

**النظام القانوني لإنشاء العرض
العام للشراء بقصد الاستحواذ
على الشركات التجارية
(دراسة مقارنة)**

مجلة الحقوق مجلة الحقوق

د. ندى زهير الفيل
أستاذ القانون التجاري المشارك
كلية القانون – جامعة الشارقة
E-mail: nalfil@sharjah.ac.ae

النظام القانوني لإنشاء العرض العام للشراء بقصد الاستحواذ على الشركات التجارية (دراسة مقارنة)

د. ندى زهير الفيل

أستاذ القانون التجاري المشارك

كلية القانون - جامعة الشارقة

الملخص

يُجسد البحث محاولة لدراسة وتحليل القواعد القانونية التي يخضع لها إنشاء العرض العام للشراء بقصد الاستحواذ على الشركات التجارية في القانون الإماراتي في ضوء اهتمام دولة الإمارات بعمليات الاستحواذ كوسيلة لإعادة هيكلة المشروع الاقتصادي المتغير وبعد صدور القرار ١٨/ر. م لسنة ٢٠١٧ عن رئيس مجلس إدارة هيئة الأوراق المالية والسلع، بشأن قواعد الاستحواذ والاندماج للشركات المساهمة العامة، والقرار الإداري رقم (٦٢/ر. ت) لسنة ٢٠١٧ في شأن المتطلبات الفنية لنظام الاستحواذ والاندماج؛ فقد تعرض البحث الى القواعد القانونية التي تحيط بعملية إنشاء العرض العام للشراء بقصد الاستحواذ في أطر ثلاثة؛ الإطار المفاهيمي والإطار الإنشائي وإطار حماية الأشخاص المعنيين بعملية الاستحواذ على الشركة المستهدفة، وذلك لغرض تقديم رؤية تساعد المشرع الإماراتي على إعادة تنظيم بعض القواعد المتعلقة بموضوع العرض العام للشراء على نحو أفضل، خاصة وأن المقارنة تتم في ضوء القانون الإنكليزي وهو من أقدم التشريعات المنظمة لأحكام (Takeover) وأكثرها تطوراً على مستوى العالم.

The legal system for creating a public offer of purchase with the intention of acquiring commercial companies (Comparative study)

Dr. Nada Zuhair Al Fil

Associate Professor of Commercial Law
College of Law-University Of Sharjah

Abstract

The research represents an attempt to study and analyze the legal rules governing the creation of a public offer of purchase with the intention of acquiring commercial companies in UAE law. In light of the UAE's interest in acquisitions as a means of restructuring the faltering economic project; and after the issuance of Resolution 18/R. AD for the year 2017 on the Chairman of the Board of Directors of the Securities and Commodities Authority, regarding the rules of acquisition and merger of public joint stock companies, and Administrative Resolution No. (62/R.T) of 2017 regarding the technical requirements of the acquisition and merger system. The research presented the legal rules surrounding the process of creating a public offer for purchase with the intention of acquisition in three frameworks; The conceptual framework, the structural framework and the framework for protecting the persons involved in the acquisition of the target company. This is for the purpose of providing a vision that helps the UAE legislator to better reorganize some rules related to the subject of the public offer of purchase; especially since the comparison is made in light of the English law, which is one of the oldest legislation regulating the provisions of (Takeover) and the most advanced in the world.

Keