالية للشركة من أن يقرروا، بمحض إرادتهم، ما يناسبهم من قرارات أو إجراءات حيال العرض المعني أو الأوراق المالية المملوكة لهم<sup>(١)</sup>.

لذلك، نرى المشرع وقد وازن بين هذين الالتزامين وفرض على مجلس الإدارة إصدار بيان توضيحي، مدعم بالمعلومات والبيانات الصحيحة والصادقة، عن رأيه حول العرض وتأثيره على الشركة ومساهميها في المستقبل.

وهذا الالتزام الذي فرضته المادة ٣٣٨ من اللائحة التنفيذية هو التزام وجوبي على مجلس إدارة الشركة، والهدف منه وضع جميع الحقائق الضرورية أمام مساهمي الشركة، وإعلامهم بحقيقة العرض ومدى أهميته بالنسبة لهم وبالنسبة للشركة، وكذلك لبيان مدى تأثير هذا العرض على مركز الشركة المالي من ناحية، وعلى حقوقهم في هذه الشركة من ناحية أخرى. كما أن هذا البيان يوضح، بشكل دقيق، ما سيؤول إليه الوضع بعد إتمام هذا العرض، سواء بالنسبة للعاملين بالشركة، أو بيان مدى نسبة استحواذ مقدمه على الشركة، مع الأخذ في الاعتبار بالتوصيات الصادرة من مجلس الإدارة ومن المستشار المالي للشركة، وذلك كله بهدف حمل المساهمين، الموجه إليهم عرض الشراء، على اتخاذ القرار المناسب حياله<sup>(٢)</sup>.

ولا يترتب على تخلف مجلس إدارة الشركة عن إصدار هذا البيان بطلان العرض؛ لأن إصدار هذا البيان ليس من المستندات الجوهرية التي أوجبتها اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال، ولكن قد يؤثر تخلفه في قيام مسؤولية مجلس إدارة الشركة تجاه مساهميها، باعتبار أن عدم قيامهم بهذا الالتزام مخالف للمبادئ والأهداف الخاصة بعروض الشراء العامة، والمقررة بالمادتين ٣٢٧ و٣٢٨ من اللائحة التنفيذية.

(1) A guide to takeovers in the United Kingdom: op.cit, p.19.

(2) Ibid, p. 24.

٨١ - إلزام مجلس إدارة الشركة المستهدفة بتعيين مستشار مالي مستقل:

وفقاً لنص المادة ٣٣٨ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال، يكون للهيئة إلزام مجلس إدارة الشركة المستهدفة تعيين مستشار مالي مستقل من المقيدين بسجلاتها<sup>(١)</sup>، في الحالات الآتية:

١. إذا كان مقدم العرض منفرداً أو من خلال الأشخاص المرتبطة به يملك ٢٠% أو أكثر من أسهم الشركة المستهدفة بالعرض.
٢. إذا كان مقدم العرض عضواً من أعضاء مجلس إدارة الشركة المستهدفة، أو كان أحد أفراد الإدارة العليا بها.
٣. إذا كان ثمن الشراء المعروض هو مبادلة أسهم مساهمي الشركة المستهدفة بأسهم شركة أخرى، أو كان العرض مختلطاً.
٤. الأحوال الأخرى التي ترى الهيئة فيها ضرورة تقديم رأي مستقل؛ لحماية المساهمين ومصالح السوق واستقراره<sup>(٢)</sup>.

ويتم استبعاد مقدم العرض وأشخاصه المرتبطة من اجتماع مجلس الإدارة الخاص بتعيين مستشار مالي مستقل، إذ يكون تعيين هذا المستشار المالي بموافقة أعضاء مجلس الإدارة المستقلين، أو الأعضاء ذوي الخبرة غير المرتبطين بمقدم العرض. ويجب على المستشار المالي وضع تقريره قبل انتهاء مدة سريان العرض، ولم يضع المشروع ميعاداً محدداً لذلك، وإن كان قد وضع ميعاداً محدداً لإفصاح مجلس الإدارة عن نتيجة تقرير المستشار المالي، إذ يجب أن يتم ذلك قبل خمسة أيام من انتهاء مدة سريان العرض، بغض النظر عن رأي مجلس إدارة الشركة في العرض.

(١) وفي هذا الشأن صدر قرار رئيس هيئة الرقابة المالية رقم ١١٤ بتاريخ ٢٠١٨/٧/١٦ بعد موافقة مجلس إدارة الهيئة على إنشاء سجل لقيود الشركات والجهات المرخص لها بالقيام بأعمال التقييم المالي وإعداد دراسات تحديد القيمة العادلة.

(٢) من ذلك حالة استحواذ شركة "إيديتو إنفسمنت" على شركة "المصرية للمشروعات السياحية" (امريكانا)، سابق الإشارة إليه.

ولنا عدة ملاحظات على تعيين المستشار المالي وفقاً للأحكام السابقة، فرغم أن النص جعل للهيئة الحق في إلزام مجلس إدارة الشركة المستهدفة بتعيين مستشار مالي مستقل من المقيدين بسجلاتها، إلا أنه لم يضع شرطاً يوجب عدم وجود ثمت علاقة أو ارتباط بين المستشار المالي من جهة، وبين مقدم العرض أو أحد أشخاصه المرتبطة من جهة أخرى، وهو ما قد تؤثر على مدى استقلاليته في إعداد التقرير المشار إليه.

هذا فضلاً عن أن المشرع لم يوضح أسساً يجب على هذا المستشار المالي الالتزام بها عند وضع دراسة القيمة العادلة، وهو ما كان له أكبر الأثر في الخلافات التي شابت العديد من عروض الشراء الإجبارية، حيث ثار الخلاف فيها بين مساهمي الشركة ومقدم العرض حول السعر العادل للأسهم المقدم في العرض، كما حدث في حالة استحواذ شركة "إيديتو إنفسمنت" على شركة "المصرية للمشروعات السياحية" (امريكانا)، والذي حدد فيه التقرير المقدم من المستشار المالي المستقل (شركة فينكوب للاستشارات المالية) سعر الشراء بقيمة ٣,٩٠ جنيهاً للسهم، في حين أن سعر التداول في السوق وقتها كان بمبلغ ١٥ جنيهاً للسهم، بل وأقل من سعر الشراء لذات السهم في بورصة الكويت والذي تم بمبلغ ٢,٦٥ ديناراً للسهم.

وقد رفضت الهيئة الدراسة المقدمة من شركة "فينكوب للاستشارات المالية"، لتقييم أسهم "الشركة المصرية للمشروعات السياحية"، بسبب عدم مراعاتها معايير التقييم المالي، وإغفالها لأسس تتعلق بالموضوعية ومعقولية الافتراضات وسلامة مناهج وأساليب التقييم المالي، الأمر الذي حاد بالدراسة عن معايير التقييم المالي للمنشآت والصادرة بقرار مجلس إدارة الهيئة رقم ١ لسنة ٢٠١٧ بشأن إصدار المعايير المصرية للتقييم المالي للمنشآت<sup>(١)</sup>، مما يترتب عليه عدم

---

(١) الصادرة بتاريخ ١٨ يناير ٢٠١٧. وهي تتضمن عدداً من المعايير المتعلقة بأداء المنشآت التي تقوم بأعمال التقييم، وتهدف هذه المعايير في الأساس إلى حماية المستثمرين عند تقييم الأوراق المالية لأغراض الطرح والاستحواذ والاندماج وزيادة رؤوس الأموال وحصص صناديق الاستثمار في الشركات غير المقيدة وغيرها من القرارات الاستثمارية، فهي تضع معياراً خاصاً بقواعد السلوك المهني والاستقلال والكفاءة المهنية لمن يقوم بالتقييم. وتتطلب أن يتولى أداء مهامه بنزاهة وجدية وأن يحترم ويلتزم بميثاق شرف المهنة، وأن يبذل عناية الرجل الحريص عند القيام بأي تحليل في إطار أداء مهام التقييم المالي. ويشترط توافر الاستقلالية الكاملة سواء عن الجهة طالبة التقييم أو أي أطراف مرتبطة بها أو عن الشركة أو المنشأة أو المشروع محل التقييم، بما في ذلك عدم وجود مصالح مشتركة أو متعارضة. كما تتضمن هذه القواعد أيضاً معياراً منهجية وطرق التقييم المالي حيث توجد عدة مفاهيم

الاعتداد بدراسة القيمة العادلة. وعادت الهيئة وألزمت "الشركة المصرية للمشروعات السياحية" بتعيين مستشار مالي مستقل من المستشارين المالىين المقيدين لدى الهيئة، والتقدم بدراسة قيمة عادلة جديدة للسهم خلال أجل لا يتجاوز شهر<sup>(١)</sup>.

ولعل مثل هذه الحالات هو ما دعى المشرع إلى إضافة الفقرة الأخيرة للمادة ٣٣٨ من اللائحة، بقرار رئيس مجلس الوزراء رقم ٢٤٧٩ لسنة ٢٠١٨ بتعديل بعض أحكام اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال، والتي تعطي الهيئة الحق في تعيين مستشار مالي مستقل من المقيدين بسجلاتها بشكل منفرد، ودون الرجوع إلى مجلس إدارة الشركة المستهدفة، وذلك في الأحوال التي ترى الهيئة موافقتها لأهداف عروض الشراء العامة، وبما يكفل حماية حقوق الأقلية من المساهمين<sup>(٢)</sup>.

ويكون على الشركة المستهدفة من العرض في هذه الحالة التزامين: الالتزام الأول، هو الالتزام بسداد أتعاب المستشار المالى. أما الالتزام الثانى، فيتمثل في تقديم كافة البيانات والمعلومات اللازمة لقيام المستشار المالى بعمل التقييم الصحيح لعرض الشراء المعنى.

٨٢- نشر قرار الهيئة باعتماد مشروع عرض الشراء الإلجبارى وإعلانه للججمهور:

للقيمة: فهناك القيمة العادلة، والقيمة العادلة المحاسبية، والقيمة السوقية، والقيمة الاستثمارية، وقيمة التصفية. كذلك تحدد خطوات التقييم، والتي تبدأ بفهم طبيعة نشاط المنشأة محل التقييم، ثم التنبؤ بأداء المنشأة المستقبلية. وبلى ذلك اختيار نموذج تقييم مناسب، ثم معالجة نتائج نموذج التقييم. وتنتهى بالمفاضلة بين النتائج؛ للتوصل إلى رأى المقيم النهائى. كما يتناول القرار مناهج وأساليب التقييم المختلفة، والحالات التى تلاءم تطبيق كل منها، وهذا المعيار ينظم إعداد تقرير التقييم ومشمولاته والحد الأدنى للإفصاحات الواردة به والتعهدات الواجب أن يذكرها القائم بالتقييم. ومن ضمنها أن أتعاب المقيم لا تعتمد على قيمة التقييم أو دراسة القيمة العادلة. ويعد هذا القرار مرجعاً لتقييم الهيئة لأداء المستشار المالى، ومدى التزامه مبادئ الحيطة والاستقلال.

(١) هانى الحوتى: تعثر صفقة شراء محمد العبار لـ"أمريكانا مصر"، منشور على الموقع الإلكتروني لجريدة اليوم السابع، سابق الإشارة إليه.

(٢) بتاريخ ٢٠/٦/٢٠١٩ أصدر مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية القرار رقم ٧٩ لسنة ٢٠١٩، بشأن تعديل قرار المجلس رقم ١١٤ لسنة ٢٠١٨ بشأن شروط وضوابط قيد شركات الاستشارات المالية والجهات المرخص لها من الهيئة للقيام بأعمال التقييم المالى وإعداد دراسات القيمة العادلة لدى الهيئة، وقد أضاف مجلس إدارة الهيئة عدداً من الشروط التى تضمن، بشكل رئيسى، حياد واستقلال وكفاءة المستشار المالى. راجع هذا القرار بالملحق الخامس من هذه الدراسة.

وفقاً لنص المادة ٣٣٩ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال، يجب على الهيئة، متى وافقت على اعتماد مشروع العرض ومذكرة المعلومات، أن تقوم بنشر قرارها لدى البورصة، وتحدد تاريخاً لبدء التعامل على الأوراق المالية المستهدفة بالعرض أو أسهم الشركات الأخرى المعنية بالعرض، متى كان قد سبق صدور قرار من رئيس الهيئة بإيقاف تداولها.

ويتم إخطار مقدم العرض بذلك. وعليه، وفقاً للمقرر بنص المادة ٣٤٠ من اللائحة التنفيذية، أن يبادر إلى إخطار الشركة المستهدفة بالعرض بقرار الهيئة باعتماد مشروع العرض ومذكرة المعلومات. وعلى مقدم العرض نشر إعلان عرض الشراء خلال يومين من تاريخ اعتماد الهيئة لمشروع العرض، بالوسائل التي تضعها الهيئة لذلك.

ووفقاً للمادة ٣٤١ من اللائحة التنفيذية، يبدأ احتساب مدة العرض من اليوم التالي للنشر. ولا يجوز أن تقل مدة سريان العرض عن عشرين يوماً في الحالات التي يلتزم فيها مجلس إدارة الشركة المستهدفة بالعرض بالحصول على رأي مستشار مستقل، طبقاً للمقرر بالمادة ٣٣٨ من اللائحة. ولا تقل مدة العرض عن عشرة أيام في غير ذلك من الحالات. وفي جميع الأحوال يجب لا تزيد مدة سريان العرض عن ثلاثين يوماً.

## المطلب الثاني

### الآثار المترتبة على عرض الشراء الإجباري

تنوع الآثار المترتبة على بدء الإجراءات التنفيذية لعرض الشراء الإجباري، فتتعدد في ذمة أطراف هذا العرض مجموعة من الالتزامات، التي يجب عليهم الالتزام بها، بل تمتد هذه الالتزامات في بعض جوانبها إلى كُلاً من الهيئة العامة للرقابة المالية وكذلك البورصة المصرية، باعتبارهما الجهتان اللتان تراقبان وتشرفان على إتمام تنفيذ إجراءات العرض.

كما يترتب على إتمام إجراءات عرض الشراء الإجباري بعض الآثار، التي تختلف في مداها من حيث قبول مساهمي الشركة المستهدفة، كلهم أو بعضهم، للعرض وقيامهم ببيع أسهمهم إلى مقدم العرض، ومن حيث رفضهم، كلهم أو بعضهم، لعرض الشراء الإجباري.

٨٣ - الالتزامات المفروضة على الأشخاص المعنية بعرض الشراء الإجباري خلال فترة سريانه:

بينت المادة ٣٤٢ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال، الالتزامات التي تقع على ذمة الأشخاص المعنية بالعرض خلال فترة سريانه، أي بدايةً من تاريخ اعتماد الهيئة لمشروع عرض الشراء الإجباري، وحتى حلول التاريخ المحدد لانتهاء العرض، والمبين في مشروع عرض الشراء الإجباري.

ويقصد بالأشخاص المعنية بالعرض كل من تكون له صلة بعرض الشراء الإجباري، سواء كان ذلك بطريق مباشر أو بطريق غير مباشر، وأياً كان السبب الداعي إلى تلك الصلة. ولذلك، يمتد مفهوم الأشخاص المرتبطة بالعرض، وفقاً للمقرر بنص المادة ٣٢٦ من اللائحة التنفيذية، ليشمل كُلاً من: مقدم العرض<sup>(١)</sup> والشركة المستهدفة من العرض<sup>(٢)</sup> والمستشارون المستقلون<sup>(١)</sup>

(١) وفقاً للمادة ٢٣٦ من اللائحة التنفيذية، مقدم العرض هو كل شخص يتقدم بعرض وفقاً لأحكام الباب الثاني عشر من اللائحة.

(٢) وفقاً للمادة ٢٣٦ من اللائحة التنفيذية، الشركة المستهدفة بالعرض هي الشركة المصدرة للأوراق المالية محل عرض الشراء.

والمرتبطون<sup>(٢)</sup> والأشخاص المرتبطة<sup>(٣)</sup>، سواء بطريقة مباشرة أو غير مباشرة، ومديروهم وأعضاء مجلس إدارتهم بحسب الأحوال والسماسة المنفذين<sup>(٤)</sup>.

وجميع هذه الأشخاص يقع عليهم، وفقاً لنص المادة ٣٤٢ من اللائحة التنفيذية، التزام عام ببذل عناية الرجل الحريص عند الإفصاح عن المعلومات المتعلقة بعرض الشراء خلال فترة سريانه. ويأتي هذا الالتزام لضمان تحقيق الشفافية لعرض الشراء، باعتبار هذا المبدأ من ضمن الأهداف التي يسعى المشرع إلى تحقيقها من خلال تنظيمه لأحكام عرض الشراء. كما يساعد الإفصاح على استقرار السوق، من خلال تأكيد الجهات الرقابية من أن البيانات المقدمة مطابقة للحقيقة وتعبر عن المركز الواقعي للشركة<sup>(٥)</sup>.

---

(١) وفقاً للمادة ٢٣٦ من اللائحة التنفيذية، المستشارون المستقلون هم أي شخص استشاري متخصص لم يقدم استشارات مالية أو قانونية أو محاسبية أو فنية تتعلق بالعمليات الخاصة بالشركة مقدمة العرض والشركة المستهدفة بالعرض أو أسهم المبادلة بحسب الأحوال، خلال ستة أشهر سابقة على تقديم عرض الشراء، وليس له أية مصلحة مشتركة أو متعارضة مع الأطراف المعنية بالعرض.

(٢) وفقاً للمادة ٢٣٦ من اللائحة التنفيذية، المستشارون المرتبطون هم أي شخص يقدم استشارات مالية أو قانونية أو محاسبية أو فنية تتعلق بعرض الشراء، سواء لصالح الأطراف المعنية بالعرض أو أي شخص مرتبط به، إذا حصل نتيجة لهذا الارتباط على معلومات غير مفصح عنها تتعلق بعرض الشراء.

(٣) وفقاً للمادة ٢٣٦ من اللائحة التنفيذية، الأشخاص المرتبطة هم الأشخاص الذين يجمع بينهم اتفاق و/أو عمليات تتم بغرض الاستحواذ أو السيطرة الفعلية على إحدى الشركات الخاضعة لأحكام الباب الثاني عشر من اللائحة التنفيذية، سواء كان هذا الاتفاق مكتوباً أو غير مكتوب، أو اتفاق عند التصويت بجمعيتها العامة أو مجالس إدارتها. ويعد من الأشخاص المرتبطة الأشخاص الطبيعيون وأي من أقاربهم حتى الدرجة الثانية، والأشخاص الاعتبارية المكونة من شخصين أو أكثر التي تكون غالبية أسهم أو حصص إحداهما مملوكة مباشرة أو بطريق غير مباشر للطرف الآخر، أو يكون مالكة شخصاً واحداً، والشركات القابضة والتابعة والشقيقة بحسب الأحوال. كما يعد من الأشخاص المرتبطة الأشخاص الخاضعون للسيطرة الفعلية لشخص آخر.

(٤) السماسرة المنفذون هم سماسرة الأوراق المالية، وهو وسطاء يتوسطون في بيع وشراء الأوراق المالية لحساب الغير، وقد يباشر مهنة السمسرة سمسار فرد أو من خلال شركة. راجع في ذلك: د. عبد الفضيل محمد أحمد: بورصات الأوراق المالية، مرجع سابق، ١٣١ وما بعدها.

(٥) د. محمد إبراهيم موسى: مرجع سابق، ص ٩٨٤.

## ٨٤ - مفهوم الشفافية والإفصاح في نطاق المادة ٣٤٢ من اللائحة التنفيذية:

ويقصد بالشفافية والإفصاح في هذا النطاق، توفير المعلومات والبيانات التي تُمكن الأشخاص والهيئات من معرفة حقيقة العرض وشروطه الجوهرية من جهة، وحقيقة المركز المالي للشركة المستهدفة بالعرض من جهة أخرى، حتى يمكن لمساهمي الشركة، الموجه إليهم عرض الشراء، تحديد موقفهم من هذا العرض، سواء بقبوله أو رفضه<sup>(١)</sup>.

ويتحدد نطاق الإفصاح عن المعلومات التي يشملها الالتزام الوارد بالمادة ٣٤٢ من اللائحة التنفيذية، في وجوب أن تكون هذه المعلومات كافية sufficient، بحيث تجعل المساهمين الموجه إليهم عرض الشراء قادرين على بناء قرار ملائم بشأن هذا العرض، وأن يكون الوصول إلى هذا القرار قد تم بناءً على معلومات صحيحة. كما يجب أن تكون هذه المعلومات متاحة الوصول لجميع مساهمي الشركة في وقت كافٍ ومناسب لاتخاذ قرارهم بشأن العرض<sup>(٢)</sup>.

ولا يقف الأمر عند نشر المعلومات أو البيانات المتوفرة وقت نشرها فقط، بل يجب أن يكون هناك تجديد updating للمعلومات التي سبق تقديمها بإعلان عرض الشراء، وذلك متى حدث بها تغير جوهري خلال فترة سريان العرض، أو متى وجدت معلومات أساسية كان يجب الكشف عنها في أي وثيقة أو إعلان سابق تم نشره خلال فترة العرض، ولم تكن معروفة من قبل ذلك<sup>(٣)</sup>.

ويجب أن يقتصر ما يتم نشره من معلومات خلال هذه الفترة من قبل هؤلاء الأشخاص أو الجهات على العناصر الواردة بالإعلانات الواجبة وفقاً لأحكام الفصل المتعلق بالاجراءات التنفيذية ومتطلبات الإفصاح، وبمذكرة المعلومات المقدمة من مقدم العرض. حيث يجب على الشركة أو مجلس إدارتها ومديريها الاحتفاظ بما يروونه من معلومات ضرورية يترتب على نشرها

(١) المرجع السابق، ص ٩٨٣.

(٢) A guide to takeovers in the United Kingdom: op.cit, p. 24.

(٣) Ibid.

الإضرار بالشركة أو وضعها المالي، أو يكون لها تأثير على مصلحة الشركاء أو المساهمين في الشركة<sup>(١)</sup>.

وفي جميع الأحوال، يجب إخطار الهيئة بأية معلومات أو بيانات مرتبطة بعرض الشراء قبل إعلانها أو نشرها لاعتمادها. ويأتي هذا الالتزام لضمان تحقيق الرقابة الفعالة للهيئة على عرض الشراء، والتأكد من حقيقة المعلومات الواردة به؛ وذلك حماية لأقلية المساهمين وتحقيق المساواة بين مساهمي الشركة، فضلاً عن ضمان تحقيق الشفافية الكاملة للعرض.

٨٥ - التزامات مديري الشركة المستهدفة خلال فترة سريان عرض الشراء الإجمالي:

فرضت المادتين ٣٤٣ و ٣٥١ من اللائحة التنفيذية بعضاً من الالتزامات والواجبات التي يجب على مجلس إدارة الشركة المستهدفة بالعرض ومديرها الالتزام بها، والتي يقع عليهم واجب عدم مخالفتها طوال مدة سريان عرض الشراء الإجمالي، أي في خلال الفترة من تاريخ نشر البورصة لقرار اعتماد الهيئة العامة للرقابة المالية لمشروع عرض الشراء ومذكرة المعلومات المودعين من قبل مقدم العرض، وحتى تاريخ إعلان نتيجة عرض الشراء.

٨٦ - التزام مديري وأعضاء مجلس إدارة الشركة المستهدفة بعدم القيام بأي عمل يشكل مدناً جوهرياً ضاراً:

وفقاً للمادة ٣٤٣ من اللائحة التنفيذية، يلتزم كلاً من أعضاء مجلس الإدارة ومديري الشركة بعدم القيام بأي إجراء أو تصرف يعد في حكم الحدث الجوهري الضار. ويقصد بالحدث الجوهري الضار frustrating action، وفقاً لنص المادة ٣٢٥ من اللائحة التنفيذية، أي حدث طارئ غير متوقع ينشأ بعد تقديم عرض الشراء يؤثر سلباً على الشركة المستهدفة بالعرض، أو نشاطها الحالي أو المستقبلي، أو على قيمة أسهمها.

وبمعنى آخر، فالحدث أو التصرف الجوهري الضار هو أي تصرف يقوم به مجلس إدارة board الشركة المستهدفة بالعرض أو أحد مديرها خلال فترة سريان عرض الشراء، يكون من

(١) د. محمد إبراهيم موسى: مرجع سابق، ص ٩٨٣.

شأنه إلحاق أو إيقاع الضرر بمقدم العرض، أو يكون من شأنه التسبب في ضياع فرص مساهمي الشركة المستهدفة بالعرض في اتخاذ قرار مناسب أو ملائم بشأن عرض الشراء المقدم إليهم<sup>(١)</sup>.

ويقع الالتزام المبين في الفقرة السابقة على عاتق جميع أعضاء مجلس الإدارة، بصرف النظر عن رأيهم بشأن عرض الشراء؛ وذلك بحكم كونهم المطلعين على المركز الحقيقي للشركة، وبإمكانهم التأثير عليه بحكم كونهم من يتخذ القرارات المتعلقة بالشركة وإدارتها. كما يمتد هذا الالتزام إلى مديري الشركة لذات العلة أيضاً، إذ أنهم من يتحكمون في مفاصل الإدارة داخل الشركة، مما يؤهلهم إلى العلم بجميع المعلومات والبيانات المتعلقة بمركز الشركة، ومدى تأثير عرض الشراء عليه، وعلى المركز المالي للمساهمين فيها.

ويتحدد نطاق هذا الالتزام بأي عمل أو تصرف، أيًا كانت طبيعته، ما دام أنه قد يؤدي إلى نتيجة تتمثل في التأثير بالسلب على مركز الشركة أو مركز المساهمين فيها. وإن كان المشرع قد ربط هذا السلوك بوقت معين هو أن يكون لاحقاً لتقديم عرض الشراء المعني، وأن يكون هذا الحدث طارئاً على نشاط الشركة، أي لا يعد من الأنشطة المعتادة التي تمارسها الشركة، كما يجب ألا يكون هذا الحدث متوقعاً، أي ألا يكون نشاط الشركة أو الأعمال التي تباشرها من الممكن أن تؤدي إلى وقوع هذا الحدث بطريق حتمي.

ويخضع تقدير مدى التأثير السلبي لهذا الحدث على الشركة أو مساهميها للسلطة التقديرية للهيئة العامة للرقابة المالية، وذلك تحت رقابة القضاء. فيكون للهيئة تقدير مدى اعتبار فعلاً أو تصرفاً ما يصدر من أحد أعضاء مجلس الإدارة، أو من مجلس الإدارة بشكل جماعي، أو من أحد مديري الشركة، حدثاً جوهرياً ضاراً، ويكون لها عندئذ اتخاذ ما تراه مناسباً حيال هذا الأمر.

ولكن المشرع عاد في الفقرة الثانية من المادة ٣٤٣ من اللائحة التنفيذية، وقرر منع مجلس الإدارة أو مدير الشركة من اتخاذ أمرين، بصرف النظر عما إذا كانا يعدان في حكم الحدث الجوهري الضار من عدمه، هما:

(١) اتحاد هيئات الأوراق المالية العربية: مرجع سابق، ص ٢٠.

١. اتخاذ قرار بزيادة رأس المال أو إصدار سندات قابلة للتحويل إلى أسهم، إذا كان من شأن هذه الزيادة جعل الاستحواذ مرهقاً أو مستحيلاً. وذلك ما لم يكن قرار الزيادة قد تم اتخاذه قبل مضي ثلاثين يوماً على الأقل من تاريخ نشر قرار الهيئة باعتماد مشروع عرض الشراء ومذكرة المعلومات.

٢. اتيان أعمال أو تصرفات يكون من شأنها المساس بشكل جوهري بأصول الشركة أو بزيادة التزاماتها المالية أو إعاقاة تطوير نشاط الشركة مستقبلاً. وذلك كله ما لم تكن هذه الأعمال أو التصرفات قد تمت في إطار الأعمال المعتادة لمباشرة نشاط الشركة، وفي تاريخ سابق على قرار الهيئة باعتماد مشروع عرض الشراء ومذكرة المعلومات.

ونلاحظ هنا أنه لا سلطة تقديرية للهيئة حيال تقدير مدى اعتبار سلوك مجلس إدارة الشركة أو مديرها لأي من التصرفين السابقين يشكل حدثاً جوهرياً ضاراً، ذلك أن المشرع قد منع مجلس إدارة الشركة أو مديرها من سلوك أي من هذين الأمرين، دون النظر لنتائجهما. وهنا لا يكون أمام الهيئة، إذا ما خالف مجلس إدارة الشركة أو مديرها هذين الالتزامين، إلا اتخاذ المناسب من الإجراءات حيال هذا التصرف.

إلا أننا يجب أن نلاحظ أن عدم وجود سلطة تقديرية للهيئة حيال هذه التصرفات مرهون بكون الأعمال أو التصرفات السابقة قد تمت بعد قرار الهيئة باعتماد مشروع عرض الشراء ومذكرة المعلومات. لكن إذا كانت هذه الأعمال أو التصرفات قد تمت في إطار الأعمال المعتادة لمباشرة نشاط الشركة، وفي تاريخ سابق على قرار الهيئة باعتماد مشروع عرض الشراء ومذكرة المعلومات، فهنا تخرج من نطاق الأعمال الممنوعة على مجلس إدارة الشركة ومديرها بمقتضى الفقرة الثانية من المادة ٣٤٣ من اللائحة التنفيذية، وتسترد الهيئة سلطتها التقديرية في شأن هذه الأعمال، فإذا ما كانت هذه الأعمال أو التصرفات تشكل حدثاً جوهرياً ضاراً، فيكون للهيئة اتخاذ الاجراء المناسب حيالها؛ فيكون لها السلطة التقديرية، تحت مظلة الرقابة القضائية، في تقدير اعتبار هذه الأعمال حدثاً جوهرياً ضاراً من عدمه، متى وقعت تلك الأعمال في الفترة من تاريخ نشر البورصة لقرار الهيئة باعتماد مشروع عرض الشراء ومذكرة المعلومات،

وحتى تاريخ إعلان نتيجة عرض الشراء، وفقاً لما تقضي به الفقرة الأولى من المادة ٣٤٣ من اللائحة التنفيذية.

٨٧- منع الشركة المستهدفة أو أشخاصها المرتبطة من شراء أسهم الخزينة:

يقصد بعمليات أسهم الخزينة عملية إعادة شراء الشركة لأسهمها share repurchases or buybacks، ويطلق على الأسهم التي يتم إعادة شرائها بواسطة الشركة مصطلح Treasury stocks-، أى أسهم الخزينة. وهناك العديد من الحالات التي تلجأ فيها الشركات المساهمة إلى استرداد جزء من أسهم رأسمالها عن طريق شرائها، وسواء تم الشراء نقداً أو عينياً فإن ذلك بالطبع سيؤدي إلى تخفيض أصول الشركة أو إلى زيادة التزاماتها، وفي المقابل انخفاض في حقوق الملكية بنفس القدر.

ووفقاً للمادة ٤٨ من قانون الشركات<sup>(١)</sup> رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١، يجوز للشركة أن تقوم بشراء جانب من أسهمها بما لا يتجاوز ١٠% من إجمالي الأسهم المصدره، ولكن يجب عليها في هذه الحالة إخطار الهيئة بذلك خلال موعد لا يتجاوز ثلاثة أيام عمل، وأن تقوم بالتصرف فيها للغير في مدة لا تتجاوز سنة من تاريخ حصولها عليها، وإلا يجب عليها إنقاص رأس مالها بمقدار القيمة الإسمية لهذه الأسهم. وإذا تقاعست الشركة عن ذلك، تولت الهيئة مهمة إنقاص رأس مال الشركة. ولا يعتبر تصرف الشركة في تلك الأسهم للشركات التابعة لها أو المرتبطة بها، تصرفاً للغير.

ولا يكون لهذه الأسهم حق التصويت أو الحصول على الأرباح عند توزيعها، وتُستنزَل من إجمالي أسهم الشركة عند حساب الحضور والنصاب اللازم للتصويت في اجتماعات الجمعية العامة للشركة، وذلك إلى حين التصرف فيها.

كما أجازت الفقرة الأخيرة من المادة ٤٨ من قانون الشركات، للشركة المعنية أن تقوم بشراء بعض أسهمها لتوزيعها على العاملين فيها كجزء من نصيبهم من الأرباح.

(١) مستبدلة بالقانون رقم ٤ لسنة ٢٠١٨، وكان قد سبق استبدالها من قبل بالقانون رقم ٣ لسنة ١٩٩٨.

ويتضح مما سبق أن المشرع قد أجاز للشركة شراء أسهمها من سوق الأوراق المالية، وإن كان قد وضع حدوداً للأسهم التي يقع عليها الشراء بألا تتجاوز نسبتها ١٠% من إجمالي الأسهم المصدرة. ولم يقيد المشرع الشركة بغرض معين عند شراءها لجانب من أسهمها، بل ترك لها حرية تحديد هذا الغرض بشرط ألا تحتفظ بها لأكثر من سنة من تاريخ الشراء. وهدف المشرع من إجازة شراء الشركة لأسهمها، وفقاً لنص المادة ٤٨ من قانون الشركات، هو تمكين الشركة من المحافظة على استقرار سعر أسهمها، عن طريق التدخل في سوق الأوراق المالية للمحافظة على سعر تلك الأسهم. وإن كان المشرع قد وضع العديد من الضوابط لمنع الشركة من استخدام شراء أسهمها لغرض المضاربة، أو الإيحاء بمتانة أو سلامة مركزها المالي، أو خلق صورة صورية لرأس مالها، لا تقدم أي ضمان لدائنها<sup>(١)</sup>.

لكن المشرع عاد بالمادة ٣٥١ من اللائحة التنفيذية وحظر على الشركة المستهدفة بالعرض أو الأشخاص المرتبطة بها القيام، خلال فترة سريان عرض الشراء الإجمالي، سواء بصورة مباشرة أو بصورة غير مباشرة، بشراء الأوراق المالية الصادرة عن الشركة المستهدفة بالعرض والتي تشكل جزءاً من رأس مال الشركة أو تعطي الحق في تملك جزء منه.

ولكن المشرع أجاز الخروج على هذا الحظر في حالتين: الأولى، متى كانت الأوراق المالية التي ترد عليها عملية الشراء تلك لا تشكل جزءاً من رأس مال الشركة، أو تعطي الحق في تملك جزء منه؛ لأن العلة من هذا الحظر حينئذٍ لا تكون متوافرة، كما أن هذه الأوراق المالية لا تكون محلاً لعروض الشراء، وبالتالي فلا تأثير لشراءها على عرض الشراء القائم.

أما الحالة الثانية، فهي أن يكون قد سبق نشر قرار الهيئة العامة للرقابة المالية باعتماد عرض الشراء ومذكرة المعلومات صدور قرار من الجمعية العامة للشركة المستهدفة بشراء أسهم الخزينة، وأن ينص قرار الجمعية العامة للشركة على أن يتم شراء أسهم الخزينة خلال فترة سريان عرض الشراء الإجمالي، فهذا لا يكون قرار مجلس إدارة الشركة المستهدفة بالعرض بشراء تلك

(١) د. محمد فريد العريبي: مرجع سابق، ص ٢١٧، ٢١٨.

الأسهم إلا تنفيذاً لقرار سابق من الجمعية العامة، وبالتالي تنتفي عنه شبه الأضرار بمقدم العرض أو التحايل على الأحكام المنظمة لعروض الشراء.

٨٨ - هو مقدم عرض الشراء الإجمالي في تعديل أحكامه:

يجب على مقدم عرض الشراء الإبقاء على عرضه قائماً بالشروط والأحكام التي اعتمدها الهيئة، والتي سبق له أن ضمنها في مشروع عرض الشراء ومذكرة المعلومات المعلنة إلى مساهمي الشركة المستهدفة بالعرض. ولكن، وفقاً للمادة ٣٤٤ من اللائحة التنفيذية، يجوز لمقدم العرض أن يطلب من الهيئة العامة للرقابة المالية الموافقة على تعديل عرض الشراء السابق تقديمه.

ويشترط لصحة قيام مقدم العرض بتعديل أحكامه الشروط الآتية:

١. أن تصدر لذلك موافقة صريحة من الهيئة العامة للرقابة المالية بتعديل العرض، ويجب أن

تكون هذه الموافقة سابقة للقيام بأي إجراء يتعلق بتعديل العرض.

٢. أن تتم موافقة الهيئة على تعديل العرض قبل خمسة أيام على الأقل على تاريخ انتهاء فترة

سريان العرض.

٣. أن يُضمّن مقدم العرض في طلبه الأسباب والمبررات التي تدفعه إلى تعديل العرض.

وتنحصر هذه الأسباب في زيادة حقوق مالكي الأوراق المالية، أو أن ينصب التعديل

لصالحهم، أو أن يكون التعديل بسبب حدث جوهري ضار، طارئ وغير متوقع.

٤. ألا يكون من شأن تعديل العرض الإضرار بمصالح أو حقوق مالكي الأوراق المالية

المستهدفة بالعرض.

٥. أن تُتبع في شأن إعلان تعديل العرض ذات الإجراءات المقررة لإعلان العرض الأصلي.

وفي جميع الأحوال لا يترتب على موافقة الهيئة على تعديل العرض مد أجل سريانه، فيظل

تاريخ انتهاء سريان عرض الشراء هو ذاته دون تغيير.

ولكن أجازت الفقرة الثانية من المادة ٣٤٤ من اللائحة التنفيذية للهيئة أن تقرر مد أجل

سريان عرض الشراء لما بعد التاريخ المحدد لانتهائه، وذلك بشرط أن تكون هناك مبررات تدعو

لذلك، وألا يترتب على ذلك الإضرار بمصالح مالكي الأوراق المالية، أو أن يترتب على هذا الأمر

عدم استقرار السوق. وفي جميع الأحوال، لا يجوز أن تقل مدة سريان عرض الشراء، بعد نشر التعديل، عن يومين.

ويكون لمالكي الأوراق المالية، الذين سبق لهم الموافقة على بيعها لمقدم العرض قبل نشر التعديل، أن يقوموا بسحب أوامر البيع قبل انتهاء فترة سريان عرض الشراء، في حالة عدم موافقتهم على التعديل الذي أجراه مقدم العرض.

٨٩- هو مقدم عرض الشراء الإجباري في سحبه أو العدول عنه:

الأصل أنه لا يجوز لمقدم العرض سحبه أو العدول عنه خلال المدة من تاريخ التقدم بمشروع عرض الشراء ومذكرة المعلومات حتى تاريخ انتهاء العرض، وذلك وفقاً للمقرر بصدر المادة ٣٤٥ من اللائحة التنفيذية.

ومع ذلك يجوز لرئيس الهيئة العامة للرقابة المالية الموافقة على قيام مقدم العرض بسحبه أو العدول عنه، متى أثبت تحقق حدث جوهري ضار يستحيل معه بقاء عرض الشراء قائماً على الحال الذي قام عليه.

وفي حالة قيام مقدم عرض الشراء الإجباري بسحبه أو العدول عنه، فلا يجوز له تقديم عرض شراء إجباري جديد خلال الإثني عشر شهراً التالية لتاريخ سحب أو العدول عن عرض الشراء الإجباري الأصلي.

ومع ذلك، يجوز للهيئة التصريح لمقدم العرض بتقديم عرض شراء إجباري جديد خلال مدة الحظر تلك، وذلك متى وجدت أسباب أو مبررات تقدرها الهيئة لذلك، مع مراعاة عدم الإخلال بالأهداف والمبادئ المقررة بالمادتين ٣٢٧ و ٣٢٨ من اللائحة التنفيذية.

ولنا هنا ملاحظة على النص المتعلق بحق مقدم العرض في سحبه أو العدول عنه، ذلك أن النص قد جعل الموافقة على سحب عرض الشراء أو العدول عنه من سلطة رئيس الهيئة. ولا نرى سبباً واضحاً لجعل هذا الاختصاص، على الرغم من خطورته وإمكانية إضراره بمصالح مالكي الأوراق المالية للشركة المستهدفة بالعرض، من حق رئيس الهيئة وحده دون مجلس إدارتها، خاصة وأن المشرع قد جعل سلطة الموافقة على تعديل العرض، أو مد أجل سريان تعديل

العرض، أو حتى الموافقة على الاستثناء من الحظر المفروض على مقدم عرض الشراء الإجباري، الذي قام بسحبه أو العدول عنه، بتقديم عرض آخر خلال الإثني عشر شهراً التالية لذلك، جعل جميع هذه السلطات من اختصاص الهيئة، أي أن القرار الخاص بذلك يصدر من مجلس إدارة الهيئة ذاته، وليس من اختصاص رئيس الهيئة فقط.

لذلك، نرى أنه كان من الأفضل توحيد الجهة المختصة بإصدار الموافقة على تعديل أو سحب عرض الشراء أو العدول عنه، بجعل مجلس إدارة الهيئة، وليس رئيسها فقط، هو المنوط به إصدار الموافقة على ذلك؛ لضمان صدور مثل هذا القرار بعد دراسة وافية، ودون شبه محاباة أو وساطة، على اعتبار أن مثل هذه القرارات يترتب على تأثير مباشر على مصالح مساهمي الشركة المستهدفة، كما قد يترتب عليها الإضرار بالشركة الأخيره نفسها، وكذلك التأثير على استقرار السوق.

#### ٩٠ - الآثار المترتبة على عرض الشراء الإجباري:

كأصل عام، ينتهي عرض الشراء الإجباري بانتهاء المدة المحددة لسريانه، وهي المدة التي يكون لمساهمي الشركة المستهدفة بالعرض الحق في إبداء رغبتهم في بيع الأوراق المالية التي يمتلكونها لمقدم العرض. ويعتبر ذلك تطبيقاً للقواعد العامة التي تقضي بسقوط الإيجاب بانتهاء المدة المحددة له، ما لم يصادفه قبولاً من الموجه إليه قبل انقضاء هذا الميعاد<sup>(١)</sup>.

وبانتهاء مدة العرض نكون أمام إحدى حالتين: الحالة الأولى، هي استجابة مساهمي الشركة المستهدفة بالعرض لعرض الشراء الإجباري، كلهم أو بعضهم، وقيامهم ببيع الأوراق المالية التي يملكونها في الشركة المستهدفة بالعرض إلى مقدم العرض. والحالة الثانية، هي عدم استجابة أي من هؤلاء المساهمين للعرض، ورفضهم بيع الأوراق المالية التي يملكونها في الشركة المستهدفة بالعرض إلى مقدمه. ويختلف تأثير هاتين الحالتين بالنسبة لكل شخص من الأشخاص المرتبطة بالعرض، حسب ما سيلي بيانه.

(١) د. عبدالفضيل محمد أحمد: العروض العامة للشراء في البورصة، مرجع سابق، ص ٥٣.

## ٩١ - الآثار المترتبة على عرض الشراء الإجباري بالنسبة لمقدم العرض:

تختلف الآثار القانونية لعرض الشراء الإجباري بالنسبة لمقدم العرض في حالة قبول مساهمي الشركة، كلهم أو بعضهم، للعرض وقيامهم ببيع أوراقهم المالية لمقدم العرض، عن حالة رفضهم جميعاً لعرض الشراء المقدم منه.

ففي الحالة الأولى يتم بيع الأوراق المالية التي انصب عليها قبول مساهمي الشركة، ويترتب على ذلك عدداً من الآثار، أهمها<sup>(١)</sup>:

١. انتقال ملكية الأوراق المالية، محل عرض الشراء، من مساهمي الشركة الذين قبلوا عرض الشراء إلى مقدم العرض، ويصير الأخير مالكا لها، ويترتب على ذلك استحوازه على الشركة، وتختلف نسبة هذا الاستحواذ بحسب نسبة الأسهم التي صارت له بعد قبول مساهمي الشركة لعرض الشراء.

٢. سيطرة مقدم العرض على الشركة المستهدفة، فيكون له الحق في الاشتراك في مجلس إدارة الشركة بنسبة ملكيته في رأس مالها، ويستطيع التأثير على القرارات الصادرة من الجمعية العامة للشركة، سواء الجمعية العامة العادية أو غير العادية، وذلك بحسب نسبة استحوازه على أسهم الشركة بعد انتهاء العرض.

٣. قدرة مقدم العرض على تحقيق خطته المبتغاة من وراء السيطرة على الشركة، بتحقيق السيطرة الكاملة على القرارات الصادرة من مجلس إدارة الشركة، والتحكم في تعيين أعضاء مجلس الإدارة أو انتخابهم، أو الاشتراك في قرارات المجلس، متى كان استحواذ مقدم العرض على الشركة استحواذاً جزئياً. كذلك قدرته على تحقيق التكامل بين نشاط الشركة المستهدفة وبين نشاطه الرئيسي بما يخدم خطته التوسعية. وقد يصل الأمر إلى تحقيق الاندماج بين الشركة المستهدفة وبين شركته في مرحلة لاحقة للاستحواذ.

٤. تحقيق هدف مقدم العرض بالحصول على أرباح شركة واعدة (الشركة المستهدفة بالعرض)، أو جزء منها، وذلك على حسب نسبة استحوازه نتيجة لقبول عرض الشراء

(١) راجع: د. طاهر شوقي مؤمن: مرجع سابق، ص ٢٤٥، ٢٤٦.

المقدم منه، والتي ثبت، من قبل، قيامها بتحقيق نتائج أعمال جيدة في السنوات الأخيرة، أو يكون منتظراً لها في المستقبل تحقيق ذلك.

٥. أو تنفيذ هدفه في الحصول على شركة متعثرة (الشركة المستهدفة بالعرض)، وقيامه - بعد تمام عرض الشراء الإجباري - بتنفيذ عمليات إعادة التقييم لهذه الشركة، وإعادة هيكلة أصولها، لتفادي دخولها في إجراءات الإفلاس، وإقالتها من عثرتها.

٦. أو تنفيذ هدفه في الحصول على شركة تستخدم تكنولوجيا جديدة متقدمة (الشركة المستهدفة بالعرض)، يستطيع الاستفادة منها في الأعمال المتعلقة بالشركات الأخرى التي تشكل منها مجموعة الشركات التي يستحوذ عليها.

أما في حالة رفض مساهمي الشركة جميعهم لعرض الشراء الإجباري المقدم، فلا تتأثر ملكية مقدم العرض في رأس مال الشركة المستهدفة. كما لا تتغير نسبة السيطرة أو الاستحواذ التي كانت له من قبل على تلك الشركة. وتظل نسبة ملكية رأس مال الشركة ودرجة الاستحواذ للمساهمين في الشركة المستهدفة بالعرض، كما هي دون تغيير عن الفترة السابقة لتقديم العرض.

وفي هذه الحالة لا يجوز لمقدم عرض الشراء الإجباري التقدم بعرض شراء جديد خلال الستة أشهر التالية لتقديم العرض الذي تم رفضه<sup>(١)</sup>. وإن كان يجوز للهيئة أن ترخص لمقدم العرض بتقديم عرض شراء إجباري جديد خلال مدة الستة أشهر التالية لتقديم العرض الأصلي،

---

(١) في ذلك تقرر محكمة القضاء الإداري بمجلس الدولة بأنه "لما كان الثابت من الأوراق أن عرض الشراء محل القرار الطعين قد تقدمت به شركة أورنج بارتيبيشانز بتاريخ ٢٠٠٩/١٢/١٠، بينما كانت ذات الشركة قد تقدمت من قبل بثلاثة عروض للشراء الإجباري، وكان آخرها بتاريخ ٢٠٠٩/٧/١٥، فمن ثم تكون شركة أورنج قد تقدمت بعرض للشراء الإجباري الصادر بالموافقة عليه القرار المطعون فيه بتاريخ ٢٠٠٩/١٢/١٠ أي قبل مضي ستة أشهر من تقديم عرضها الأخير المقدم للهيئة المدعى عليها، وهو ما يخالف اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال في شأن مدة الحظر على تقديم عروض شراء لاحقة، الأمر الذي يضحى معه قرار قبول إيداع عرض الشراء الإجباري الأخير المودع بتاريخ ٢٠٠٩/١٢/١٠ قد تم بالمخالفة للإجراءات الجوهرية المقررة لضمان حماية المساهمين والحفاظ على مبدأي المساواة وتكافؤ الفرص، وبالتالي يكون نظر هذا الطعن وخصه وإصدار القرار المطعون فيه بالموافقة عليه مشوب بعيب مخالفة الإجراءات الجوهرية المقررة قانوناً". راجع: حكم محكمة القضاء الإداري، الدعوى رقم ١٢١٤٩ لسنة ٦٤ ق، سابق الإشارة إليه.

وذلك متى وجدت الهيئة لذلك أسباباً تقدر جديتها، ودون الإخلال بالأهداف والمبادئ المقررة بالمادتين ٣٢٧ و ٣٢٨ من اللائحة التنفيذية.

#### ٩٢ - الآثار المترتبة على عرض الشراء الإجباري بالنسبة لمساهمي الشركة:

لا يجوز إجبار مساهمي الشركة على قبول العرض بأي حال من الأحوال، سواء أكان ذلك الإجبار بطريق مباشر من قبل مجلس إدارة لشركة المستهدفة بالعرض، أو من قبل الهيئة العامة للرقابة المالية. كما لا يجوز أن يكون إجبارهم على قبول العرض بطرق مباشر عن طريق إمدادهم بمعلومات أو بيانات غير صحيحة حول وضع الشركة أو أهمية العرض، بحيث تدفعهم تلك المعلومات أو البيانات، إلى قبول العرض وبيع أوراقهم المالية إلى مقدم العرض<sup>(١)</sup>.

إذ يكون لمساهمي الشركة الموجه إليهم عرض الشراء مطلق الحرية في تقدير ملاءمة أو مناسبة العرض لهم، فيكون لهم الخيار بين قبول العرض وبيع أوراقهم المالية إلى مقدم العرض، أو يكون لهم رفض العرض والاحتفاظ بتلك الأوراق في ملكيتهم، ومن ثم الاحتفاظ بنسبة مساهمتهم في الشركة المستهدفة بالعرض، كما يكون لهم الحق في بيع هذه الأسهم لغير مقدم العرض في سوق التداول الحر، بعد انتهاء العرض وبدء التعامل على أوراق الشركة المستهدفة بالعرض في البورصة.

وإذا ما رغب مساهمو الشركة المستهدفة بالعرض في بيع أوراقهم المالية إلى مقدم العرض، فعليهم، وفقاً لما تنص عليه المادة ٣٤٨ من اللائحة التنفيذية، إصدار أوامرهم بذلك إلى إحدى شركات السمسرة في الأوراق المالية خلال فترة العرض، وتقوم هذه الشركات بإدراج هذه الأوامر بنظام التداول بالبورصة وفقاً للقواعد الحاكمة لذلك.

وتظل لمساهمي الشركة الحرية في قبول عرض الشراء الإجباري حتى بعد إصدار أوامرهم لشركة السمسرة ببيع أوراقهم المالية، فيكون لهم الحق في العدول عن ذلك وسحب أوامر البيع الصادرة منهم، شريطة أن يتم ذلك خلال فترة عرض الشراء وقبل انتهاء المدة المحددة لسريانه، وفقاً لما تقرره الفقرة الثالثة من المادة ٣٤٨ من اللائحة التنفيذية؛ وذلك لمنحهم الفرصة

(١) آمال زايدي: مرجع سابق، ص ٩٢.

للاستفادة من أي زيادة أو ميزة في سعر السهم نتيجة تقديم عرض شراء منافس للعرض الأصلي، أو لتبين أفضلية الاحتفاظ بهذه الأسهم مقارنة بالقيام ببيعها في ظل عرض الشراء القائم<sup>(١)</sup>.

وخلال يومين من انتهاء فترة سريان عرض الشراء، يجب إعلان نتيجة عرض الشراء، وما آل إليه الأمر بشأن موافقة مساهمي الشركة، جميعهم أو بعضهم، على بيع أوراقهم المالية لمقدم العرض استجابة لهذا العرض، أو رفضهم ذلك. ويجب موافاة الهيئة بهذه النتيجة في حينه.

ويجب على مقدم العرض تنفيذ عمليات الشراء للأسهم التي صدرت أوامر مساهمي الشركة في بيعها، استجابة لعرض الشراء الإجمالي، خلال خمسة أيام على الأكثر من تاريخ الإعلان عن نتيجة عرض الشراء.

وفي حالة رفض مساهمي الشركة المستهدفة عرض الشراء المقدم، فإنهم يظلوا على حالهم كمساهمين في الشركة بنسبة حصصهم فيها، ويكونون في حكم الأقلية في تلك الشركة، ويخضعون لقرارات المستحوذ متى كانت نسبة سيطرته تمنحه حق توجيه القرارات الصادرة من الشركة، وما عليهم، حينئذ، إلا الامتثال لتلك القرارات.

٩٣ - الآثار المترتبة على إتمام عرض الشراء الإجمالي بالنسبة للشركة المستهدفة بالعرض:

كأصل عام، لا يترتب على تمام عرض الشراء الإجمالي، بقبول مساهمي الشركة المستهدفة بالعرض بيع أوراقهم المالية إلى مقدم العرض، أي تأثير على الشخصية المعنوية للشركة المستهدفة بالعرض، أو أي تأثير على ذمتها المالية، إذ تبقى لهذه الشركة ذات الشخصية المعنوية والذمة المالية التي كانت تتمتع بها قبل عرض الشراء الإجمالي دون تغيير، وما يستتبع ذلك من آثار بقاء اسمها التجاري كما هو، وكذلك بقاء موطنها وجنسيته دون تغيير، وكذلك احتفاظها بممثلها القانوني<sup>(٢)</sup>.

(١) المرجع السابق.

(٢) د.أحمد حسن وسبي بنیان: مرجع سابق، ص ٢٢٨، ٢٢٩.

لذلك، تستمر العقود والتعهدات، التي سبق للشركة المستهدفة إبرامها أو الاتفاق عليها، قبل تمام عرض الشراء الإجباري، قائمة دون تغيير أو انقضاء. كما تستمر للشركة المستهدفة بالعرض صفتها في ممارسة ومباشرة الدعاوى القضائية، سواء المرفوعة منها أو عليها، دون أن تتأثر الخصومة القضائية بعملية تمام عرض الشراء، فلا تقف تلك الخصومة أو تنقطع بسبب عرض الشراء الإجباري، ذلك أن العبرة ببقاء الشخصية المعنوية للشركة قائمة دون تغيير، بصرف النظر عن التغيير الحادث في مساهميتها أو في تغيير هيكل الملكية فيها<sup>(١)</sup>.

ولكن من ناحية أخرى، يترتب تمام عرض الشراء الإجباري، بقبول المساهمين في الشركة المستهدفة بالعرض بيع أسهمهم إلى مقدم العرض، حدوث تغيير في هيكل الملكية بالشركة المستهدفة بالعرض، إذ قد يؤدي تمام العرض إلى حدوث تغيير كلي في هذا الهيكل، متى كان الاستحواذ الذي تم بناء على العرض من قبل مقدمه استحواذاً كلياً، فيصير الأخير هو المالك الوحيد للشركة، وهنا لا بد أن يكون هذا المستحوذ شركة أو مجموعة أشخاص مرتبطة، حتى يتوافر ركن تعدد الشركاء، وإلا انقضت الشركة لافتقادها هذا الركن<sup>(٢)</sup>.

ومن ناحية أخرى، قد لا يترتب على تمام عملية عرض الشراء إلا حدوث تغيير جزئي في هيكل ملكية الشركة، وذلك طالما لم يستطع مقدم العرض الاستحواذ على جميع الأسهم الخاصة بالشركة، بحيث يتبقى بعض المساهمين، والذين سيشكلون فيما بعد الأقلية في الشركة، محتفظين بأسهمهم فيها، ولم يرغبوا في بيعها لمقدم العرض (المستحوذ).

وكأثر مباشر لتغيير هيكل الملكية في الشركة المستهدفة بالعرض، يحدث تغيير في تشكيل مجلس إدارتها؛ وذلك نتيجة التغيير الحاصل في نسب الاستحواذ على الأسهم داخل الشركة، ذلك أن تشكيل هذا المجلس عادة ما يعكس نسبة المساهمين في الشركة. وهذا التغيير في تشكيل مجلس الإدارة يأتي متوافقاً مع ما تهدف إليه بالأساس عملية الاستحواذ عن طريق عرض الشراء، حيث يهدف مقدم العرض إلى فرض سيطرته على الشركة المستهدفة بالعرض، وتمرير القرارات

(١) المرجع السابق، ص ٢٢٩.

(٢) المرجع السابق، ص ٢٣٠؛ د. طاهر شوقي مؤمن: مرجع سابق، ص ٣٤٢، ٣٤٣.

التي تتوافق مع خطته المستقبلية للشركة، وهذا لن يتحقق إلا إذا دانت له السيطرة على مجلس إدارة الشركة<sup>(١)</sup>.

وكأثر، أيضاً، لتتمام استحواد مقدم العرض على الشركة المستهدفة بالعرض بعد تمام عرض الشراء الإجباري وقبول المساهمين بيع أوراقهم المالية بموجبه، يكون لهذا المستحوذ الحق في تعديل النظام الأساسي للشركة المستهدفة، وذلك متى بلغت نسبة ملكيته للأسهم داخل الشركة بعد إتمام عملية عرض الشراء، النسبة التي تمكنه من تمرير القرارات داخل الجمعية العامة غير العادية للشركة.

ويكون ذلك عادة بقصد تغيير الأحكام الواردة بالنظام الأساسي للشركة المستهدفة بالعرض، والتي تتعلق بغرض الشركة، ومدتها، ومركز إدارتها، ومقدار رأس مالها، وطريقة إدارتها، وكيفية مراقبة الإدارة بها، وطرق حلها وتصفيتها، وذلك كله تحقيقاً للأهداف التي يبتغيها مقدم العرض من السيطرة والاستحواد على الشركة وتنفيذاً لخطته المستقبلية بشأنها، والتي أوردتها في مشروع عرض الشراء الإجباري ومذكرة المعلومات<sup>(٢)</sup>.

#### ٩٤ - آثار إتمام عرض الشراء الإجباري على ديون الشركة

بالرغم من تمام عملية عرض الشراء الإجباري، وتمكن مقدم العرض من الاستحواد على الشركة المستهدفة بالكامل أو على النسبة الغالبة من أسهمها التي تمكنه من تمرير القرارات التي يراها، عن طريق تحكمه في الأصوات داخل الجمعية العامة لهذه الشركة. إلا أن ذلك لا يؤثر بحال من الأحوال على استقلالية الشخصية المعنوية والذمة المالية للشركة المستهدفة عن شخص المستحوذ وذمته المالية، وذلك وفقاً لقاعدة فصل الملكية عن الإدارة في الشركات المساهمة.

ولكن بالنظر إلى الواقع الاقتصادي، والذي يؤكد على أن عملية الاستحواد تجعل المستحوذ هو صاحب القرار الفصل في الشركة المستحوذ عليها، خاصة إذا كان المستحوذ شركة قابضة تضم تحت إدارتها مجموعة من الشركات، تدخل الشركة المستحوذ عليها ضمن مجموع تلك

(١) د. طاهر شوقي مؤمن: مرجع سابق، ص ٣٤٣.

(٢) المرجع السابق، ص ٣٤٣، ٣٤٤؛ د. أحمد حسن وسمي بنیان: مرجع سابق، ص ٢٣١، ٣٢٣.

الشركات، والتي تكون إدارتها جميعاً وتسيير العمل فيها، متوجهاً بالأساس لخدمة السياسة العامة، والتوجه الاقتصادي للشركة الأم.

فالواقع الاقتصادي يؤكد ذوبان شخصيات الشركات التابعة في شخصية الشركة القابضة، باعتبار تلك الشركات ما هي إلا وحدة اقتصادية واحدة ذات مصالح مشتركة لا يمكن الفصل بينها، فالشركة التابعة تكون مستقلة في الظاهر فقط، بينما الحقيقة تؤكد أن هذا الاستقلال الظاهري لا يقف حاجزاً دون سيطرة الشركة القابضة عليها<sup>(١)</sup>.

وهذا الواقع الاقتصادي قد يعرض دائني الشركة المستحوز عليها إلى مخاطر مالية نتيجة قيام المستحوز، باعتباره المالك للقرار داخل الشركة المستحوز عليه، بنقل أرباح وأصول تلك الشركة إلى الشركة الخاصة به، أو يقوم باستعمال تلك الأرباح أو الأصول في تمويل إحدى شركاته التابعة الأخرى. وقد تؤدي هذه القرارات والإجراءات الصادرة من المستحوز، بصفته المتصرف في الشركة المستحوز عليها، إلى إفلاس هذه الشركة وعدم قدرتها على سداد ديونها. فهنا يثور التساؤل حول مدى مسؤولية المستحوز تجاه دائني الشركة المستحوز عليها نتيجة عدم قدرة الشركة الأخيرة على سداد تلك الديون؟

والرأي التقليدي في الفقه يتوقف عند الواقع القانوني، والذي يؤكد على عدم مسؤولية المستحوز، خاصة إذا اتخذ شكل شركة ما، عن ديون الشركة المستحوز عليها، وذلك نتيجة لاستقلال الشخصية المعنوية والذمة المالية لكأني من الشركتين عن الشركة الأخرى. وبالتالي، تكون الشركة المستحوز عليها هي فقط المسؤولة عن سداد ديونها، ولا تمتد هذه المسؤولية بأي حال من الأحوال إلى المستحوز، بصرف النظر عن نسبة سيطرته أو ملكيته للشركة المستحوز عليها، فلا يكون مسؤولاً عن تلك الديون، ولا يجوز لدائني الشركة المستحوز عليها مطالبته بسدادها<sup>(٢)</sup>.

(١) د. أحمد حسن وسمي بنيان: مرجع سابق، ص ٢٣٤، ٢٣٥.

(٢) المرجع السابق، ص ٢٣٤.

لكن الحقيقة الاقتصادية تفرض وجوب أن تمتد مسؤولية المستحوز عن ديون الشركة المستحوز عليها، خاصة إذا كانت قراراته، بصفته المتحكم في الشركة المستحوز عليها، كانت هي السبب الرئيسي في إفلاس الشركة الأخيرة وعدم قدرتها على سداد ديونها.

لذلك، يلتزم المستحوز بتكاملة النقص في ديون الشركة المستحوز عليها من خلال دعوى تكملة الديون، والتي تهدف إلى نقل كل أو بعض من ديون الشركة المتوقفة عن دفع ديونها، بسبب العجز في ذلك، إلى الشخص المستحوز بكونه مديراً أو عضواً في مجلس الإدارة، سواء كان شخصاً طبيعياً أم شخصاً معنوياً، وذلك جزاءً وفاقاً لما ارتكبه أثناء إدارته للشركة المستحوز عليها من أخطاء، أو نتيجة تعسفه في القرارات التي اتخذها بصفته مهيماً على مجلس إدارتها، والتي أدت بطريق مباشر إلى إفلاس هذه الشركة، أو عجزها عن سداد ديونها<sup>(١)</sup>.

وفي ذلك يجري نص المادة ٧٠٤ من قانون التجارة رقم ١٧ لسنة ١٩٩٩<sup>(٢)</sup> على أن:

"١- إذا طلب شهر إفلاس الشركة جاز للمحكمة أن تقضى أيضاً بشهر إفلاس كل شخص قام تحت ستار هذه الشركة بأعمال تجارية لحسابه الخاص وتصرف في أموال الشركة كما لو كانت أمواله الخاصة.

٢- وإذا تبين أن موجودات الشركة لا تكفي لوفاء ٢٠% على الأقل من ديونها، جاز للمحكمة بناء على طلب قاضي التفليسة أن تقضى بإلزام أعضاء مجلس الإدارة أو المديرين كلهم أو بعضهم بالتضامن بينهم أو بغير تضامن بدفع ديون الشركة كلها أو بعضها إلا إذا أثبتوا أنهم بذلوا في تدبير شؤون الشركة عناية الرجل الحريص.

٣- ويجوز للمحكمة من تلقاء ذاتها أو بناء على طلب قاضي التفليسة أن تقضى بإسقاط الحقوق المنصوص عليها في المادة ٥٨٨ من هذا القانون عن أعضاء مجلس إدارة الشركة أو مديريها الذين ارتكبوا أخطاءً جسيمة أدت إلى اضطراب أعمال الشركة وتوقفها عن الدفع."

(١) د. إبراهيم إسماعيل إبراهيم الربيعي: مرجع سابق، ص ٢٥.

(٢) الجريدة الرسمية، العدد ١٩ مكرر، في ١٧ مايو ١٩٩٩.

وبموجب الفقرة الثانية من المادة ٧٠٤ من قانون التجارة، يكون لقاضي التفليسة أن يطلب من المحكمة إلزام أعضاء مجلس الإدارة أو المدير بتكملة النقص في ديون الشركة، متى تبين أن موجوداتها لا تكفي لوفاء ٢٠% من ديونها على الأقل. ويكون للمحكمة سلطة تقديرية واسعة في إلزام أعضاء مجلس الإدارة، جميعهم أو بعضاً منهم، حسبما تراه، وذلك وفقاً لمساهمة كل منهم في الخطأ الذي كان سبباً في إفلاس الشركة المستحوز عليها، أو كان سبباً في عجزها أو عدم قدرتها على سداد ديونها.

والسلطة التقديرية، المقررة للمحكمة بموجب نص المادة ٧٠٤ من قانون التجارة، تشمل تحديد المسؤولين عن سداد هذه الديون، وكذلك مقدار الديون التي يلتزمون بسدادها، بشرط ألا تجاوز في مجموعها إجمالي ديون الشركة المستحوز عليها<sup>(١)</sup>.

ودعوى تكملة الديون المقررة بالمادة ٧٠٤ من قانون التجارة هي صورة خاصة من تطبيقات المسؤولية التقصيرية المقررة بالقواعد العامة بالقانون المدني، فهي دعوى تعويض عن العمل الشخصي، قوامها وجود خطأ صادر من المستحوز، سبب ضرراً لدائني الشركة تمثل في عدم استيفائهم لديونهم، مع وجود علاقة سببية بين هذا الخطأ والضرر الناشئ عنه.

وإن كان يلاحظ من نص المادة ٧٠٤ من قانون التجارة، أن المشرع قد افترض وجود وتوافر الخطأ في حق أعضاء مجلس إدارة أو مدير الشركة، متى كانت موجودات الشركة لا تكفي لسداد ٢٠% من ديونها. فالواقع هنا أن المشرع قد افترض أن العجز المتمثل في عدم قدرة الشركة على سداد ديونها، يرجع إلى وجود خطأ أو تعسف من قبل مجلس إدارة الشركة أو مديرها، وذلك متى كانت موجودات الشركة لا تكفي لسداد ٢٠% من ديونها. ولكنها هذه القرينة إنما هي قرينة بسيطة يمكن لأعضاء مجلس إدارة الشركة أو مديرها دحضها؛ بإثبات قيامهم ببذل عناية الرجل الحريص في تدبير وإدارة شؤون الشركة.

ولكن، من ناحية أخرى، متى أمكن إثبات وجود خطأ من قبل المستحوز في إدارة الشركة، سواء تمثل في عدم الالتزام بالشروط التي تعهد بها في مشروع عرض الشراء ومذكرة

(١) د. إبراهيم إسماعيل إبراهيم الربيعي: مرجع سابق، ص ٢٧، ٢٨.

المعلومات، أو في مخالفته للأصول الفنية والإدارية عند احتكاره القرارات الخاصة بالشركة المستحوذ عليها، وقيامه بأعمال مادية أو قانونية أدت إلى إفلاس الشركة المستحوذ عليها، وعدم قدرتها على سداد ديونها، خاصة قيامه بنقل أصول الشركة لإحدى شركاته التابعة، أو عدم توزيع أرباحها وتوجيهها إلى الشركة القابضة، فحين ذاك تقوم مسؤوليته عن هذه الديون، ويكون لدئي الشركة المستحوذ عليها حق الرجوع عليه بهذه الديون، بموجب ما تقضي به المادة ٧٠٤ من قانون التجارة.

٩٥ - آثار إتمام عرض الشراء الإجمالي على العمال بالشركة المستهدفة بالعرض:

الأصل، ووفقاً للأهداف والمبادئ المقررة بالمادتين ٣٢٧ و ٣٢٨ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق الأوراق المالية، أنه لا يترتب على تمام عرض الشراء الإجمالي بقيام مساهمي الشركة بقبول عرض الشراء وبيع أوراقهم المالية لمقدم العرض، واكتساب الأخير ملكية هذه الأوراق المالية واستحواذه أو سيطرته على الشركة المستهدفة، لا يترتب على أي من ذلك أي تأثير على وضع العمالة الموجودة بالشركة المستهدفة.

ذلك أن الشخصية المعنوية للشركة المستهدفة تظل قائمة دون تغيير. وبالتالي، تظل جميع العقود والتعهدات التي أبرمتها من قبل تمام عرض الشراء الإجمالي قائمة دون تغيير أو انقضاء، وبالتالي تظل عقود العمل المبرمة بين الشركة وبين العاملين فيها قائمة دون تغيير.

ويضمن القانون رقم ١٢ لسنة ٢٠٠٣ بشأن إصدار قانون العمل<sup>(١)</sup>، حقوق العاملين في الشركة المستهدفة بالعرض، نتيجة لعملية الاستحواذ الناتجة عن عروض الشراء الإجبارية، والذي قد يترتب عليه تغيير في هيكل الشركة؛ ذلك أن الأحكام التي يشتمل عليها هذا القانون تمثل حداً أدنى للحقوق المقررة للعمال في مواجهة رب العمل.

إذ نصت المادة الخامسة من هذا القانون على أنه "يقع باطلاً كل شرط أو اتفاق يخالف أحكام هذا القانون ولو كان سابقاً على العمل به، إذا كان يتضمن انتقاصاً من حقوق العامل المقررة فيه. ويستمر العمل بأية مزايا أو شروط تكون مقررة، أو تقرر في عقود العمل الفردية أو

(١) الجريدة الرسمية - العدد (مكرر) في ٧ إبريل سنة ٢٠٠٣.

الجماعية أو الأنظمة الأساسية أو غيرها من لوائح المنشأة ، أو بمقتضى العرف. وتقع باطلة كل مصلحة تتضمن انتقاصاً أو إبراءً من حقوق العامل الناشئة عن عقد العمل خلال مدة سريانه أو خلال ثلاثة أشهر من تاريخ انتهائه متى كانت تخالف أحكام هذا القانون".

وقد وضع هذا القانون تنظيمًا للحقوق التي تتعلق بالعمالة في الشركة التي تزول شخصيتها المعنوية أو تتغير ملكيتها، فلم يجز المشرع أن يترتب على أي من ذلك إنهاء عقود العمال بالمنشأة، وإنما قرر أن الخلف الذي آلت إليه ملكية هذه المنشأة يكون مسئولاً بالتضامن مع سلفه عن تلك الحقوق. إذ قررت الفقرة الثانية من المادة التاسعة من قانون العمل أنه لا يترتب على إدماج المنشأة في غيرها أو انتقالها بالإرث أو الوصية أو الهبة أو البيع -ولو كان بالمزاد العلني- أو النزول أو الإيجار أو غير ذلك من التصرفات، إنهاء عقود استخدام عمال المنشأة ويكون الخلف مسئولاً بالتضامن مع أصحاب الأعمال السابقين عن تنفيذ جميع الالتزامات الناشئة عن هذه العقود<sup>(١)</sup>.

كما تضمن الباب السابع من الكتاب الثاني من قانون العمل تنظيم حقوق العمال في حالة قيام رب العمل بإنهاء عقد العمل الفردي، وأكد على عدم جواز إنهاء عقود العمل الفردية إلا لسبب مشروع يقره القانون، أو تنظمه اللوائح المتعلقة ببيئة وظروف العمل. إذ قررت الفقرة الثانية من المادة ١١٠ من قانون العمل أنه يجب أن يستند صاحب العمل في الإنهاء إلى مبرر مشروع وكاف يتعلق بإخلال العامل بالتزام من التزاماته الجوهرية أو بكفاءته.

ومن ناحية أخرى، يجب أن نضع في اعتبارنا أن مقدم عرض الشراء يسعى، من خلال عرض الشراء المقدم منه وبيان خطته المستقبلية بشأن الشركة المستهدفة، إلى معالجة الاختلالات الواقعة في الهيكل الإداري والمالي للشركة المستحوذ عليها، خاصة في حالات

(١) في ذلك تقرر محكمة النقض بأن "انتقال ملكية المنشأة من صاحب عمل إلى غيره بأي تصرف مهما كان نوعه بما في ذلك إدماجها في أخرى، لا يؤثر في عقد العمل ويبقى العقد قائماً بقوة القانون بين العامل وصاحب العمل الجديد، وينصرف إليه أثره ويكون مسئولاً عن تنفيذ كافة الالتزامات المترتبة عليه، ولا يعني ذلك قانوناً وجوب تطبيق القواعد والأحكام التي تضمنتها العقود والنظم الخاصة بعمال الشركة الداخلة قبل الاندماج على عمال الشركة المندمجة، طالماً أن عقودهم والنظم التي كانت سارية في شأنهم لم تتضمن قواعد وأحكاماً مماثلة، كما لا يعني أيضاً اعتبار عمال الشركة المندمجة عمالاً لدى الشركة الداخلة قبل حصول الاندماج". راجع: الطعن رقم ٥٠٥٨ لسنة ٦٢ قضائية، جلسة ١٩٩٩/٥/٢، مكتب فني، سنة ٥٠، قاعدة ١١٨، صفحة

عروض الاستحواذ التي تتم لشركات تعاني بالأساس من مشاكل مالية وإدارية لا تجعلها قادرة على المنافسة في السوق. لذلك يسعى المستحوز، بعد إتمام عرض الشراء، إلى معالجة تلك المشاكل المالية، وحالة الترهل الإداري التي تكون، عادة، ناشئة عن زيادة عدد العمالة في الشركة المستحوز عليها عن الحاجة الفعلية لذلك، فيقوم باستبدال بعض العاملين بآخرين من ذوي الخبرة أو الكفاءة التي تناسب مع خطته المستقبلية تجاة الشركة المستهدفة بالعرض، أو التخلص من هذه العمالة الزائدة نهائياً، وعادة ما يتم ذلك وفقاً لبرامج التقاعد المبكر.

لذلك فالمستقر عليه أنه لرب العمل سلطة في تنظيم منشأته، وإتخاذ ما يراه من الوسائل لإعادة تنظيمها، وإن أدى به ذلك إلى تضيق دائرة نشاطه أو ضغط مصروفاته، متى رأى من ظروف العمل ما يدعو إلى ذلك، بحيث إذا إقتضى هذا التنظيم إغلاق أحد فروع المنشأة أو أحد أقسامها، وإنهاء عقود بعض عماله، كان لهذا الإنهاء ما يبرره وإتفى عنه وصف التعسف<sup>(١)</sup>.

ولذلك أكدت المادة ١٩٦ من قانون العمل على حق صاحب العمل، لضرورات اقتصادية، في الإغلاق الكلي أو الجزئي للمنشأة أو تقليص حجمها أو نشاطها بما قد يمس حجم العمالة بها، وذلك في الأوضاع والشروط والإجراءات المنصوص عليها في هذا القانون.

إلا أنها عادت بالمواد من ١٩٧ حتى المادة ٢٠١ من قانون العمل<sup>(٢)</sup>، ونظمت هذا الحق، فلم تجعله حقاً مطلقاً يمارسه صاحب العمل دون رقيب أو حسيب، وإنما يجب أن تكون

(١) الطعن رقم ١٢٧ لسنة ٣٢ قضائية، جلسة ١٩٦٦/٤/٦، مكتب فني، سنة ١٧، قاعدة ١١١، صفحة ٨٢١.

(٢) تقرر المادة ١٩٧ من قانون العمل أنه "في تطبيق أحكام المادة السابقة، علي صاحب العمل أن يتقدم بطلب إغلاق المنشأة أو تقليص حجمها أو نشاطها إلي لجنة تشكل لهذا الغرض. ويتضمن الطلب الأسباب التي يستند إليها في ذلك وأعداد وفئات العمال الذي سيتم الاستغناء عنهم. وعلي اللجنة أن تصدر قرارها مسبباً خلال ثلاثين يوماً علي الأكثر من تاريخ تقديم الطلب إليها فإذا كان القرار صادراً بقبول الطلب وجب أن يشمل علي بيان تاريخ تنفيذه. ولصاحب الشأن أن يتظلم من هذا القرار بقبول الطلب، ويجب أن يشمل علي بيان تاريخ تنفيذه. ولصاحب الشأن أن يتظلم من هذا القرار أمام لجنة أخرى تشكل لهذا الغرض، ويرتب علي التظلم من القرار الصادر بقبول الطلب وقف تنفيذه. ويصدر قرار من رئيس مجلس الوزراء بتشكيل كل من اللجنتين المشار إليهما وتحديد اختصاصاتهما والجهات التي تمثل فيهما والإجراءات التي تتبع أمامهما ومواعيد وإجراءات التظلم. ويراعي أن يتضمن تشكيل كل من اللجنتين ممثلاً عن المنظمة النقابية العمالية المعنية يرشحه الاتحاد العام لنقابات عمال مصر، وممثلاً عن منظمات أصحاب الأعمال ترشحه المنظمة المعنية بنشاط المنشأة".

لهذا الاجراء أسباباً مشروعة تبرره، وأن يُعرض الأمر من قبل على لجنة تُشكل لذلك، ولا يحق لصاحب العمل اتخاذ هذا الاجراء قبل صدور قرار هذه اللجنة.

ومع ذلك، نرى أنه يجب على مقدم العرض الالتزام بالأحكام والشروط التي وضعها، وسبق له أن بينها في مشروع عرض الشراء الإجمالي المقدم منه، وكذلك في مذكرة المعلومات المقدمة منه بشأن العرض، وذلك فيما يتعلق بالإجراءات التي سيتخذها بشأن العمالة في الشركة، سواء من حيث تعهده بالإبقاء على هذه العمالة دون تغيير، أو المحافظة على حقوقها التي كانت تتمتع بها قبل إتمام عرض الشراء وانتقال السيطرة على الشركة المستهدفة بالعرض إلى المستحوذ.

لذلك، لا يجوز لمقدم العرض، متى استحوذ على الشركة، تغيير تلك الشروط بما يخالف ما تعهد بالالتزام به في مشروع عرض الشراء أو مذكرة المعلومات المقدم منه. ويقع على عاتق الهيئة

---

كما تقرر المادة ١٩٨ من ذات القانون أنه "يخطر صاحب العمل العمال والمنظمة النقابية المعنية بالطلب المقدم منه وبالقرار الصادر بالإغلاق الكلي أو الجزئي للمنشأة أو بتقليص حجمها أو نشاطها. ويكون تنفيذ ذلك القرار اعتباراً من التاريخ الذي تحدده اللجنة التي نظرت الطلب أو التظلم علي حسب الأحوال.

كما تقرر المادة ١٩٩ من ذات القانون أنه "في حالة الإغلاق الجزئي أو تقليص حجم المنشأة أو نشاطها، إذا لم تتضمن الاتفاقية الجماعية السارية في المنشأة المعايير الموضوعية لاختيار من سيتم الاستغناء عنهم من العمال، فإنه يتعين علي صاحب العمل أن يتشاور في هذا الشأن من المنظمة النقابية وذلك بعد صدور القرار وقبل التنفيذ وتعتبر الأقدمية والأعباء العائلية والسن والقدرات والمهارة المهنية للعمال من المعايير التي يمكن الاستئناس بها في هذا الشأن. وفي جميع الأحوال يتعين أن تراعي تلك المعايير والموازنة بين مصالح المنشأة ومصالح العمال".

كما تقرر المادة ٢٠٠ من ذات القانون أنه "يحظر علي صاحب العمل التقدم بطلب الإغلاق الكلي أو الجزئي للمنشأة أو تقليص حجمها أو نشاطها أثناء مراحل الوساطة والتحكيم".

وأخيراً، تقرر مادة ٢٠١ من ذات القانون أنه "مع عدم الإخلال بحكم المادة (١٩٨) من هذا القانون، وفي الحالات التي يحق فيها لصاحب العمل إنهاء عقد العمل لأسباب اقتصادية يجوز له، بدلاً من استخدام هذا الحق، أن يعدل من شروط العقد بصفة مؤقتة، وله علي الأخص أن يكلف العامل بعمل متفق عليه ولو كان يختلف عن عمله الأصلي، كما أن له أن ينقص أجر العامل بما لا يقل عن الحد الأدنى للأجور. فإذا قام صاحب العمل بتعديل في شروط العقد، وفقاً للفقرة السابقة، كان للعامل أن ينهي عقد العمل دون أن يلتزم بالإخطار، ويعتبر الإنهاء في هذه الحالة إنهاءً مبرراً من جانب صاحب العمل، ويستحق العامل المكافأة المنصوص عليها بالفقرة التالية. ويلتزم صاحب العمل عند إنهاء العقد لأسباب اقتصادية وفقاً للإجراءات المبينة بالمواد من (١٩٦-٢٠٠) من هذا القانون بأن يؤدي للعامل الذي أنهى عقده مكافأة تعادل الأجر الشامل لشهر عن كل سنة من الخمس السنوات الأولى من سنوات الخدمة وشهر ونصف عن كل سنة تجاوز ذلك".

العامة للرقابة المالية، وكذلك الجهات المختصة بوزارة القوى العاملة التأكد من التزام المستحوذ بهذه الشروط، والحفاظ على حقوق العاملين بالشركة المستهدفة بعد إتمام عمليات الاستحواذ تلك.

## الخاتمة

عرض الشراء الاختياري هو عرض تُلزم فيه الهيئة العامة للرقابة المالية أحد الأشخاص بأن يعرض شراء أوراق مالية (الأسهم والسندات القابلة للتحويل إلى أسهم) لشركة ما، متى بلغت نسبة استحواذه على ملكية رأس مالها أو حقوق التصويت فيها حدًا معينًا قرره اللائحة التنفيذية لسوق رأس المال. وتهدف عروض الشراء الإجبارية إلى حماية أقلية المساهمين في الشركة المستهدفة من السيطرة التي تتمتع بها أغلبية المساهمين في الشركة، إذ يمكنهم من الخروج من الشركة بأفضل الشروط المناسبة، وبسعر شراء للسهم يعادل ذات السعر الذي اشترى به مقدم العرض أسهمًا للشركة من خلال عرض شراء سابق.

ولا تعتبر عروض الشراء الإجبارية دعوة إلى التعاقد أو وعدًا به، وإنما هي إيجاب موجه إلى جمهور المساهمين في الشركة المستهدفة بالعرض، لقبول بيع الأوراق المالية لمقدم العرض وفقًا لسعر الشراء المحدد بالعرض وشروطه، وذلك خلال المدة المحددة له.

ويقتصر نطاق الشركات الخاضعة لعروض الشراء الإجبارية على شركات المساهمة، وعلى حصص الشركات المتضامنين في شركات التوصية بالأسهم، وذلك سواء تم قيد الأوراق المالية لهذه الشركات بالبورصة المصرية، أو قامت فقط بطرح أسهمها في اكتتاب عام في السوق الأولية، أو من خلال طرح عام في سوق التداول ولو لم تكن مقيدة بالبورصة.

ولا يجوز أن يقل سعر عرض الشراء الإجباري عن أعلى سعر دفعه مقدم العرض أو أحد الأشخاص المرتبطة في عرض شراء سابق خلال الإثني عشر شهرًا السابقة على تقديم عرض الشراء العلني. ونرى أنه كان من الأفضل عدم قصر تحديد سعر الشراء على ذلك الذي تم دفعه في عرض شراء سابق، بل مد ذلك إلى أعلى سعر تم دفعه عن طريق عمليات السوق المفتوح، أو عن طريق الاتفاقيات أو التفاهات التي تمت مع الشركة المستهدفة بالعرض أو مع المساهمين فيها، لأن في ذلك حماية لأقلية المساهمين.

كما نرى أنه كان من الأفضل منح الهيئة سلطة اللجوء إلى معايير أخرى، متى كانت الظروف الاقتصادية تجعل هذا السعر غير معبر عن حقيقته مركز الشركة المالي، لأن في ذلك تحقيق الموازنة بين حماية أقلية المساهمين وعدم تعريض مقدم العرض لغبن ظاهر نتيجة إجباره على الشراء بسعر لا يعكس القيمة الحقيقية للشركة المستهدفة.

ويجوز أن يتم عرض الشراء الإجباري من خلال مبادلة أسهم الشركة المستهدفة بأسهم شركة أخرى قائمة بالفعل، ولكن يجب أن يتضمن العرض الخيار للملكي الأوراق المالية بين مبادلة الأسهم المملوكة لهم أو الحصول على ثمن تلك الأسهم نقداً، ما لم يتعهد مقدم العرض باستمرار قيد الأوراق المالية في البورصة المصرية، فيجوز له يقصر مقابل الشراء في العرض على خيار المبادلة فقط.

كما نرى وجوب وضع معيار أكثر تحديداً لفكرة القيمة العادلة للسهم، والتي يضطلع بتحديد المستشار المالي المستقل، وذلك في الأحوال التي توجب فيها اللائحة التنفيذية على مقدم العرض وجوب تعيينه. فيجب وضع معايير محددة لتحديد تلك القيمة العادلة، بحيث توفر الثقة لدى المساهمين في تقييم المستشار المالي. كما يجب وضع جزاءات جنائية وتأديبية ضد أي مستشار مالي يتلاعب أو لا يلتزم بهذه المعايير، أو يكون تقييمه مبني على معلومات وبيانات أو تخمينات غير صحيحة، أو مخالفة لواقع ومعطيات الحال، حتى ولو كان هذا المستشار المالي معيناً من قبل مقدم العرض وليس من قبل الهيئة.

والأصل أن يكون عرض الشراء الإجباري باتاً غير معلق على أي شرط. لكن مع ذلك، فقد أجاز المشرع شرطين يمكن لمقدم العرض وضعهما في مشروع عرضه: الأول إلزامي في حالة عرض الشراء الذي يكون مقابل الشراء فيه هو المبادلة بأسهم شركة أخرى تصدر من إحدى الشركات، حيث يوجب المشرع على مقدم العرض أن يعلق عرضه على موافقة الشركة المعنية على إصدار تلك الأسهم، متى كان مقابل الشراء عن طريق المبادلة بأسهم سيتم إصدارها عن طريق إجراءات زيادة رأس المال.

أما الشرط الثاني فيعطي الهيئة الحق في الموافقة على تضمين مقدم عرض الشراء الإجباري شرطاً بوقف تمام العرض على تملك نسبة ٧٥% من رأس المال أو حقوق التصويت

في حالات الاستحواذ بقصد الاندماج، أو على نسبة ٥١% من رأس المال أو حقوق التصويت متى كان القصد من العملية السيطرة على الشركة.

وتنحصر حالات الالتزام بتقديم عرض شراء إجباري في الحالات الآتية:

١. إذا بلغت حصة الشخص الطبيعي أو الاعتباري في شركة ما، سواء منفرداً أو من خلال الأشخاص المرتبطة به، ثلث رأس مالها أو حقوق التصويت فيها أو أكثر من ذلك.

٢. قيام من يستحوذ، سواء بمفرده أو بواسطة أشخاصه المرتبطة، على أكثر من ثلث رأس المال أو حقوق التصويت في الشركة المستهدفة، دون أن تصل نسبة ما يستحوذ عليه إلى النصف، بزيادة هذه النسبة بما يجاوز ٥% من رأس المال أو حقوق التصويت، متى تم ذلك خلال إثني عشر شهراً متتالية.

٣. من تصل نسبة ما يملكه من رأس مال الشركة أو حقوق التصويت فيها أكثر من النصف بصرف النظر عن نسبة الزيادة أو مقدارها.

٤. قيام من يستحوذ على أكثر من نصف رأس المال أو حقوق التصويت في الشركة المستهدفة، دون أن تصل نسبة ما يستحوذ عليه إلى ثلثي رأس المال أو حقوق التصويت فيها، سواء تم ذلك بمفرده أو بواسطة أشخاصه المرتبطة، بزيادة هذه النسبة بما يجاوز ٥% من رأس المال أو حقوق التصويت، متى تم ذلك خلال إثني عشر شهراً متتالية.

٥. قيام من يستحوذ على أكثر من ثلثي رأس المال أو حقوق التصويت في الشركة المستهدفة، دون أن تصل نسبة ما يستحوذ عليه إلى ثلاثة أرباع رأس المال أو حقوق التصويت فيها، سواء تم ذلك بمفرده أو بواسطة أشخاصه المرتبطة، بزيادة هذه النسبة بما يجاوز ٥% من رأس المال أو حقوق التصويت، متى تم ذلك خلال إثني عشر شهراً متتالية.

٦. من تصل نسبة ما يملكه من رأس مال الشركة أو حقوق التصويت فيها أكثر من ثلاثة أرباع رأس مال الشركة أو حقوق التصويت، بصرف النظر عن نسبة الزيادة أو مقدارها.

كذلك فإن حالات الإعفاء من تقديم عرض شراء إجباري قد وردت على سبيل الحصر، فلا يجوز القياس عليها. وهي تنوع بين حالات ترجع بالأساس إلى انتفاء نية المساهم في السيطرة الفعلية على الشركة المستهدفة، سواء كان ذلك راجعاً إلى نص في القانون أو لسبب

خارج عن إرادته. وقد ترجع بعض هذه الحالات لأسباب أخرى، كتغيير في ملكية الشركة أو نتيجة لانتقال أصولها، أو نتيجة لإعادة توزيع تلك الملكية أو الأصول، أو لترجيح المشرع مصالح أشخاص أخرى على مصلحة أقلية المساهمين.

وفي جميع الأحوال نرى وجوب أن يكون القرار الصادر من الهيئة، سواء بالزام المستحوذ بتقديم عرض شراء إجباري أو اعفائه منه، مسبباً، وذلك لمزيد من الشفافية من ناحية، ومن ناحية أخرى لا مكان لمراقبة صحته من قبل القضاء، وكذلك للحد من وجود منازعات بشأنه. وتتولى الهيئة العامة للرقابة المالية الرقابة والإشراف على عروض الشراء الإجبارية منذ بدايتها حتى لحظة الانتهاء منها، والقرارات التي تصدر منها في هذا الشأن، تعد قرارات إدارية نهائية، يجوز التظلم منها أمام لجنة التظلمات المنصوص عليها بالمادتين ٥٠ و ٥١ من قانون سوق رأس المال.

ووفقاً لما انتهت إليه الدراسة، فإن لجهاز حماية المنافسة ومنع الممارسات الاحتكارية دوراً محدوداً في الرقابة على عرض الشراء بقصد الاستحواذ، فاللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال لا توجب على مقدم العرض إلا أن يقدم تعهداً منه بإخطار الجهاز عن العملية محل عرض الشراء.

ونرى أنه كان الأفضل أن يكون لجهاز حماية المنافسة ومنع الممارسات الاحتكارية دوراً أكبر في الرقابة على عروض الشراء بقصد الاستحواذ، للتأكد من عدم استخدام هذه العروض كوسيلة لخلق وضع مهيمن أو مسيطر في السوق، أو إلى إيجاد وضع احتكاري أو شبه احتكاري فيه. وأن يحصل المستحوذ قبل إتمام إجراءات الاستحواذ أو عرض الشراء على موافقة الجهاز، ويكون للجهاز الحق في إبطال أي عرض يؤدي إلى مخالفة الأحكام الخاصة بالمنافسة الحرة، أو يؤدي إلى خلق وضع احتكاري مهيمن على السوق، كما يكون للهيئة أن تأمر مقدم العرض، بناء على ما يقرره الجهاز في هذا الشأن، بتعديل العرض بما يتوافق مع أحكام القوانين المتعلقة بحرية المنافسة ومنع الممارسات الاحتكارية.

ويحظر المشرع على مقدم العرض أو أشخاصه المرتبطة القيام بعملية تجميع أسهم الشركة المستهدفة بشراءها من البورصة خلال فترة العرض.

ويجوز لمقدم العرض أن يطلب من الهيئة العامة للرقابة المالية الموافقة على تعديل عرض الشراء السابق تقديمه، وذلك قبل خمسة أيام على الأقل على تاريخ انتهاء فترة سريان العرض، مع بيان أسباب ومبررات طلب تعديل العرض، وبشرط ألا يكون من شأن ذلك الإضرار بمصالح أو حقوق مالكي الأوراق المالية المستهدفة بالعرض.

ولا يجوز لمقدم العرض سحبه أو العدول عنه خلال المدة من تاريخ التقدم بمشروع عرض الشراء ومذكرة المعلومات حتى تاريخ انتهاء العرض، وإن كان يجوز لرئيس الهيئة العامة للرقابة المالية الموافقة على قيام مقدم العرض بسحبه أو العدول عنه متى أثبت تحقق حدث جوهري ضار يستحيل معه بقاء عرض الشراء قائماً على الحال الذي كان عليه، ولا يجوز له تقديم عرض شراء جديد خلال الإثني عشر شهراً التالية لتاريخ العدول.

ولا نرى سبباً واضحاً لجعل هذا الاختصاص من حق رئيس الهيئة دون مجلس إدارتها، خاصة وأن المشرع قد جعل جميع السلطات المتعلقة بتنظيم العروض والرقابة عليها من اختصاص مجلس إدارة الهيئة ذاته.

لذلك، نرى الأفضل لو تم تعديل هذا النص بجعل الاختصاص بالموافقة على سحب العرض أو العدول عنه من اختصاص مجلس إدارة الهيئة مثله في ذلك مثل قرار الموافقة على تعديل العرض؛ وذلك لضمان صدور هذا القرار بعد دراسة وافية، ودون وجود شبهة محاباة في إصداره، لأن هذه القرارات يترتب على تأثير مباشر على مصالح مساهمي الشركة المستهدفة، كما قد يترتب عليها الإضرار بالشركة الأخيره نفسها، وكذلك التأثير على استقرار السوق.

ومتى تم قبول عرض الشراء الإجمالي من المساهمين، تنتقل ملكية الأوراق المالية، محل العرض، من المساهمين القابلين للعرض إلى مقدم العرض، ويصير الأخير مسيطراً على الشركة بنسبة ما يستحوذ عليه من أسهمها، ويكون له التدخل في إدارتها، ويستطيع التأثير على القرارات الخاصة بها.

ولمساهمي الشركة الحق في العدول عن قبول العرض وسحب أوامر البيع الصادرة منهم، شريطة أن يتم ذلك خلال فترة عرض الشراء وقبل انتهاء المدة المحددة لسريانه.

ولا يترتب على تمام عرض الشراء الإجباري أي تأثير على الشخصية المعنوية للشركة المستهدفة بالعرض، أو أي تأثير على ذمتها المالية. وإن كان يترتب عليه حدوث تغيير في هيكل الملكية بالشركة المستهدفة بالعرض، بحسب نسبة الاستحواذ التي استطاع مقدم العرض الحصول عليها، وهو ما قد يمنحه الحق في تغيير مجلس إدارة الشركة، وكذلك الحق في تعديل نظامها الأساسي.

ورغم ذلك، فإن الحقيقة الاقتصادية تفرض وجوب مد مسؤولية المستحوذ عن ديون الشركة المستحوذ عليها، إذا كانت قراراته أو أفعاله هي السبب الرئيسي في تعرض الشركة الأخيرة للإفلاس، أو عدم قدرتها على سداد ديونها. لذلك، يلتزم المستحوذ بتكاملة النقص في ديون الشركة المستحوذ عليها من خلال دعوى تكملة الديون، وذلك وفقاً للمادة ٧٠٤ من قانون التجارة.

ولا يترتب على عرض الشراء الإجباري أي تأثير على وضع العمالة الموجودة بالشركة المستهدفة؛ ذلك أن الشخصية المعنوية للشركة المستهدفة تظل قائمة دون تغيير. فلم يجز قانون العمل إنهاء عقود العمال بالمنشأة نتيجة لذلك، وإنما قرر اعتبار الخلف، الذي آلت إليه ملكية هذه المنشأة، مسؤولاً بالتضامن مع سلفه عن تلك الحقوق. ولا يجوز للمستحوذ، بدواعي وجود ضرورات اقتصادية، اتخاذ قرار بالإغلاق الكلي أو الجزئي للمنشأة، أو تقليص حجمها أو نشاطها بما قد يمس حجم العمالة بها، إلا لأسباب مشروعة، وبعد موافقة اللجنة التي تشكل لذلك وفقاً للمقرر بقانون العمل.

كما لا يجوز لمقدم العرض مخالفة ما سبق أن تعهد بالالتزام به في مشروع عرض الشراء أو مذكرة المعلومات، عند بيان خطة المستقبلية تجاه العمالة بالشركة المستهدفة. ونرى أنه يقع على عاتق الهيئة العامة للرقابة المالية، وكذلك الجهات المختصة بوزارة القوى العاملة وجوب التأكد من التزام المستحوذ بهذه الشروط، وكذلك ضمان الحفاظ على حقوق العاملين بالشركة المستهدفة بعد إتمام عمليات الاستحواذ تلك.

تم بحمد الله وفضله،

# الملاحق

## الملحق الأول

اعلان عرض شراء إجباري مختلط  
مقدم من شركة الصناعات الهندسية المعمارية  
للإنشاء والتعمير (ايكون)  
للاستحواذ على أسهم شركة أكرو مصر للشدات  
والسقالات المعدنية ش.م.م

## اعلان عرض شراء إجباري مختلط

تعن شركة الصناعات الهندسية المعمارية للإنشاء والتعمير (ايكون)

عن عرض شراء مختلط حتي ١٧ ٧١٢ ١٠٥ سهم

تمثل نسبة ٥٣,٦١٩٧ % (المكتملة لنسبة ١٠٠%) من أسهم شركة أكرو مصر للشدات والسقالات المعدنية ش.م.م. وفقاً لأحكام الباب الثاني عشر من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢.

مقدم العرض	شركة الصناعات الهندسية المعمارية للإنشاء والتعمير (أيكون)
الشركة المستهدفة بالعرض	شركة أكرو مصر للشدات و السقالات المعدنية

### أولاً: التعريف بمقدم العرض

شركة الصناعات الهندسية المعمارية للإنشاء والتعمير (ايكون) شركة مساهمه مصريه تم تأسيسها عام ١٩٧٧ وهي شركة رائده في مجال صناعات تشكيل الحديد. كذلك تقوم الشركة بتوريد وتركيب وإدارة تجهيزات المشروعات الكبرى.

### ثانياً: بيانات مقدم العرض:

اسم مقدم العرض	شركة الصناعات الهندسية المعمارية للإنشاء والتعمير (أيكون).
مجال عمل الشركة	صناعة وتجارة الآلات والمعدات والمركبات والمواد المعمارية والقيام بالأعمال التجارية والتوكيلات واعمال الاستيراد والتصدير وتصنيع قطاعات الحديد والصاج المعرج والساندويتش بانلز والكرفات والمواسير الحديد
الشكل القانوني لمقدم العرض	شركة مساهمة مصريه مؤسسه وفقاً لاحكام القانون ١٥٩ لسنة ١٩٨١
تاريخ تأسيس الشركة مقدمة العرض والتأشير بالسجل التجاري:	تأسست الشركة بتاريخ ١٩٧٧/٥/٨ ومقيدة بالسجل التجاري رقم ١٨٢٢٢٤
رأس مال الشركة مقدمة العرض وعدد أسهم رأس المال	٤٨٠.٠٠٠ جنيه موزع علي ٦٢ ٣٧٠.٠٠٠ سهم بقيمة اسمية ٤ جنيه للسهم
عدد ونسبة الأسهم المملوكة لمقدم العرض او أي من اطرافه المرتبطة في الشركة المستهدفة بالعرض وفقاً لتقديرات الهيئة بموجب القرار رقم (٢٠٤) لسنة ٢٠١٧ ووفقاً لقائمة مساهمي الشركة المستهدفة بالعرض في ٢٠١٨/٢/١ الصادر من شركة مصر للمقاصة والادباع والقيد المركزي	عدد ونسبة الأسهم المملوكة لمقدم العرض: عدد ٩ ٩١٥ ٢١٣ سهم والممثلة لنسبة ٣٠,١٦٣% من رأس مال الشركة المستهدفة بالعرض. الأسهم المملوكة للمجموعة المرتبطة: عدد ٧,٦٥٢,٨٩٢ سهم والتي تمثل ٢٣,١٦% من أسهم الشركة المستهدفة بالعرض وتفصيلها كالتالي:
١. عرفات محمد ماجد عبدالصمد صقر ويمتلك	٤,٥٧٥,٨١٣ سهم بنسبة ١٣,٨٥% من أسهم الشركة
٢. السيدة/ مني محمد ماجد عبد الصمد صقر وتمتلك	١,٠٠٧,٣٨٢ سهم بنسبة ٣,٠٥% من أسهم الشركة.
٣. السيد / هشام محمد منحت يوسف الفار ويمتلك	١,٦١٠,٩٨٥ سهم بنسبة ٤,٨٧% من أسهم الشركة



اللائس للمحاماة والاستشارات القانونية  
٦ شارع بحري الجزيرة - الزمك - القاهرة - ٢٠٠٤

صفحة ١ من ٩



*(Handwritten signature)*

٤. السيد / السيد احمد احمد عنيه ويمتلك ٢٤,٠١٢ سهم بنسبة ٠,٠٧٣% من أسهم الشركة
٥. السيد/ يوسف هشام محمد مدحت يوسف الفار ويمتلك ١١٩,٨٤١ سهم بنسبة ٠,٣٦% من أسهم الشركة
٦. السيد / احمد السيد احمد عنيه ويمتلك ٦٥٢٦٢ سهم بنسبة ٠,١٩٨% من أسهم الشركة
٧. السيدة / خديجة هشام محمد مدحت يوسف الفار وتمتلك ٢٧,٥٩٧ سهم بنسبة ٠,٠٨٤% من أسهم الشركة
٨. السيدة / مليكة هشام محمد مدحت يوسف الفار وتمتلك ٢٧,٠٠٠ سهم بنسبة ٠,٠٨٢% من أسهم الشركة
٩. السيد/ محمد فرج مصطفى ابراهيم ويمتلك ١٩٥,٠٠٠ سهم بنسبة ٠,٥٩٠% من أسهم الشركة

#### عدد ونسبة ومواصفات الأسهم المطلوب شراؤها

حتى عدد ١٧ ٧١٢ ١٠٥ سهم والتي تمثل ٥٣,٦١٩٧ % من أسهم الشركة (والمكتملة لنسبة ١٠٠% ) من أسهم رأس مال الشركة المستهدفة بالعرض وجميعها أسهم اسمية عادية نقدية. وذلك بعد استبعاد الحصة المملوكة لمقدم العرض وقدرها ٩,٩١٥,٢١٣ سهم فضلا عن الحصة المملوكة لشركة المقاولون العرب للاستثمارات البالغة عددها ٤٩٦ ٤٠٥ سهم والتي ايدت عدم رغبتها في الاستجابة لعرض الشراء بناء على تعهدات وقرارات من نائب رئيس مجلس ادارة والعضو المنتدب لشركة المقاولون العرب للاستثمارات بذلك.

المساهمون الذين يملكون ١% فأكثر من أسهم الشركة مقدم العرض طبقاً للبيان الصادر من شركة مصر للمقاصة والادعاء والقيد المركزي المؤرخ ٢٠١٨/٢/١

١. عرفات محمد ماجد عبدالصمد صقر ويمتلك نسبة ٢٨,٥٥٩٦٤٩% من أسهم الشركة
٢. هشام محمد مدحت يوسف الفار ويمتلك نسبة ١٠,٥١٦٩٣٨% من أسهم الشركة
٣. مني محمد ماجد عبد الصمد صقر وتمتلك نسبة ٩,٧٣٠١٩٨٨% من أسهم الشركة
٤. هاني احمد مصطفى جوده ويمتلك نسبة ٤,٢٨٠٣٤٣١% من أسهم الشركة
٥. محمد عبد الموجود محمد سليمان ويمتلك نسبة ٢,٠٤٨٢٦٠٤% من أسهم الشركة
٦. زينب امين محمود عبد الله وتمتلك نسبة ١,٩٠٧٩٦٨٦% من أسهم الشركة
٧. احمد كمال علي محمد معوض ويمتلك نسبة ١,٥٢٧٨٤٩٩% من أسهم الشركة
٨. شريف هشام خطاب محمد ويمتلك نسبة



الابنس للحاماة والاستشارات القانونية  
٦ شارع سراي البريزة - الزمالك - القاهرة - ج.م.ع



صفحة ٢ من ٤

*(Handwritten signature)*

١٣. ١,٣٤٦٨٠١٣% من أسهم الشركة
٩. السيد احمد احمد عنبه ويمتلك نسبة ١,٢٨٥٣٣٢٧% من أسهم الشركة
١٠. محمد اشرف عمر عمر ويمتلك نسبة ١,٢٤٨٢٤١١% من أسهم الشركة
١١. ميلاد حنا جرجس جرجس ويمتلك نسبة ١,١٧٨٣٤٢٢% من أسهم الشركة
١٢. مصطفى احمد صفوت مصطفى طرطوسيه ويمتلك نسبة ١,١٣٣٧٣٩% من أسهم الشركة
١٣. يوسف هشام محمد مدحت يوسف الفار ويمتلك نسبة ١,٠٩١٠٢٢٩% من أسهم الشركة
١٤. ماجد محمد عبد المقصود الشحات ويمتلك نسبة ١,٠٦٩٩٤٨٧% من أسهم الشركة

عدد ونسبة الأسهم المملوكة للأشخاص المرتبطة بمقدم العرض وفقاً لتقديرات الهيئة بموجب القرار رقم (٢٠٤) لسنة ٢٠١٧ في الشركة المستهدفة بالعرض وفقاً لقائمة مساهمي الشركة المستهدفة بالعرض في ٢٠١٨/٢/١ الصادر من شركة مصر للمقاصة والإيداع والقيود المركزي:

١. عرفات محمد ماجد عبدالصمد صقر ويمتلك ٤,٥٧٥,٨١٣ سهم بنسبة ١٣,٨٥% من أسهم الشركة
٢. السيدة/ منى محمد ماجد عبد الصمد صقر وتمتلك ١,٠٠٧,٣٨٢ سهم بنسبة ٣,٠٥% من أسهم الشركة.
٣. السيد / هشام محمد مدحت يوسف الفار ويمتلك ١,٦١٠,٩٨٥ سهم بنسبة ٤,٨٧% من أسهم الشركة
٤. السيد / السيد احمد احمد عنبه ويمتلك ٢٤,٠١٢ سهم بنسبة ٠,٠٧٣% من أسهم الشركة
٥. السيد/ يوسف هشام محمد مدحت يوسف الفار ويمتلك ١١٩,٨٤١ سهم بنسبة ٠,٣٦% من أسهم الشركة
٦. السيد / احمد السيد احمد عنبه ويمتلك ٦٥٢٦٢ سهم بنسبة ٠,١٩٨% من أسهم الشركة
٧. السيدة / خديجة هشام محمد مدحت يوسف الفار وتمتلك ٢٧,٥٩٧ سهم بنسبة ٠,٠٨٤% من أسهم الشركة
٨. السيدة / مليكة هشام محمد مدحت يوسف الفار وتمتلك ٢٧,٠٠٠ سهم بنسبة ٠,٠٨٢% من أسهم الشركة
٩. السيد/ محمد فرج مصطفى ابراهيم ويمتلك ٩٥,٠٠٠ سهم بنسبة ٠,٥٩٠% من أسهم الشركة



ألايس للمحاماة والاستشارات القانونية  
٦ شارع معالي الخديجة - الاماك - القاهرة - ج.ع.ع



صفحة ٣ من ٩

*(Handwritten signature)*

المستشارون المرتبطون	مكتب الاينس للمحاماة - د/ اشرف ناجي أبو الخير	المستشار التقوني لمقدم العرض
شركة فيريست كابيتال للاستشارات المالية عن الأوراق المالية - حسن محمد حسن طه	شركة فيريست كابيتال للاستشارات المالية عن الأوراق المالية	المستشار المالي لمقدم العرض
شركة التجاري الدولي للمسمرة في الأوراق المالية	شركة التجاري الدولي للمسمرة في الأوراق المالية	سمسار مقدم العرض

### ثالثاً: بيانات الشركة المستهدفة بالعرض:

اسم الشركة	شركة أكرو مصر للشدات و السقالات المعدنية
الشكل القانوني وتاريخ التأسيس :	شركة مساهمة مصرية مؤسمة وفقاً لأحكام قانون الشركات و القانون رقم ٢٣٠ لسنة ١٩٨٩ و قانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢ وتم قيدها بالسجل التجاري بتاريخ ١٠/١٠/١٩٧٧
رأس مال الشركة المصدر والمدفوع	٢٢٨ ١٤٠ جنية مصري ممدد بالكامل
عدد الأسهم والقيمة الاسمية للمساهمة	٢٣ ٠٣٢ ٨١٤ سهم بقيمة اسمية قدرها ١٠ جنيهات للسهم الواحد.
موقف القيد بالبورصة	جميع أسهم الشركة مقيدة بالبورصة المصرية
موقف الإيداع المركزي طبقاً لبيان رأس المال الصادر من شركة مصر للمقاصة والإيداع والقيد المركزي في ٢٠١٨/٢/١	عدد ٢٣ ٠٢٠ ٥٦٨ سهم مقيد في الإيداع المركزي. عدد ١٢ ٢٤٦ سهم، غير مقيد في الإيداع المركزي
المساهمون الذين يمتلكون أكثر من ١% من أسهم الشركة المستهدفة بالعرض طبقاً للبيان الصادر من شركة مصر للمقاصة والإيداع والقيد المركزي المؤرخ ٢٠١٨/٢/١	١. شركة الصناعات الهندسية المعمارية للإنشاء والتعمير ايكون وتمتلك نسبة ٣٠,٠١٦% من اسهم الشركة ٢. شركة المقاولون العرب للاستثمارات ش م م وتمتلك نسبة ١٦,٣٢٢% من اسهم الشركة ٣. عرفات محمد ماجد عبدالصمد صقر ويمتلك نسبة ١٣,٨٥٢% من اسهم الشركة ٤. احمد محمد نبيل عبد الصمد صقر ويمتلك نسبة ٥,٠٨٩% من اسهم الشركة ٥. هشام محمد مندحت يوسف الفار ويمتلك نسبة ٤,٨٧٧% من اسهم الشركة ٦. مني محمد ماجد عبد الصمد صقر وتمتلك نسبة ٢,٠٥٠% من اسهم الشركة ٧. مصطفى احمد صفوت مصطفى طرطوسيه ويمتلك نسبة ١,٧٣٦% من اسهم الشركة ٨. احمد كمال علي محمد معوض ويمتلك نسبة ١,٦٩١% من اسهم الشركة ٩. ايمن كمال علي محمد معوض ويمتلك نسبة



الايينس للمحاماة والاستشارات القانونية  
٦ شارع مدي البزيرة - الإسماعيلية - القاهرة - ج.م.ع



صفحة ٤ من ٩

*(Handwritten signature)*

- ١,٦٢٧% من اسهم الشركة
١٠. ايهاب كمال علي محمد معوض ويمتلك نسبة ١,٦٢٣% من اسهم الشركة
١١. ماجد محمد عبد المقصود الشحات ويمتلك نسبة ١,٣٦٨% من اسهم الشركة
١٢. كريم محمد منجي عبد الصمد صقر، ويمتلك نسبة ١,٣٦٢% من اسهم الشركة
١٣. هاني عثمان حسين الحناوي ويمتلك نسبة ١,٣٠٢% من اسهم الشركة
١٤. ميلاد حنا جرجس جرجس ويمتلك نسبة ١,١٧٢% من اسهم الشركة
١٥. زينب امين محمود عبدالله وتمتلك نسبة ١,١٢٩% من اسهم الشركة

#### رابعاً: بيانات عرض الشراء:

نوع العرض  
عرض شراء إجباري مختلط (نقدى ومبادل) وفقاً لأحكام الباب الثاني عشر من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢.

سعر العرض :  
السعر النقدي بمبلغ ٣٠,٧٥ جنيهاً مصرياً (ثلاثون جنيهاً و خمسة و سبعون قرشاً فقط لا غير) للسهم الواحد. وبحق لحملة اسهم الشركة المستهدفة بالعرض قبول خيار مبادلة السهم بواقع ٣,٥١ سهم من اسهم زيادة رأس مال شركة الصناعات الهندسية المعمارية للإنشاء و التعمير (ايكون)، مقابل كل سهم من أسهم الشركة المستهدفة بالعرض مع جبر الكسور لصالح صغار مساهمي الشركة المستهدفة بالعرض و ذلك طبقاً لأحكام و شروط الاستجابة الى عرض الشراء المبينة بهذا الاعلان.

الامتثال لقرار الهيئة رقم ٢٠٤ الصادر بتاريخ ٢٠١٧/٣/٥

غرض العرض:

أولاً: السعر النقدي:

أساس احتساب السعر المعروض

تم احتساب السعر النقدي على أساس القيمة العادلة لسعر السهم طبقاً لدراسة شركة فيرست كابيتال للاستشارات المالية - المستشار المالي لشركة الصناعات الهندسية المعمارية للإنشاء والتعمير ليكون المؤرخة ٢٠١٧/١٢/٢٤ وقد احتسبت القيمة العادلة للسهم باستخدام طريقة التدفقات النقدية المخصومة (٦٥%) ، مرجحاً بمتوسط سعر إغلاق السهم لمدة ستة أشهر السابقة على تاريخ التقييم (٣٥%) وقد بلغت القيمة العادلة للسهم ٣٠,٧٥ جنيهاً مصرياً.

ثانياً: معامل المبادلة:

بناء على تقرير شركة فيرست كابيتال للاستشارات المالية - المستشار المالي لشركة الصناعات الهندسية المعمارية للإنشاء والتعمير (ايكون) اقراراً بحساب القيمة العادلة للشركة مقدمة



الأيمن للمحاماة والاستشارات القانونية  
٦ شارع معراي الجزيرة - آزماك - القاهرة - ج.م.ع



*(Handwritten signature)*

العرض والشركة المستهدفة بالعرض، وقد تم حساب معامل المبادلة لاسهم شركة الصناعات الهندسية المعمارية للإنشاء و التعمير (ايكون) ولسهم شركة أكرو مصر اخذاً في الاعتبار معايير التقييم الصادر من الهيئة العامة للرقابة المالية. وقد انتهت الدراسة الى ان معامل المبادلة يبلغ ٣,٥١ سهم من اسهم شركة الصناعات الهندسية المعمارية للإنشاء و التعمير (ايكون) لكل سهم من اسهم الشركة المستهدفة بالعرض بناء على القيم العادلة لاسهم شركة اكرو مصر وشركة ايكون والبالغة ٣٠,٧٥ جنيهاً و ٨,٧٤ جنيهاً على التوالي. وقد اقرت الجمعية العامة لمساهمي الشركة مقدمة العرض في اجتماعها المنعقد في ٢٠١٨/٢/٥ معامل المبادلة سالف الذكر.

اجمالي قيمة عرض الشراء  
٢٢٨ ٦٤٤ ٥٤٤ جنيهاً مصرياً فقط لا غير والتي تمثل قيمة عدد ١٧٧١٢١٠٥ سهم المستهدفة بعد استبعاد عدد ٥٤٠٥٤٩٦ سهم والتي تخص شركة المقاولون العرب للاستثمارات نظرا لعدم استجابتها لعرض الشراء.

بلغ متوسط سعر الإقبال في البورصة المصرية للشركة المستهدفة بالعرض مبلغ قدره ٤٨,١٢ (خمسة و عشرين جنيهاً و ثمانون قرشاً فقط لا غير) للسهم الواحد وذلك خلال السنة أشهر من تاريخ ٢٠١٧/٨/٤٣ وحتى سعر إقبال يوم ٢٠١٧/٨/٤٣  
٢٠ يوم عمل رسمي تبدأ من اليوم التالي لنشر الإعلان بحيث تبدأ من جلسة تداول يوم ..... الموافق ٢٠١٨/٢/٢٠ وتنتهي بنهاية جلسة تداول يوم ..... الموافق ٢٠١٨/٢/٢٠

متوسط سعر الإقبال في البورصة خلال الستة أشهر السابقة على تقديم عرض الشراء هو ٤٨,١٢  
بموجب كتاب قرار عرض الشراء رقم ٢٠١٧/٢/٢٠  
فترة سريان العرض

على مالكي اسهم الشركة المستهدفة بالعرض الراغبين في بيع اسهمهم من خلال عرض الشراء اتباع التعليمات التالية خلال فترة سريان العرض:

الاستجابة لعرض الشراء

١. اجراءات بيع الأسهم نقداً:

التقدم خلال فترة سريان العرض بأمر بيع مقابل السعر النقدي البالغ قدره ٣٠,٧٥ جنيه مصري ( ثلاثون جنيهاً خمسة و سبعون قرشاً فقط لا غير) للسهم الواحد لأي من شركات السمسرة في الأوراق المالية والمرخص لها من الهيئة العامة للرقابة المالية .

و/أو

٢. اجراءات بيع الأسهم عن طريق المبادلة:

التقدم خلال فترة سريان العرض لأي من شركات السمسرة في الأوراق المالية بأمر موضح به رغبة مالك الأسهم بمبادلة أسهمه في الشركة المستهدفة بالعرض بأسهم زيادة رأس مال شركة الصناعات الهندسية المعمارية للإنشاء و التعمير (ايكون) الشركة مقدمة العرض .

وقد تم الموافقة على اصدار حتى عدد ٨١ ١٤٢ ٧٧٦ سهم لشركة الصناعات الهندسية المعمارية للإنشاء و التعمير (ايكون) مقدمة العرض لتلبية طلبات المبادلة بموجب قرار



Alliance  
Law Firm  
الأيمن للمحاماة والاستشارات القانونية  
٦ شارع سراي الجزيرة - الزمالك - القاهرة - ج.م.ع

Handwritten signature of the legal firm.

الجمعية العامة غير العادية للشركة والمنعقدة بتاريخ ٥ فبراير ٢٠١٨.

وتعهدت شركة مصر للمقاصة للايداع والقيود المركزي (امين الحفظ) بتجميد الاسهم المقدمة في العرض للمبادلة وعدم تسوية العمليات المرسله من البورصة الخاصة بالاسهم محل المبادلة الا بعد التاثير في السجل التجارى وقيود زيادة راس المال المصدر لشركة الصناعات الهندسية والمعمارية للانشاء والتعمير -ايكون في الايداع المركزي وذلك لاتمام عملية التسوية بناء على مبدء التسليم مقابل الدفع وفقا لكتابهم المؤرخ ٢٠١٨/٣/١١ وسيتم نقل الملكية وفقا لإجراءات التداول المعمول بها بالبورصة المصرية.

علما بأنه يحق للمساهم الراغب في الاستجابة لعرض الشراء بيع كل اسهمه نقدا او من خلال المبادلة او بيع جزء نقدي وجزء مقابل مبادلة الاسهم مع احتفاظ المساهمين الذين استجابوا للعرض سواء النقدي او المبادلة بحقهم في سحب اوامر البيع في أي وقت خلال فترة سريان العرض.

#### تاريخ تنفيذ عملية الشراء

يتم التنفيذ بالبورصة المصرية خلال خمسة ايام عمل بعد انتهاء فترة سريان العرض مع مراعاة قواعد التنفيذ المعمول بها بالبورصة المصرية وذلك بالنسبة للاسهم المستجيبة للعرض النقدي، اما فيما يتعلق باسهم المبادلة فيتم التنفيذ حين اصدار اسهم الزيادة والتاثير بالمجل التجارى باسمهم الزيادة وقيدها بشركة مصر للمقاصة، او التسوية النقدية حال عدم تحقق ذلك في ضوء التعهدات الواردة ادناه .

#### خامساً: تعهدات مقدم العرض:

يتعهد مقدم العرض بما يلي:

١. الانتهاء من اجراءات زيادة راس مال الشركة مقدمة العرض في ضوء ما ستسفر عنه نتيجة عرض الشراء بحد أقصى ٣٠ يوم من تاريخ انتهاء سريان عرض الشراء، وفي حال تعذر الانتهاء من اجراءات زيادة راس المال المشار اليها خلال هذه المدة يتم التنفيذ النقدي على اسهم المبادلة وهذا بناءً على طلب كتابي من المساهمين الذين استجابوا للمبادلة ولم يتعهدوا بعدم الاستجابة للعرض النقدي موجه من خلال شركات السمسرة التي تقدموا من خلالها باوامرهم.
٢. شراء و/او مبادلة كامل الاسهم المعروضة للبيع كاستجابة لعرض الشراء، دون التقيد بحد ادني لتنفيذ عرض الشراء.
٣. عدم الاستغناء عن العاملين بالشركة المستهدفة بالعرض خلال الاثني عشر شهراً التالية من تاريخ تنفيذ عرض الشراء إلا وفقاً لأحكام قانون العمل، كذلك يلتزم مقدم العرض بعد الانتهاء من الاستحواذ الحفاظ على حقوق العاملين وكافة مزاياهم طبقاً لأحكام قانون العمل واللوائح والقوانين السارية.
٤. أنه لم يتم بإغفال أي بيانات أو إفساحات من شأنها أن تؤثر على سعر سهم الشركة المستهدفة بالعرض وقرار حملة أسهم الشركة المستهدفة بالعرض للاستجابة للعرض من عدمه وأنه قد أفصح عن كافة المعلومات الجوهرية المتعلقة بمقدم العرض والأطراف المرتبطة به وكذا مراعاته أحكام الباب الثاني عشر من اللائحة التنفيذية للقانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢ وكذا التزامه بكافة القرارات والتعهدات المقدمة إلى الهيئة العامة للرقابة المالية ضمن مستندات العرض.
٥. أن كافة البيانات والمعلومات الواردة بهذا العرض ومذكرة المعلومات المتعلقة به صحيحة وتحت المسؤولية الكاملة لمقدم العرض والمستشار القانوني وبمسار مقدم العرض دون أدنى مسؤولية تقع على الهيئة العامة للرقابة المالية وأنه لا توجد لدى مقدم العرض او اي من الاطراف المرتبطة به اية معلومات جوهرية او اتفاقيات غير منشورة قد تؤثر على سعر السهم او قرار المستثمر في الاستجابة او عدم الاستجابة لعرض الشراء المائل



صفحة ٧ من ٩

الابنيس للمحاماة والاستشارات القانونية  
٦ شارع سراي الجزيرة - الإمام - القاهرة - ج.م.ع

٦. لا توجد نية لدي مقدم العرض بدمج الشركة المستهدفة بالعرض في أي شركة أخرى خلال ١٢ شهراً التالية من تاريخ تنفيذ عرض الشراء.
٧. الشركة مقدمة العرض لشطب الشركة المستهدفة من القيد بالبورصة المصرية خلال ٦ أشهر من تاريخ تنفيذ عرض الشراء وذلك في ضوء ما يسفر عنه عرض الشراء، بشرط أن تتخطى نسبة ملكية الشركة مقدمة العرض على ٨٠% أو أكثر من أسهم الشركة المستهدفة بعد تنفيذ عرض الشراء أو في حالة إنخفاض نسبة الأسهم حرة التداول عن النسبة المقررة وفقاً لقواعد قيد وشطب الأوراق المالية بالبورصة المصرية.
٨. لا توجد نية لدي مقدم العرض لتصفية الشركة المستهدفة بالعرض.
٩. لا نية لدي مقدم عرض الشراء لبيع الأسهم المستحوذ عليها خلال ١٢ شهراً من تاريخ تنفيذ عرض الشراء.

#### سادساً: الخطة المستقبلية لمقدم العرض خلال السنة الأولى من الشراء:

سيستمر مقدم العرض في دعم الشركة المستهدفة بالعرض لتحقيق أهدافها الاستراتيجية لتصبح شركة رائدة في مجال الشدات والمقالات وبما يخدم ويعزز أهدافها في السوق الدولي والمحلي.

#### سابعاً: تمويل عرض الشراء وأثر تنفيذ عملية الشراء على الهيكل التمويلي للشركة المستهدفة بالعرض:

صدر خطاب إلزام مصرفي من البنك التجاري الدولي- المعادي-جراند مول بتاريخ ٢٠١٨/٢١/٢١ يفيد أن مقدم العرض يتوافر لديه الموارد المالية اللازمة لتمويل عرض الشراء النقدي وقد تم رصد مبلغ إجماليه ٢٤٣,٨ مليون جنيه لتسوية عملية الشراء وقد تم توفير هذا المبلغ من خلال موارده الذاتية في حدود مبلغ ١٢١,٨٩٧ مليون جنيه علاوة على تمويل من البنك التجاري الدولي بحد أقصى ١٢١,٨٩٧ مليون جنيه وقد تم رصد هذا المبلغ لتسوية عملية الشراء ويضمن البنك السداد في تاريخ التسوية بناء على تعليمات كتابية من مساهمين شركة اكرو مصر للشدات و السقالات المعدنية المستجيبين للعرض النقدي. علماً بأن هذا الخطاب ساري حتى تاريخ ٢٠١٨/٢١/٢١ أو تاريخ التسوية أيهما أقرب.

وتجدر الإشارة أنه تم احتساب التمويل المطلوب لعملية الشراء النقدي بعد استبعاد حصة المساهمين الذين تعهدوا بموجب إقرار كتابي رغبتهم في الاكتفاء بالاستجابة لمبادلة الأسهم فقط، والتي تبلغ حصتهم عدد ٩ ٧٨٣ ٨١٦ سهم تمثل ٢٩,٦١٨٤٨% من أسهم الشركة المستهدفة بالعرض و استبعاد عدد ٥٤٠٥٤٩٦ سهم من الأسهم المستهدفة بالعرض والتي تخص شركة المقاولون العرب للاستثمارات نظر لعدم استجابتها لعرض الشراء.

#### معامل المبادلة:

أما فيما يتعلق بخيار المبادلة المعتمد من الجمعية العامة غير العادية في ٢٠١٨/٢/٥ فسوف يتم تمويل عرض الشراء عن طريق مبادلة كل سهم من أسهم الشركة المستهدفة بالعرض بعدد ٣,٥١ سهم من أسهم زيادة رأس مال الشركة مقدمة العرض مع جبر الكسور لصالح مساهمي الشركة المستهدفة بالعرض، وقد تم الموافقة على اصدار حتى ١٤٢ ٧٧٦ سهم الشركة مقدمة العرض لتلبية طلبات المبادلة في ضوء ما يسفر عنه نتائج عرض الشراء.

علماً بأنه لن يتم الاعتماد على أصول أو موارد الشركة المستهدفة بالعرض لتمويل عرض الشراء.

#### ثامناً: إضاحات مكملة

التالية لزيادة رأس المال المائله

الشركة مقدمة العرض دراسة زيادة رأس مالها تأهلا خلال ١٢ شهراً من تاريخ تنفيذ عرض الشراء لزيادة استثماراتها دون الإخلال بحقوق المساهمين القدامى وذلك وفقاً لما يقره القانون والقرارات الصادرة تنفيذاً له وتخاذ الاجراءات اللازمة لذلك.

#### تاسعاً: المستشار المالي لمقدم العرض:

شركة فيرمست كابيتال للاستشارات المالية عن الأوراق المالية	الاسم
حسن محمد حسن طه	الصفة
المستشار المالي لمقدم العرض	العنوان
جاليريا ٤٠، البرج الشرقي، مدينة ٦ أكتوبر، الجيزة	

صفحة ٨ من ٩



**عاشراً: بيانات شركة السمسرة المنفذة للشراء نيابة عن مقدم العرض:**

الاسم	شركة التجاري الدولي للسمسرة في الأوراق المالية
الصفة	سمسار مقدم العرض
العنوان	شارع محي الدين أبو العز - الدقي - الجيزة

**حادي عشر: المستشار القانوني لمقدم العرض:**

الاسم	مكتب الأينس للمحاماة - د. أشرف أبو الخير
الصفة	المستشار القانوني لمقدم العرض
العنوان	٦ ش سراي الجزيرة - الزمالك - القاهرة

**اثني عشر: مذكرة المعلومات المرتبطة بالعرض**

يمكن لمالكي الأوراق المالية محل عرض الشراء الراغبين في الحصول عن اية معلومات إضافية أو الحصول على نسخة من مذكرة المعلومات المعدة من قبل مقدم العرض، من خلال الجهات التالية:

الشركة المستهدفة بالعرض وعنوانها: المنطقة الصناعية - وادي حورف - حلوان  
سمسار مقدم العرض وعنوانه: شارع محي الدين أبو العز - الدقي - الجيزة

تمت الموافقة على نشر هذا الإعلان واعتماده من الهيئة العامة للرقابة المالية بتاريخ / ٢٠١٨ .

علماً بأن موافقة الهيئة العامة للرقابة المالية على نشر هذا الإعلان ليس اعتماداً للجدوى التجارية والاستثمارية لعرض الشراء أو لأي إجراءات أو اتفاقيات مبرمة أو قرارات مزعج اتخاذها من مقدم العرض وحيث ان مسنوليه تحديد هذا السعر ومدى سلامته يقع عبئه على مقدم العرض ومستشاريه المرتبطين، كما ان هذا الإعلان يلزم مقدم العرض بشراء جميع ما يعرض عليه من أسهم ودون إلزام على حملة أسهم الشركة المستهدفة بالعرض بالبيع اذ ان الاستجابة لعرض الشراء تتم بناء على رغبة مالكي الاسهم وفي ضوء القرار الاستثماري لهم اذ ان القرار الاستثماري يخضع لقرار كل مستثمر وفقاً للمتغيرات الاستثمارية التي تؤثر في هذا القرار وذلك دون ادنى مسنولية تقع على الهيئة العامة للرقابة المالية.

أشرف نجيب أبو الخير



الأينس للمحاماة والاستشارات القانونية  
٦ شارع سراي الجزيرة - الزمالك - القاهرة - ج.م.ع



## الملحق الثاني

موافقة على طلب الهيئة بتقديم عرض شراء إجباري  
ومذكرة المعلومات المتعلقة بعرض شراء إجباري نقدي

مقدم من تحالف كلاً من:

شركة سمو للاستشارات ش.م.م

وشركة وادي للاستشارات ش.م.م

للاستحواذ على أسهم شركة الكابلات المصرية ش.م.م

٤١٤  
٢٠١٩/٣/٦



موافقة على نشر اعلان عرض شراء وفقاً لأحكام الباب الثاني عشر من اللائحة التنفيذية لقانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢			
تاريخ ايداع الطلب:	١١	٢	٢٠١٩
اليوم	الشهر	السنة	
اسم الشركة مقدم العرض:	تحالف كل من شركة/ سمو للاستشارات ش.م.م. وشركة/ فلوريش للاستثمار <b>Flourish Investment</b> وشركة/ وادي للاستشارات ش.م.م.		
الشركة المستهدفة بالعرض:	شركة الكابلات الكهربائية المصرية ش.م.م.		
عدد الأسهم المطلوبة:	شراء حتى عدد ٢٩٤,٩٧٩,٣١٥ سهم تمثل نسبة ٤١,٤٦% من أسهم شركة الكابلات الكهربائية المصرية ش.م.م. (المكتملة لنسبة ٩٠%)		
سعر العرض:	١,٣٥ جنيه للسهم الواحد		

السيد / ايمن عبد الستار  
(المستشار القانوني لمقدم العرض)

تحية طيبة وبعد،،،،،

بالإشارة إلى كتاب سيادتكم الوارد إلى الهيئة والخاص بطلب الموافقة على نشر اعلان عرض الشراء المقدم من تحالف كل من شركة سمو للاستشارات ش.م.م.، وشركة/ فلوريش للاستثمار **Flourish Investment**، وشركة/ وادي للاستشارات ش.م.م. لشراء عدد ٢٩٤,٩٧٩,٣١٥ سهم تمثل نسبة ٩٠% من أسهم رأسمال شركة الكابلات الكهربائية المصرية ش.م.م. في ضوء رغبة الشركة في استمرار القيد بسعر نقدي يبلغ ١,٣٥ جنيه مصري للسهم الواحد. وذلك وفقاً لأحكام الباب الثاني عشر من اللائحة التنفيذية لقانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢. أود أن تجدوا طيبه مشروع الإعلان بعد موافقة الهيئة على نشره على أن يلتزم مقدم العرض بالآتي:

- ١- شراء حتى عدد ٢٩٤,٩٧٩,٣١٥ من الأسهم المعروضة للبيع كاستجابة لعرض الشراء.
- ٢- إخطار (الشركة المستهدفة بالعرض) بإعلان عرض الشراء ومذكرة المعلومات بعد صدور موافقة الهيئة على نشر اعلان عرض الشراء.
- ٣- الالتزام بإخطار الهيئة حال وجود أى تغير في هيكل الملكية مقدم العرض واطرافه المرتبطة بنسبة اكثر من ٣/١ رأس مال الشركة المستهدفة بالعرض.

- ٤- إخطار الهيئة بآية معلومات أو بيانات مرتبطة بعرض الشراء قبل إعلانها أو نشرها ما لم تكن قد تم الإفصاح عنها في عرض الشراء أو في مذكرة المعلومات
- ٥- الالتزام بنشر إعلان عرض شراء خلال يومين من تاريخ موافقة الهيئة على نشر إعلان عرض الشراء.
- ٦- الكتابة الى البورصة المصرية لابلاغها بموافقة الهيئة على نشر اعلان عرض الشراء محل العرض وجواز تقديم عروض شراء منافسة وفقا لأحكام المادتين ٣٤٦، ٣٤٧ من اللائحة التنفيذية من القانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢.
- ٧- الالتزام بإتاحة مذكرة المعلومات لدى سمسار العملية حتى يتسنى لحاملي الأوراق المالية محل العرض الإطلاع عليها.
- ٨- الالتزام بكافة التعهدات الخاصة بمقدم العرض..

وعلى أن يتم التنفيذ وفقا لقواعد التداول المعمول بها بالبورصة المصرية بشأن الشركات المقيدة بالبورصة ودون أدنى مسؤولية تقع على الهيئة.

علماً بأن موافقة الهيئة العامة للرقابة المالية على نشر الإعلان ليست اعتماداً للجديوي التجارية والاستثمارية لعرض الشراء أو لأي إجراءات أو اتفاقات مبرمة أو قرارات مزعم اتخاذها من مقدم العرض، كما لا تتدخل الهيئة في تحديد سعر عرض الشراء حيث ان مسؤولية تحديد هذا السعر ومدى سلامته يقع عيه على مقدم عرض الشراء ومستشاريه ، مع ملاحظة أن هذا الإعلان يلزم مقدم العرض بشراء جميع ما يعرض عليه من أسهم ودون إلزام على حملة أسهم الشركة المستهدفة بالعرض بالبيع اذ أن الإستجابة لعرض الشراء تتم بناء على رغبة مالكي الاسهم وفي ضوء القرار الاستثمارى لهم اذ ان القرار الاستثمارى يخضع لقرار كل مستثمر وفقا للمتغيرات الاستثمارية التى تؤثر فى هذا القرار وذلك دون ادنى مسؤولية تقع على الهيئة العامة للرقابة المالية.

وتفضلوا بقبول فائق الاحترام.....

د. سيم الزايم عبد الفضيل  
رئيس الادارة المركزية لتمويل الشركات

إلى  
لجنة التدوير  
بإدارة  
التمويل  
بمصر

٢٠١٩	٣	٦
السنة	الشهر	اليوم

صورة مبلغة الى مدير ادارة الافصاح بالبورصة المصرية  
صورة مبلغة الى مقرر لجنة التداول بالبورصة المصرية



سمو للاستثمارات

## مذكرة المعلومات الخاصة بعرض شراء إجباري

المقدم من شركة سمو للإستثمارات ش.م.م.

### عن:

شراء حتى عدد ٢٩٤,٩٧٩,٣١٥ سهم تمثل نسبة ٤١,٤٦% (والمكتملة لنسبة ٩٠% بعد استبعاد الحد الأدنى للأسهم حرة التداول وفقاً لقواعد قيد الأوراق المالية بالبورصة واللائمة لاستمرار قيد اسهم الشركة المستهدفة بالبورصة المصرية)  
من أسهم راس مال شركة/ الكابلات الكهربائية المصرية - ش.م.م،  
وفقاً للأحكام الواردة بالباب الثاني عشر من اللائحة التنفيذية لقانون سوق المال ٩٥ لسنة ١٩٩٢

أولاً : التعريف بمقدم العرض

شركة مساهمة مصرية تعمل في مجال الاستشارات والاستثمار العقاري والمقاولات والتجارة العامة

ويتحالف معها :

- شركة فلوريش للاستثمار (طرف مرتبط) شركة مساهمة مصرية تعمل في مجال الاستثمار والتطوير العقاري واقامة وتشغيل مصنع لتصنيع الكابلات الكهربائية

- شركة وادي للاستشارات (طرف مرتبط ) شركة مساهمة مصرية تعمل في مجال الاستشارات والاستثمار العقاري والمقاولات العامة

ثانياً : بيانات مقدم العرض

شركة سمو للاستثمارات ش.م.م. شركة فلوريش للاستثمار FLOURISH INVESTMENT شركة وادي للاستثمارات ش.م.م	إسم مقدمي العرض:
- شركة سمو للاستثمارات ش.م.م مساهمة مصرية خاضعة لقانون (الشركات المساهمة) رقم (١٥٩) لسنة (١٩٨١) ولائحته التنفيذية تأسست الشركة بتاريخ ٢٠١١/٧/٥ وتم قيدها بالسجل التجاري برقم ٥٢٧٩٥ استثمار القاهرة رأس مال الشركة المرخص به : ٥٠٠ مليون جنية مصرى راس المال المصدر والمدفوع : ١٥٠ مليون جنية مصرى موزع	التعريف بمقدمي العرض : الشكل القانوني رأس المال المرخص به والمصدر والمدفوع وعدد أسهم رأس المال المصدر والقيمة الاسمية للسهم

سمو للاستثمارات  
ش.م.م



هشام ع. ابوعلو





سمو للاستثمارات

<p>على عدد ١٥ مليون سهم بقيمة اسمية قدرها ١٠ جنية مصرى للسهم الواحد</p> <p>- شركة فلوريش للاستثمار FLOURISH INVESTMENT شركة مساهمة مصرية خاضعة لقانون (الشركات المساهمة) رقم (١٥٩) لسنة (١٩٨١) ولائحته التنفيذية</p> <p>تأسست بتاريخ ٢٠١٩/٢/٧ تم قيدها بالسجل التجاري برقم ١٣١١٨٢ استثمار القاهرة</p> <p>رأس المال المرخص به: ١٠ مليون جنية</p> <p>رأس المال المصدر والمدفوع: ١ مليون جنية موزعة على ١ مليون سهم بقيمة اسمية ١ جنية مصرى للسهم الواحد</p> <p>- شركة وادي للاستثمارات ش.م.م مساهمة مصرية خاضعة لقانون (الشركات المساهمة) رقم (١٥٩) لسنة (١٩٨١) ولائحته التنفيذية</p> <p>تأسست الشركة بتاريخ ٢٠١١/١/١١ وتم قيدها بالسجل التجاري برقم ٥٠٠٥٩ استثمار القاهرة</p> <p>رأس المال المرخص به: ١٠ مليون جنية مصرى</p> <p>راس المال المصدر والمدفوع: ١ مليون جنية مصرى موزع على عدد ١٠٠ ألف سهم بقيمة اسمية قدرها ١٠ جنية مصرى للسهم الواحد</p>	
<p>يملك مقدم العرض واطرافه المرتبطة عدد ٣٤٥,٣٢٣,٣٣١ سهم بنسبة ٤٨,٥٤ % من اسهم الشركة المستهدفة على النحو التالى:</p> <p>١- شركة سمو للاستثمارات (مقدم العرض) تمتلك عدد ١٦,١٤٢,٤٦٠ سهم بنسبة ٢,٢٧ %</p> <p>٢- شركة وادي للاستثمارات (تحالف مقدم العرض) تمتلك عدد</p>	<p>عدد ونسبة الأسهم المملوكة لمقدم العرض او اى من اطرافه المرتبطة فى الشركة المستهدفة بالعرض حتى تاريخ ٢٠١٩/١/٣١</p>

سمو للاستثمارات  
ش.م.م



محمد عبد العلى

مدينته مصر  
مساهمة مصرية  
للتداول الأوراق المالية  
من ت: 31431 استثمار القاهرة  
ملف مصرى: 5/0058/193/00/00



سمو للاستثمارات

٥٤,١٥٦,٨٦٣ سهم بنسبة ٧,٦١% ٣- شركة بايونيرز القابضة للاستثمارات المالية تمتلك عدد ٤٤,٤٣٤,٩٣٦ سهم بنسبة ٦,٢٥% ٤- شركة الحصن للاستشارات تمتلك عدد ١١٥,٥٧٨,٧٣١ سهم بنسبة ١٦,٢٥% ٥- شركة نمو للاستشارات تمتلك عدد ١٠٨,٧٧٤,٢١٨ سهم بنسبة ١٥,٢٩% ٦- شركة الصفوة للاستشارات والتنمية تمتلك عدد ٦,٢٣٦,١٢٣ سهم بنسبة ٠,٨٨%	
غير مقيدة بالبورصة المصرية وغير مودعة بالحفظ المركزي	موقف الشركة مقدمة العرض وشركات التحالف من القيد بالبورصة والقيد بالإيداع المركزي
حتى عدد (٢٩٤,٩٧٩,٣١٥) سهم تمثل نسبة قدرها ٤١,٤٦% من اسهم راس مال الشركة المستهدفة بالعرض والمكاملة لنسبة ٩٠% . <b>بعد استبعاد مايلي :</b> ١. الحد الأدنى للأسهم حرة التداول وفقاً لقواعد قيد الأوراق المالية بالبورصة واللازم لاستمرار قيد الشركة المستهدفة بالبورصة المصرية والبالغ ١٠% من اسهم راس المال للشركة المستهدفة ٢. شركة بايونيرز القابضة للاستثمارات المالية تمتلك عدد ٤٤,٤٣٤,٩٣٦ سهم بنسبة ٦,٢٥% ٣. شركة الحصن للاستشارات تمتلك عدد ١١٥,٥٧٨,٧٣١ سهم بنسبة ١٦,٢٥% ٤. شركة نمو للاستشارات تمتلك عدد ١٠٨,٧٧٤,٢١٨ سهم بنسبة	عدد ونسبة ومواصفات الأسهم المطلوب شراؤها:

سمو للاستثمارات  
ش.م.م



٤/٤/٢٠٢٤

المركز  
شركة مساهمة مصرية  
مبينة بصر  
البيانات : 3٩43٩ استثمار القاهرة  
مفتاح ضريبي : 5/0058/193/00/00



سمو للاستثمارات

١٥,٢٩ %	
٥. شركة الصفوة للاستشارات والتنمية تمتلك عدد ٦,٢٣٦,١٢٣ سهم بنسبة ٠,٨٨ % وذلك بموجب تعهدات نهائية غير قابلة للإلغاء بعدم الاستجابة لعرض الشراء المائل	
<b>المساهمون الذين يملكون ١% فأكثر من أسهم مقدم العرض (التحالف)</b>	
- تمتلك شركة بايونيرز القابضة للاستثمارات المالية تمتلك نسبة ٩٩,٩٥ % من اسهم شركة سمو للاستشارات - تمتلك شركة بايونيرز القابضة للاستثمارات المالية تمتلك نسبة ٩٩,٩٨ % من اسهم شركة وادي للاستشارات - تمتلك شركة زهراء المتحدة للاستثمار والخدمات العقارية تمتلك نسبة ٩٩,٩٩٩٧ % من اسهم شركة فلوريش للاستثمار، وتجدر الإشارة ان شركة الزهراء المتحدة للاستثمار والخدمات العقارية هي مملوكة بنسبة ٩٩,٩٩٩ % لشركة المتحدة للاسكان والتعمير - (شركة مقيدة) والتي هي من ناحية اخرى مملوكة بنسبة ٣٦,٦٩ % لكل من مقدم العرض واطرافه المرتبطة	
<b>الأشخاص المرتبطة:</b>	
<b>الشخص المرتبط</b>	<b>صفته</b>
شركة الحصن للاستشارات	شركة مرتبطة تمتلك عدد ١١٥,٥٧٨,٧٣١ سهم بنسبة ١٦,٢٥ % من اسهم الشركة المستهدفة
شركة نمو للاستشارات	شركة مرتبطة تمتلك عدد ١٠٨,٧٧٤,٢١٨ سهم بنسبة ١٥,٢٩ % من اسهم الشركة المستهدفة
شركة بايونيرز القابضة للاستثمارات المالية	تمتلك عدد ٤٤,٤٣٤,٩٣٦ سهم بنسبة ٦,٢٥ % من اسهم الشركة المستهدفة
شركة الصفوة للاستشارات والتنمية	شركة مرتبطة تمتلك عدد ٦,٢٣٦,١٢٣ سهم بنسبة ٠,٨٨ % من اسهم الشركة المستهدفة
<b>المستشارون المرتبطون</b>	
شركة بايونيرز لتداول الأوراق المالية	سمسار مقدم العرض
الاستاذ/ ايمن عبد الستار امين	المستشار القانوني لمقدم العرض



١٤٤٤ هـ

ثالثا : بيانات الشركة المستهدفة بالعرض:	
اسم الشركة:	شركة الكابلات الكهربائية المصرية - ش.م.م
الشكل القانوني وتاريخ التأسيس:	شركة مساهمة مصرية مؤسسة و وفقا لأحكام القانون رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١ ولائحته للاستثمار ، تأسست الشركة بتاريخ ١٩٥٥/١١/٩ قيدها بالسجل التجارى برقم ١٦٥٠ سجل تجارى شبرا الخيمة
موقف القيد بالبورصة:	جميع اسهم الشركة مقيدة بالبورصة المصرية
موقف الايداع المركزى وفقاً لهيكل رأس مال الشركة بتاريخ ٢٠١٩/٢/١٠	اسهم البالغ عددها ٧١٠,١٣٣,٧٣٠ سهم مودعة بالحفظ المركزى اسهم بالغ عددها ١,٣١٣,٦٥٥ سهم غير مودعة بالحفظ المركزي .
رأسمال الشركة المصدر و المدفوع وعدد أسهم رأس المال:	يبلغ رأس المال المصدر ٧١١,٤٤٧,٣٨٥ جنيه مصري مسدد بالكامل موزع على عدد ٧١١,٤٤٧,٣٨٥ سهم نقدى بقيمة اسمية قدرها ١ جنيه مصري للسهم الواحد.
المساهمون الذين يمتلكون أكثر من ١% من أسهم الشركة المستهدفة بالعرض وفقاً لهيكل رأسمال الشركة الصادر من شركة مصر للمقاصة للإيداع والقيد والحفظ المركزي بتاريخ ٢٠١٩/١/٣١	<ul style="list-style-type: none"> <li>- الحصن للاستشارات تمتلك نسبة ١٦,٢٤٦ %</li> <li>- نمو للاستشارات تمتلك نسبة ١٥,٢٨٩ %</li> <li>- وادي للاستشارات ش م م تمتلك نسبة ٧,٦١٢ %</li> <li>- شركة بايونيرز القابضة للاستثمارات المالية تمتلك نسبة ٦,٢٤٦ %</li> <li>- شركة مصر للتأمين تمتلك نسبة ٦,١٩٤ %</li> <li>- اتحاد العاملين المساهمين بشركة الكابلات الكهربائية المصرية يمتلك نسبة ٣,٤٢١ %</li> <li>- شركة مصر لتأمينات الحياة ش ت م م تمتلك نسبة ٣,٣٨٤ %</li> <li>- EGYCAP INVESTMENTS LTD تمتلك نسبة ٣,٣٦٦ %</li> <li>- سمو للاستشارات تمتلك نسبة ٢,٢٦٩ %</li> <li>- صندوق التأمين الاجتماعي للعاملين بالقطاع الحكومي يمتلك نسبة ١,٨١٦ %</li> <li>- صندوق التأمين للعاملين بقطاع الاعمال العام والخاص يمتلك نسبة ١,٧٠١ %</li> <li>- عيدروس بن حسن بن عمر العيسائي يمتلك نسبة ١,٣٣٧ %</li> <li>- علي علي محمد الحفناوي يمتلك نسبة ١,٠٠٥ %</li> </ul>

سمو للاستثمارات  
ش.م.م



محمد ع ابو علي

شركة بايونيرز لتداول الأوراق المالية  
شركة مساهمة مصرية  
مدينة نصر  
س.ت : 31439 استثمار القاهرة

رابعاً : بيانات عرض الشراء:	
نوع العرض:	عرض شراء اجبارى وفقا للاحكام الواردة بالباب الثانى عشر من اللائحة التنفيذية لقانون سوق المال ٩٥ لسنة ١٩٩٢
سعر العرض:	١,٣٥ جنيه مصرى للسهم الواحد
متوسط سعر الاقفال فى البورصة خلال السنة اشهر السابقة:	بلغ متوسط (المتوسط البسيط) لسعر الاقفال فى البورصة للشركة المستهدفة بالعرض خلال السنة اشهر السابقة على تاريخ ايداع مشروع العرض لدى الهيئة العامة للرقابة المالية وحتى سعر اقبال يوم ٢٠١٩/٢/١٠ مبلغ ١,١٢٩ جنية مصرى للسهم الواحد (الفترة من ٢٠١٨/٨/١٠ حتى ٢٠١٩/٢/١٠)
اجمالى قيمة عرض الشراء:	مبلغ ٣٩٨,٢٢٢,٠٧٥ جنيه مصرى
اساس احتساب السعر المعروض	تم احتساب سعر العرض وفقا لتقدير مقدم العرض
فترة سريان العرض:	عشرين يوم عمل رسمى تبدأ من اليوم التالي لتاريخ نشر إعلان عرض الشراء بحيث تبدأ من جلسة تداول يوم ----- وحتى نهاية جلسة تداول يوم ----
الاستجابة لعرض الشراء:	على السادة/ مالكي الاوراق المالية محل عرض الشراء الراغبين فى بيع اسهمهم من خلال هذا العرض اصدار اوامر لبيعها الى احدى شركات السمسرة فى الاوراق المالية خلال فترة سريان عرض الشراء المشار اليها
الحد الادنى لتنفيذ عرض الشراء:	لا يوجد حد ادنى لتنفيذ عرض الشراء
تاريخ تنفيذ عملية الشراء:	يتم التنفيذ بالبورصة المصرية خلال خمسة أيام عمل التالية بعد انتهاء فترة سريان العرض
خامساً : تعهدات مقدم العرض:	
يتعهد مقدم العرض بما يلى:	
١- شراء حتى عدد ٢٩٤,٩٧٩,٣١٥ سهم تمثل نسبة ٤٦,٤٦% بسعر ١,٣٥ جنية للسهم الواحد دون حد ادنى لتنفيذ عرض الشراء بعد استبعاد الحد الادنى للاسهم حرة التداول وفقا لقواعد قيد الاوراق المالية	
٢- فى حالة زيادة عدد الاسهم المعروضة عن عدد الاسهم المطلوبة سيقوم مقدم العرض بشراء الاسهم من جميع مالكيها الذين استجابوا للعرض بنسبة ما عرضه كل منهم الى مجموع الاسهم المطلوب شراؤها مع جبر	

سمو للاستثمارات  
ش.م.م



٤٣٤٤٤٤

شركة إيجيبت إنفستمنتز لتداول الأوراق المالية  
شركة مساهمة مصرية  
مدينة نصر  
س.ب.ت : 31431 استثمار القاهرة  
ملف مصريين: 5/0058/193/06/00

<p>الكسور لصالح صغار المساهمين البائعين</p> <p>٣- فور تنفيذ العرض سوف يتم الإفصاح عن كمية الاسهم المنفذة ونسبة الأسهم التي إستحوذ عليها كل طرف من اطراف التحالف.</p> <p>٤- عدم الاستغناء عن العاملين بالشركة المستهدفة بالعرض وذلك خلال السنة الأولى على الأقل من تاريخ تنفيذ عملية الشراء، إلا وفقاً لأحكام قانون العمل والقوانين السارية الاخرى وكذلك يلتزم مقدم العرض بعد الانتهاء من الاستحواذ الحفاظ على حقوق العاملين وكافة مزاياهم طبقاً لاحكام قانون العمل والقوانين السارية الاخرى.</p> <p>٥- لم يتم بإغفال أي بيانات أو إفصاحات من شأنها أن تؤثر على سعر سهم الشركة المستهدفة بالعرض أو قرار حملة أسهم الشركة المستهدفة بالعرض للاستجابة للعرض من عدمه وأنه قد أفصح عن كافة المعلومات الجوهرية المتعلقة بمقدم العرض والمجموعة المرتبطة والتي تتعلق بهذا العرض، وأنه لا توجد أي اتفاقيات غير منشورة تتعلق بهذا العرض وكذا التزامه بكافة الإقرارات والتعهدات المقدمة إلى الهيئة العامة للرقابة المالية ضمن مستندات العرض.</p> <p>٦- ان كافة البيانات و المعلومات الواردة بهذا العرض ومذكرة المعلومات المتعلقة به صحيحة و تحت المسؤولية الكاملة لمقدم العرض والمستشار القانوني وسمسار مقدم العرض دون أدنى مسؤولية تقع على الهيئة العامة للرقابة المالية وانه لا توجد لدى مقدم العرض او ايا من الاطراف المرتبطة به اية معلومات جوهرية او اتفاقيات غير منشورة قد تؤثر على سعر السهم او قرار المستثمر في الاستجابة او عدم الاستجابة لعرض الشراء المائل</p>
<p><b>سادساً: الخطة المستقبلية لمقدم العرض خلال السنة الأولى من الشراء:</b></p> <p>سيقوم مقدم العرض بالعمل على التوسع في أنشطة الشركة سواء على المستوى الداخلي او التوسع على المستوى الخارجى وتطوير أعمالها بما يمكن الشركة من زيادة المبيعات والربحية .</p>
<p><b>سابعاً: تمويل عرض الشراء وأثر تنفيذ عملية الشراء على الهيكل التمويلي للشركة المستهدفة بالعرض</b></p> <p>لن يتم الاعتماد على اصول او موارد الشركة المستهدفة بالعرض لتمويل عرض الشراء.</p> <p>سيتم تمويل عملية الشراء بالكامل من الموارد المالية الذاتية لمقدم العرض و قد صدر خطاب من البنك العربي الافريقي الدولى - مصر - بتاريخ ٢٠١٩/٢/٦ وخطاب من بنك قطر الاهلى الوطنى بتاريخ ٢٠١٩/٢/١٠ يفيد ان مقدمي العرض يتوافر لديهم الموارد المالية اللازمة لتمويل عرض الشراء وقد تم رصد هذا المبلغ لتسوية عملية الشراء ويضمن البنك السداد فى تاريخ التسوية علما بان هذا الخطاب سارى حتى تاريخ تسوية الصفقة</p>

ش.م.م  
سمو للاستثمارات



١٠١٤٢٤٠١

بنك مصر  
شركة مساهمة مصرية  
مدينته نصر  
من.ت: 31431 استثمار القاهرة  
ملف ضريبي: 5/0058/193/00/00



سمو للاستثمارات

محل عرض الشراء او تاريخ ٢٠١٩/٥/٣٠ ايهما اقرب.

ثامنا :إفصاحات مكملّة :-

١- تم استبعاد عدد ٢٧٥٠٢٤٠٠٨ سهم والتي تمثّل نسبة ٣٨,٦٧% من اسهم رأس مال الشركة المستهدفة بالعرض والذين ابدوا عدم الرغبة في الاستجابة لعرض الشراء المائل بموجب تعهدات كتابية نهائية غير قابلة للإلغاء او الرجوع فيها طوال فترة سريان العرض، كما تم اسبعاد عدد (٧٠٢٩٩٣٢٣) سهم والتي تمثّل نسبة ٩,٨٧% من اسهم رأس مال الشركة المستهدفة بالعرض والخاصين بتحالف مقدمى العرض (سمو للاستثمارات المالية، ووادى للاستشارات).

٢- ومن ناحية اخرى تم استبعاد عدد ٧١١٤٤٧٣٩ سهم التى تمثّل نسبة ١٠% من اسهم رأس مال الشركة المستهدفة بالعرض وهى الحد الأدنى للاسهم حرة التداول وفقا لقواعد قيد الاوراق المالية والشطب. بالبورصة المصرية .

٣- سوف يحافظ مقدم العرض على أنشطة الشركة ومشروعاتها القائمة داخل مصر والعمل على التوسع فى المشروعات وتحسين اداء الشركة .

٤- طبقا للخطط المستقبلية قد يقوم مقدم العرض ببيع/ طرح نسبة من الاسهم المملوكة لمقدم العرض بالشركة المستهدفة طبقا لاحكام القانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ ولائحته التنفيذية وقواعد قيد وشطب واستمرار قيد الاوراق المالية والاجراءات التنفيذية لها والمنظمة لذلك

٥- لا توجد الان نية لمقدم العرض لاندماج الشركة المستهدفة بالعرض فى شركات أخرى وذلك خلال السنة الأولى من تاريخ تنفيذ عملية الشراء ما لم تكن هناك فرص استثمارية سيتم الإفصاح عنها فى حينه.

تاسعا: بيانات شركات السمسرة المنفذة للشراء نيابة عن مقدم العرض:

الاسم:	بايونيرز لتداول الاوراق المالية ش.م.م
الصفة:	سمسار مقدم العرض
العنوان:	٤ شارع عباس العقاد مدينة نصر - القاهرة
عاشرا : المستشار القانوني لمقدم العرض:	
الاسم:	ايمن عبد الستار امين
الصفة:	المستشار القانوني لمقدم العرض



٢٠١٩/٥/٣٠





سمو للاستشارات

العنوان:	٣ ش ابن القلانسي - مصر الجديدة القاهرة
حادى عشر: مذكرة المعلومات المرتبطة بالعرض:	
يمكن لمالكي الاوراق المالية محل عرض الشراء الراغبين فى الحصول عن اية معلومات اضافية او الحصول على نسخة من مذكرة المعلومات المعدة من قبل مقدم العرض من خلال الجهات الاتية:	
١.	شركة الكابلات الكهربائية المصرية ش.م.م (الشركة المستهدفة بالعرض) مسطرد - القاهرة
٢.	شركة بايونيرز لتداول الاوراق المالية ش.م.م - شركة السمسرة المنفذة للشراء نيابة عن مقدم العرض وعنوانها ٤ ش عباس العقاد - مدينة نصر - القاهرة

*Handwritten signature*

سمو للاستشارات  
ش.م.م



محكمه عمر ابوعلو

شركة بايونيرز لتداول الأوراق المالية  
شركة مساهمة مصرية  
مدينة نصر  
بيانات : 31431 استثمار القاهرة  
رقم التسجيل: 5/0058/193/00/00

شركة بايونيرز لتداول الأوراق المالية  
شركة مساهمة مصرية  
مدينة نصر  
بيانات : 31431 استثمار القاهرة  
رقم التسجيل: 5/0058/193/00/00



سمو للاستشارات

صدرت موافقة الهيئة العامة للرقابة المالية على نشر هذا الإعلان

بتاريخ / / ٢٠١٩

علماً بأن موافقة الهيئة العامة للرقابة المالية على نشر هذا الإعلان ليس اعتماداً للجدوى التجارية والاستثمارية لعرض الشراء أو لأي إجراءات أو اتفاقيات مبرمة أو قرارات مزعم اتخاذها من مقدم العرض، كما أن تحديد هذا السعر يقع على مسؤولية مقدم العرض، كما أن هذا الإعلان يلزم مقدم العرض بشراء جميع ما يعرض عليه من أسهم ودون إلزام على حملة أسهم الشركة المستهدفة بالعرض بالبيع إذ أن الاستجابة لعرض الشراء تتم بناء على رغبة مالكي الاسهم وفي ضوء القرار الاستثماري لهم إذ ان القرار الاستثماري يخضع لقرار كل مستثمر وفقاً للمتغيرات الاستثمارية التي تؤثر في هذا القرار وذلك دون ادنى مسؤولية تقع على الهيئة العامة للرقابة المالية.

سمو للاستشارات  
ش.م.م



هشام عمر بوعبدو

شركة بايونيرز لتداول الأوراق المالية  
شركة مساهمة مصرية  
مدينة نصر  
ب.ت : 31431 استثمار القاهرة  
مفك ضريبي: 5/0058/193/00/00

### الملحق الثالث

الطلب المقدم من شركة اورانج مصر للاتصالات ش.م.م

بالموافقة على الشطب الاختياري لأسهم الشركة

تنفذا لتعهد المساهم الرئيسي الوارد في عرض الشراء

الإجباري بشطب أسهم الشركة اختياريا لعدم استيفاء

نسبة الحد الأدنى الأسهم حرة التداول



www.orange.eg

تليفون: +٢٠١٣٣٠٠٠٠٠

فاكس: +٢٠١٣٣٠٧١١١

شركة اورنج مصر للاتصالات (ش.م.م)  
أبراج النابل سيتي، البرج الشمالي  
٢٠٠٥ ج كورنيش النيل، رملة بولاق  
القاهرة، مصر  
الرمز البريدي: ١١٢٢١

القاهرة في ٢٧ أغسطس ٢٠١٨

السادة/ البورصة المصرية  
عناية الأستاذة/ هبة الله الصيرفي  
رئيس قطاع الإفصاح

تحية طيبة وبعد،،،

بالإشارة إلى اجتماع مجلس إدارة شركة اورنج مصر للاتصالات ش.م.م ("الشركة") المنعقد بتاريخ اليوم الاثنين الموافق ٢٧ أغسطس ٢٠١٨ نود أن نحيط سيادتكم علماً بموجز قرارات هذا الاجتماع وفقاً لما يلي:

- الموافقة على المقترح المزمع عرضه على الجمعية العامة غير العادية للشركة في شأن شطب أسهم الشركة إختيارياً من البورصة المصرية وفقاً للمادة (٥٥) و(٥٥) مكرر من قواعد القيد بالبورصة المصرية و (٧٤) من الإجراءات التنفيذية لها.
- الموافقة على تقرير الإفصاح المتضمن مبررات الشطب الاختياري وفقاً للمادة (٧٤) من الإجراءات التنفيذية لقواعد القيد بالبورصة المصرية.
- الموافقة على دعوة الجمعية العامة غير العادية للشركة للانعقاد للنظر في شطب أسهم الشركة إختيارياً من البورصة المصرية فضلاً عن شراء أسهم المساهمين المعترضين والمتضررين من الشطب الاختياري وفقاً للمادة (٥٥) و(٥٥) مكرر من قواعد القيد بالبورصة المصرية و (٧٤) من الإجراءات التنفيذية لها، وتفويض السيد/ برونو ميتلينج - رئيس مجلس الإدارة أو السيد/ ياسر أحمد عبد الستار شاك - عضو مجلس الإدارة المنتدب في توجيه الدعوة للانعقاد واتخاذ كافة الإجراءات اللازمة نحو تحديد موعد ومكان الانعقاد وجدول الأعمال.

وعليه، نتشرف بأن نرفق لسيادتكم طيه صورة ضوئية من تقرير الإفصاح المتضمن مبررات الشطب الإختياري وفقاً للمادة (٧٤) من الإجراءات التنفيذية لقواعد القيد بالبورصة المصرية.

ووفقاً للمادة ٤٢ من قواعد قيد وشطب الأوراق المالية بالبورصة المصرية الصادرة بقرار مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية رقم ١١ بتاريخ ٢٠١٤/١/٢٢ التي تسمح للشركة بالاكْتفاء بأرسال ملخص قرارات مجلس الإدارة، تقر شركة اورنج مصر للإتصالات ش.م.م بأن ملخص قرارات اجتماع مجلس إدارة الشركة المذكور أعلاه يتضمن كافة المعلومات الجوهرية الواجب الإفصاح عنها وفقاً لأحكام قانون رأس المال ولانْحته التنفيذية والقواعد والقرارات الصادرة تنفيذاً لهما.

وذلك التزاماً منا بتطبيق قواعد قيد واستمرار قيد وشطب الأوراق المالية بالبورصة المصرية.

وتفضلوا بقبول فائق الاحترام والتقدير،،،

خالد العديسي

مسئول علاقات المستثمرين

شركة اورنج مصر للاتصالات ش.م.م





www.orange.eg

تليفون: +٢٠١٣٣٠٠٠٠٠

فاكس: +٢٠١٣٣٠٧١١١

شركة اورنج مصر للاتصالات (ش.م.م)  
أبراج النابيل سيتي، البرج الشمالي  
٢٠٠٥ ج كورنيش النيل، رملة بولاق  
القاهرة، مصر  
الرمز البريدي: ١١٢٢١

## نموذج بيان الإفصاح وفقاً للمادة ٧٤ من الإجراءات التنفيذية لقواعد القيد بشأن السير في إجراءات دعوة الجمعية العامة غير العادية للنظر في الشطب الاختياري

البند	الإفصاح
اسم الشركة	اورنج مصر للاتصالات ش.م.م
الجهة الداعية للاجتماع	مجلس إدارة الشركة
تاريخ انعقاد مجلس الإدارة	٢٧ أغسطس ٢٠١٨
أسباب ومبررات الشطب الاختياري للأسهم	عدم استيفاء الشركة لشروط الحد الأدنى لنسبة الأسهم حرة التداول في ضوء المادة (١٠) من قواعد القيد. وتنفيذاً لكتاب الهيئة العامة للرقابة المالية بتاريخ ١١ يوليو ٢٠١٨ بإلزام شركة أم تي تليكوم أس سي آر إل ("شركة أم تي تليكوم") المساهم الرئيسي بالشركة بتنفيذ ما ورد بالبند رقم (٦) من تعهداتها الواردة بإعلان عرض الشراء الإجباري للأسهم الشركة المنشور بتاريخ ٢٣ أبريل ٢٠١٢ في شأن شطب أسهم الشركة إختيارياً لعدم إستيفاء الشركة لأحد شروط القيد واستمراره بشأن نسبة الأسهم حرة التداول.
الأثر المتوقع للشطب الاختياري للأسهم على مساهمي الشركة وعلى المركز المالي للشركة	<b>الأثر المتوقع للشطب الاختياري على مساهمي الشركة:</b> بالنسبة للمساهمين الراغبين في بيع أسهمهم، سوف يكون لهم الحق في بيع أسهمهم للشركة بالسعر المشار إليه بقواعد وإجراءات القيد، وبالنسبة للمساهمين الغير راغبين في البيع فانهم سيكون لهم كافة الحقوق المقررة قانوناً للمساهمين وفى حال رغبتهم في بيع أسهمهم سيكون التعامل على اسهم الشركة خارج المقصورة وفقاً لأحكام قانون سوق راس المال ولائحته التنفيذية. <b>الأثر المتوقع على المركز المالي للشركة:</b> لا يوجد أثر متوقع لشطب قيد اسهم الشركة من البورصة على المركز المالي للشركة.
مصادر التمويل المقترحة لتمويل شراء أسهم المساهمين المعترضين على الشطب	التمويل الذاتي بالشركة.
الجدول الزمني المقترح لإجراءات الشطب الاختياري للعرض على الجمعية العامة غير العادية	من المتوقع أن يكون بنهاية شهر ديسمبر ٢٠١٨ كحد أقصى.

أقر أنا الموقع أدناه بصحة ما جاء بهذا النموذج من بيانات وبسلامة ما قدم من مستندات وإقرارات ودراسات مؤيدة لما ورد به وأنها على مسؤولية الشركة ودون أدنى مسؤولية على البورصة وأتعهد بالإلتزام بأحكام النظام الأساسي للشركة وأحكام القانون ١٥٩ لسنة ١٩٨١ والقانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢ وقواعد القيد والشطب بالبورصة المصرية.

ياسر أحمد عبد الستار شاكر  
عضو مجلس الإدارة المنتدب  
شركة اورنج مصر للاتصالات ش.م.م



تحريراً في: ٢٧ أغسطس ٢٠١٨.

## الملحق الرابع

الكتاب الدوري رقم ٦ لسنة ٢٠٢٠ الصادر من نائب

رئيس الهيئة العامة للرقابة المالية بتاريخ ١٣ مارس ٢٠٢٠

بشأن إخطار الهيئة فور تكليف الشركات المرخص لها

بالقيام بأعمال التقييم المالي واعداد دراسات لتحديد قيمه

العادلة



الهيئة العامة للرقابة المالية  
FINANCIAL REGULATORY AUTHORITY

----- نائب رئيس الهيئة -----

كتاب دوري رقم ( ٦ ) لسنة ٢٠٢٠ بتاريخ ٣١/٣/٢٠٢٠

بشأن اخطار الهيئة فور تكليف الشركات المرخص لها بالقيام

بأعمال التقييم المالي وإعداد دراسات تحديد القيمة العادلة

- في إطار حرص الهيئة العامة للرقابة المالية على سلامة واستقرار الأسواق المالية غير المصرفية والعمل على إصدار القواعد التي تضمن كفاءة تلك الأسواق وشفافية الأنشطة التي تمارس فيها، وضماناً لحياضية واستقلال المستشارين الماليين.
- وفي ضوء أحكام المادة ٢٨ مكرر من قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢.
- وبالإشارة الي المعايير المصرية للتقييم للمنشآت الصادرة بقرار مجلس إدارة الهيئة رقم (١) لسنة ٢٠١٧.
- تلتزم الشركات المرخص لها من الهيئة العامة للرقابة المالية بالقيام بأعمال التقييم المالي وإعداد دراسات تحديد القيمة العادلة - في الحالات المنصوص عليها بأحكام قانون سوق رأس المال ولائحته التنفيذية أو القرارات الصادرة تنفيذاً لهما - بإخطار الهيئة بمجرد قبولها أي تكليف بشأن إعداد تقييم مالي لتحديد القيمة العادلة في أي من الحالات التي يتطلب فيها قانون سوق رأس المال ولائحته التنفيذية أو قواعد قيد وشطب الأوراق المالية بالبورصة المصرية اجراء عملية تقييم للشركات او الأوراق المالية او غيرها من الأصول التي تتخذ شكل منشأة او مشروع وكافة الحالات المنصوص عليها بقرار مجلس إدارة الهيئة رقم ١ لسنة ٢٠١٧، وقبل الشروع في عملية التقييم بما يفيد تلقيها التكليف وما يدل على توافر عناصر ومعايير الحياد والاستقلالية لديها، وذلك حتى تتسنى للهيئة إعمال شئونها والتحقق من مدى توافر الاستقلالية للمستشار المالي المكلف منه عدمه.

تحريراً في: ٣١/٣/٢٠٢٠

نائب رئيس الهيئة

القاضي / خالد النشار



٤٦٠٧٦



Building Bridges not Walls  
تبنى الجسور لا الحواجز

القرية الذكية، مبنى ١٣٦، الجيزة، مصر  
الرقم البريدي : ١١٠  
تليفون: +٢٠٢ ٢٥٣٤٥٣٥٠ فاكس: +٢٠٢ ٢٥٣٧٠٠٣٦  
WWW.FRA.GOV.EG

الملحق الخامس

قرار مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية القرار رقم ٧٩

لسنة ٢٠١٩ بتاريخ ٢٠/٦/٢٠١٩ بشأن تعديل قرار

المجلس رقم ١١٤ لسنة ٢٠١٨ بشأن شروط وضوابط قيد

شركات الاستشارات المالية والجهات المرخص لها من

الهيئة للقيام باعمال التقييم المالي واعداد دراسات القيمة

العادلة لدى الهيئة

قرار مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية

رقم (٧٩) لسنة ٢٠١٩ بتاريخ ٢٠١٩/٦/٢٠

بشأن تعديل قرار مجلس إدارة الهيئة رقم (١١٤) لسنة ٢٠١٨

بشأن شروط وضوابط قيد شركات الاستشارات المالية والجهات المرخص لهما من الهيئة

للقيام بأعمال التقييم المالي وإعداد دراسات القيمة العادلة لدى الهيئة

مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية

بعد الإطلاع على قانون سوق رأس المال الصادر بالقانون رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢ ولائحته التنفيذية؛

وعلى القانون رقم (١٠) لسنة ٢٠٠٩ بتنظيم الرقابة على الأسواق والأدوات المالية غير المصرفية؛

وعلى قرار رئيس الجمهورية رقم (١٩٢) لسنة ٢٠٠٩ بإصدار النظام الأساسي للهيئة العامة للرقابة المالية؛

وعلى قرار مجلس إدارة الهيئة رقم (١١٤) لسنة ٢٠١٨ بشأن شروط وضوابط قيد شركات الاستشارات المالية

والجهات المرخص لهما من الهيئة للقيام بأعمال التقييم المالي وإعداد دراسات القيمة العادلة لدى الهيئة؛

وعلى موافقة مجلس إدارة الهيئة بجلسته المنعقدة بتاريخ ٢٠١٩/٦/٢٠؛

قرر

(المادة الأولى)



٤٦٠٧٦  
يُستبدل بنص المادة الرابعة من قرار مجلس إدارة الهيئة رقم (١١٤) لسنة ٢٠١٨ بشأن شروط وضوابط قيد شركات الاستشارات المالية والجهات المرخص لهما من الهيئة للقيام بأعمال التقييم المالي وإعداد دراسات القيمة العادلة لدى الهيئة، النص الآتي:

مع عدم الإخلال بقرار مجلس إدارة الهيئة رقم (١٢٥) لسنة ٢٠١٥ بشأن قواعد الخبرة والكفاءة للقائمين على إدارة الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية، يُشترط أن يتوافر في العضو المنتدب لشركات الاستشارات المالية أو في المسنول عن إدارة الاستشارات المالية في الجهات الأخرى المرخص لها من الهيئة بمباشرة أعمال التقييم وإعداد دراسات القيمة العادلة، الشروط الآتية:

رئيس الهيئة

- ١- أن يكون حسن السيرة والسلوك.
- ٢- أن يكون حاصلًا على مؤهل عال مرتبب بمجال التمويل.
- ٣- أن يكون حاصلًا على أحد الشهادات الأكاديمية أو المهنية في المجالات المرتبطة بالتمويل و/أو الاستثمار و/أو إدارة الأعمال تعتد بها الهيئة سواء كانت مصرية أو أجنبية.
- ٤- أن يكون لديه خبرة علمية و/أو عملية بأعمال التقييم المالي ودراسات تحديد القيمة العادلة لمدة لا تقل عن خمس سنوات.
- ويجب في حال رغبة شركات الاستشارات المالية أو الجهات الأخرى المرخص لها من الهيئة بمباشرة أعمال التقييم وإعداد دراسات القيمة العادلة في توفيق أوضاعها وفقاً لأحكام هذا القرار، أن يتوافر في العضو المنتدب في شركات الاستشارات المالية أو في المسئول عن إدارة الاستشارات المالية في الجهات الأخرى، بحسب الأحوال، خبرة علمية و/أو عملية بأعمال التقييم المالي ودراسات تحديد القيمة العادلة لمدة لا تقل عن خمس سنوات، على أن يكون شارك خلال هذه المدة في إعداد ثلاث دراسات تتعلق بالتقييم المالي أو تحديد القيمة العادلة للمنشآت خلال الثلاث سنوات السابقة على التقدم بتوفيق الأوضاع.
- ٥- ألا يكون قد صدر ضده في السنوات الثلاث السابقة على القيد بالسجل ثمة أحكام في جريمة مخلة بالشرف أو الأمانة، ما لم يكن قد زد إليه اعتباره.
- ٦- ألا يكون قد صدر ضده ثمة تدابير إدارية من الهيئة أو من الجهات الرقابية الأخرى الخاضع لإشرافها ورقابتها، بحسب الأحوال، في السنوات الثلاث السابقة على القيد بالسجل.
- ٧- أن يجتاز الاختبارات المعتمدة من الهيئة في الموضوعات ذات الارتباط بالتقييم المالي والتي تتم من خلال الهيئة أو من خلال جهات تعتد بها الهيئة.
- ويجوز للهيئة الإعفاء من الاختبارات المشار إليها في ضوء الشهادات الأكاديمية أو المهنية الحاصل عليها.



- ٨- التفريغ الكامل لمزاولة مهام الإدارة.
- ٩- أن يجتاز المقابلة الشخصية بالهيئة.

#### رئيس الهيئة

ويشترط أن يتوافر في العاملين بشركات الاستشارات المالية، أو أعضاء الإدارة المسئولة عن أعمال التقييم المالي وإعداد دراسات القيمة العادلة في الجهات الأخرى من غير شركات الاستشارات المالية، الشروط الآتية:

- ١- حسن السيرة والسلوك.
- ٢- الحصول على مؤهل عال.
- ٣- اجتياز دورة تمهيدية للتعريف بالجوانب التشريعية لنشاط الاستشارات المالية ومعايير التقييم للمنشآت وذلك من خلال الهيئة أو من خلال جهات تعهد بها الهيئة.
- ٤- مزاوله أحد العاملين على الأقل بالشركة أو بالإدارة المسئولة في غيرها من الجهات، لأعمال التقييم المالي ودراسات تحديد القيمة العادلة لمدة لا تقل عن ثلاث سنوات.
- ٥- يفضل الحصول على دورات تدريبية أو ورش عمل خاصة بمجال التحليل المالي أو الائتحاق بإحدى البرامج الدولية المعتمدة في مجال التحليل المالي.
- ٦- ألا يكون قد صدر ضدهم في السنوات الثلاث السابقة على القيد بالسجل ثمة أحكام في جريمة مخلة بالشرف أو الأمانة، ما لم يكن قد رُد إليه اعتباره.
- ٧- ألا يكون قد صدر ضدهم ثمة تدابير إدارية من الهيئة أو من الجهات الرقابية الأخرى الخاضع لإشرافها ورقابتها، بحسب الأحوال، في السنوات الثلاث السابقة على القيد بالسجل.
- ٨- التفرغ الكامل لمزاولة مهام أعمال التقييم المالي ودراسات القيمة العادلة.
- ٩- اجتياز المقابلة الشخصية بالهيئة.

ويجب أن يكون لدى شركات الاستشارات المالية والجهات الأخرى المقيدة بالسجل، نظام مطبق للرقابة على الجودة والتحقق من الاستقلالية والتعليم المهني المستمر للعاملين.

كما تلتزم شركات الاستشارات المالية بتعيين مراقب داخلي مستقل (أو من يباشر ذات المهام التي يقوم بها بالنسبة للجهات الأخرى)، على أن يتمتع بخبرة لا تقل عن خمس سنوات في مجال عمله، ويكون مسنولاً عن التحقق من التزام مساهمي الشركة وأعضاء مجلس إدارتها والإدارة التنفيذية لها والمقيم المعتمد والعاملين في الإدارة المذكورة عن أعمال التقييم المالي وإعداد دراسات القيمة العادلة بالنسبة للجهات الأخرى والمجموعات

رئيس الهيئة

المرتبطة بهم، بالمعايير الأساسية للأداء المهني ومعايير التقييم المالي للمنشآت الصادرة عن الهيئة. وللهيئة أن تستثنى الجهات الأجنبية الراغبة في القيد بالسجل من شرط اجتياز المقابلة الشخصية بالهيئة واجتياز الاختبارات المنصوص عليها بهذه المادة.

**(المادة الثانية)**

يُستبدل بالبند (٣- ز) من المادة الخامسة من قرار مجلس إدارة الهيئة رقم (١١٤) لسنة ٢٠١٨ بشأن شروط وضوابط قيد شركات الاستشارات المالية والجهات المرخص لهما من الهيئة للقيام بأعمال التقييم المالي وإعداد دراسات القيمة العادلة لدى الهيئة، النند الآتي:

٣- ز: عدم التعامل على أوراق مالية قامت الشركة أو الجهة بتقييمها خلال الستة أشهر التالية لتاريخ التقييم.

**(المادة الثالثة)**

يُنشر هذا القرار في الوقائع المصرية وعلى الموقع الإلكتروني للهيئة، ويعمل به من اليوم التالي لتاريخ نشره بالوقائع المصرية.

**رئيس مجلس إدارة**

الهيئة العامة للرقابة المالية



د. محمد عمران

٤٦٠٧٦



# المراجع

# أولاً: المراجع العربية

(أ)

## الكتب والابحاث

د. إبراهيم إسماعيل إبراهيم الربيعي: المسؤولية القانونية للمستحوز على الشركة المساهمة- دراسة مقارنة، مجلة المحقق الحلي للعلوم القانونية والسياسية، العدد الأول، السنة الرابعة. منشور على الانترنت:

[http://www.uobabylon.edu.iq/publications/law\\_edition7/article\\_ed7\\_4.doc](http://www.uobabylon.edu.iq/publications/law_edition7/article_ed7_4.doc)

د. إبراهيم إسماعيل إبراهيم الربيعي، نهى خالد عيسى المعموري: التنظيم القانوني لعرض الشراء الإجباري- دراسة مقارنة، مجلة كلية التربية الأساسية للعلوم التربوية والإنسانية، جامعة بابل، الجمهورية العراقية، العدد ٣٧، شباط ٢٠١٨ م.

د. إبراهيم يوسف جويفل العبادي: الاستحواذ في سوق عمان للأوراق المالية: دراسة محاسبية قانونية تحليلية، مجلة العلوم القانونية والسياسية، الصادرة عن الجمعية العلمية للبحوث والدراسات الاستراتيجية، جمهورية العراق، المجلد ٣، العدد ٦، ٢٠١٣.

د. أحمد حسن وسمي بنيان: الأثار الاقتصادية والقانونية لعمليات الاستحواذ علي إدارة شركات المساهمة المقيدة في سوق الأوراق المالية: دراسة مقارنة، المجلة القانونية (مجلة متخصصة في الدراسات والبحوث القانونية)، المجلد ٤، العدد ٤، ٢٠١٨، منشور على الانترنت: [http://jlaw.journals.ekb.eg/article\\_45211\\_94336225fb26971527ee6d941dbe\\_a854.pdf](http://jlaw.journals.ekb.eg/article_45211_94336225fb26971527ee6d941dbe_a854.pdf) تاريخ الزيارة: ٨ فبراير ٢٠٢٠.

د. اساور حامد عبدالرحمن: اتفاق الاستحواذ على الشركات، مجلة كلية القانون للعلوم القانونية والسياسية، كلية القانون والعلوم السياسية، جامعة كركوك، الجمهورية العراقية، العدد ٢، ٢٠١٣.

آمال زايدى: النظام القانوني لتجمع الشركات التجارية- دراسة مقارنة، رسالة دكتوراة، كلية الحقوق، جامعة قسنطينة ١، ٢٠١٤.

د. تامر لطفي صبري أحمد: الاطار القانوني لرهن الأوراق المالية، دار الجامعة الجديدة، الاسكندرية، ٢٠١٨.

خولة أحمد السليطي: حماية أقليات المساهمين في صفقات الدمج والاستحواذ في ضوء التشريعات والأنظمة القانونية القطرية، رسالة ماجستير، كلية القانون، جامعة قطر، يونيو ٢٠١٧.

د. سلامة فارس عرب: الشركات التجارية في القانون المصري، دار النهضة العربية، القاهرة، الطبعة الأولى، ٢٠٠٤.

شعبان محمد اسلام البرواري: بورصة الأوراق المالية من منظور اسلامي- دراسة تحليلية نقدية، دار الفكر، دمشق، ٢٠٠١.

د. طارق محمود عبدالسلام السالوس: العروض العامة لشراء الأسهم بقصد الاستحواذ: دراسة اقتصادية قانونية في ضوء قانون سوق المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ ولائحته التنفيذية، مجلة الدراسات القانونية والاقتصادية، كلية الحقوق، جامعة حلوان، العدد ١٩، يوليو/ ديسمبر ٢٠٠٨.

د. طاهر شوقي مؤمن: الاستحواذ على الشركة، مجلة مصر المعاصرة، القاهرة، جمهورية مصر العربية، المجلد ١٠٠، العدد ٤٩، يناير ٢٠١٠.

د. عبد الباسط كريم مولود: تداول الأوراق المالية، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، الطبعة الأولى، ٢٠٠٩.

د. عبدالفضيل محمد أحمد: العروض العامة للشراء في البورصة، مجلة البحوث القانونية والاقتصادية - كلية الحقوق جامعة المنصورة، جمهورية مصر العربية، العدد ٤٣، ابريل ٢٠٠٨.

د. عبد الفضيل محمد احمد: بورصات الأوراق المالية، مكتبة الجلاء الجديدة، المنصورة، جمهورية مصر العربية، بدون سنة نشر.

- د. عبد الفضيل محمد أحمد: حماية الأقلية من القرارات التعسفية الصادرة عن الجمعية العامة للمساهمين، مكتبة الجلاء الجديدة، المنصورة، ١٩٨٧.
- د. علاء سليمان: حماية أقلية المساهمين في الشركات المساهمة المغلقة من مخاطر عمليات الاستحواذ، جلة جامعة الشارقة للعلوم القانونية، دولة الإمارات العربية المتحدة، المجلد ١٦، العدد ٢، ديسمبر ٢٠١٩.
- د. علي طلال هادي: الاعتبار الشخصي وأثره بالنسبة لتأسيس وتداول الأسهم والحصص في شركات الأموال، دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠١١.
- د. علي فوزي الموسوي: حماية الأقلية من القرارات التعسفية في قانون الشركات العراقي، بحث منشور في مجلة العلوم القانونية، جامعة بغداد، العدد ١، المجلد ٢٦، ٢٠١٠.
- د. لطيف جبر كوماني: الشركات التجارية، مكتبة السنهوري، بغداد، ٢٠١٢.
- د. محمد ابراهيم موسى: حوكمة الشركات المقيدة بسوق الأوراق المالية، مجلة البحوث القانونية والاقتصادية، كلية الحقوق، جامعة الاسكندرية، العدد الثاني، ٢٠١٠.
- د. محمد حلبي عبد التواب: البورصة المصرية والبورصات العالمية (آلية عملها- الرقابة عليها- الربط بين البورصات)، بدون ناشر، بدون سنة نشر.
- محمد حسين شمروخ المطيري: حماية أقلية المساهمين في حال الاستحواذ على أسهم الشركات، رسالة ماجستير، مقدمة إلى كلية الدراسات الفقهية القانونية- قسم القانون، جامعة آل البيت، الأردن، ٢٠١٠، ص ١.
- د. محمد فريد العريني: الشركات التجارية- المشروع التجاري بين وحدة الاطار القانوني وتعدد الأشكال، دار الجامعة الجديدة، الاسكندرية، ٢٠١٩.
- معن عبد القادر ابراهيم: التنظيم القانوني للشركات القابضة- دراسة مقارنة، دار الجامعة الجديدة، الاسكندرية، ٢٠١٧.

د. منير ابراهيم هندي: الأوراق المالية واسواق رأس المال، منشأة المعارف، الاسكندرية، ١٩٩٣.

د. وجدي سلمان حاطوم: دور المصلحة الجماعية في حماية الشركات التجارية، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، الطبعة الأولى، ٢٠٠٧.

د. ياسر بن فضل السريحي: عرض الاستحواذ الإلزامي على الشركات المدرجة: دراسة تحليلية مقارنة، مجلة البحوث القانونية والاقتصادية، كلية الحقوق، جامعة المنصورة، العدد ٦٤، ديسمبر ٢٠١٧.

(ب)

### مواقع الانترنت والاحكام القضائية

اتحاد هيئات الأوراق المالية العربية: دراسة بشأن تنظيم عروض الشراء بقصد الاستحواذ في الدول الاعضاء باتحاد هيئات الأوراق المالية العربية، دولة الإمارات العربية المتحدة، بدون تاريخ. منشور على موقع اتحاد هيئات الأوراق المالية العربية: <http://www.uasa.ae>

الهيئة العامة للرقابة المالية: الجزء التاسع عشر: الادلة الاسترشادية، (٦) دليل الطرح الخاص. منشور على موقع الهيئة:

[https://www.fra.gov.eg/content/efsa\\_ar/laws\\_index/UG19360UG19361.pdf](https://www.fra.gov.eg/content/efsa_ar/laws_index/UG19360UG19361.pdf)

مجلس الدولة المصري: محكمة القضاء الإداري، دائرة المنازعات الاقتصادية والاستثمار، الدائرة السابعة، الدعوى رقم ١٢١٤٩ لسنة ٦٤ قضائية بجلسة ١٠ ابريل ٢٠١٠.

مجلس الدولة المصري: محكمة القضاء الإداري، دائرة المنازعات الاقتصادية والاستثمارية، الدائرة السابعة، الدعوى رقم ٨٩٠٩ لسنة ٦٥ قضائية، بجلسة ١٩ نوفمبر ٢٠١١.

## ثانياً: المراجع الأجنبية

- ♦ **A guide to takeovers in the United Kingdom**, slaughter and may, November 2019. Available at:

<https://www.slaughterandmay.com/media/39320/a-guide-to-takeovers-in-the-united-kingdom.pdf>

- ♦ **Sebastian Barry, Hannes Bracht and Matthias Casper:** Agreements on voting conduct in the election of the supervisory board (Aufsichtsrat) – a case for a mandatory offer? Case Note – The Ruling of the Regional Appellate Court Munich (OLG München) of 27 April 2005 – 7 U 2794/04, ZIP 2005, 856, German Law Journal, Vol. 06, No. 12, 2005.

# الفهرس



## الفهرس

٧	المقدمة
٢١	المبحث الأول: ماهية عروض الشراء الإلجبارية وتكليفها القانوني
٢٣	المطلب الأول: المفهوم القانوني لعرض الشراء الإلجباري
٤١	المطلب الثاني: الطبيعة القانونية لعرض الشراء الإلجباري
٥١	المطلب الثالث: شروط صحة عرض الشراء الإلجباري
٧٥	المبحث الثاني: حالات الالتزام بتقديم عرض شراء إلجباري وحالات الإعفاء منه
٧٨	المطلب الأول: حالات الالتزام بتقديم العرض
٩٥	المطلب الثاني: حالات الإعفاء من الالتزام بتقديم عرض شراء إلجباري
١٠٩	المبحث الثالث: أحكام عرض شراء إلجباري وآثاره
١١١	المطلب الأول: الإجراءات المتعلقة بعرض الشراء الإلجباري
١٣٤	المطلب الثاني: الآثار المترتبة على عرض الشراء الإلجباري
١٥٩	الخاتمة
١٦٥	الملاحق
٢٠١	المراجع
٢٠٧	الفهرس
٢١١	كتب وأبحاث أخرى للمؤلف



## كتب وأبحاث أخرى للمؤلف

الكتب:

- ▲ أثر سلوك العامل على عقد العمل الفردي - دراسة تحليلية في تأثير الجريمة الجنائية على علاقة العمل، ٢٠١٨.
- ▲ حماية المستهلك من الغش والخداع التجاري، ٢٠١٩.
- ▲ النظام القانوني لشركة الشخص الواحد من التأسيس حتى الانقضاء، ٢٠١٩.

الرسائل والابحاث:

- ▲ نحو دور لجمعيات حماية المستهلك في مكافحة الغش والخداع التجاري، رسالة دكتوراة، كلية الحقوق، جامعة المنصورة، ٢٠١٦.
- ▲ تدخل القضاء بالمساعدة في إجراءات التحكيم وفقا للقانون المصري، بحث مقدم للحصول على دبلوم الدراسات القضائية كلية الحقوق - جامعة المنصورة.
- ▲ النظام الاجرائي لاصدار الأمر بتنفيذ أحكام التحكيم في القانون المصري، بحث مقدم للحصول على دبلوم القانون الخاص كلية الحقوق - جامعة المنصورة.
- ▲ الوسائل المقررة لحماية المستهلك في قانون التجارة، مجلة روح القوانين الصادرة عن كلية الحقوق جامعة طنطا ( العدد ٦٦ - ابريل ٢٠١٤).
- ▲ تقادم المبالغ المستحقة لشركات توزيع المياه عن استهلاكها تعليق على الحكم الصادر من محكمة النقض المصرية رقم ٦٤٣٦ لسنة ٨٨ ق، بحث منشور على حساب المؤلف بموقع أكاديميا:

<https://independent.academia.edu/hossamtawakol>

- ▲ المسؤولية عن إنهاء الوكالة التجارية بالإرادة المنفردة للموكل التجاري، بحث منشور على حساب المؤلف بموقع أكاديميا:

<https://independent.academia.edu/hossamtawakol>

- ▲ التنظيم القانوني للجمعيات الأهلية في مصر - جمعيات حماية المستهلك نموذجا، بحث منشور على حساب المؤلف بموقع أكاديميا:

<https://independent.academia.edu/hossamtawakol>

▲ ماهية الجريمة الجنائية التي تؤثر على علاقة العمل، بحث منشور على حساب المؤلف بموقع أكاديميا:

<https://independent.academia.edu/hossamtawakol>

▲ الشخصية المعنوية لشركة الشخص الواحد في القانون المصري، بحث منشور على حساب المؤلف بموقع أكاديميا:

<https://independent.academia.edu/hossamtawakol>

▲ حملات المقاطعة التجارية - سلاح المستهلك لحمايته من الممارسات غير العادلة في السوق، بحث منشور على حساب المؤلف بموقع أكاديميا:

<https://independent.academia.edu/hossamtawakol>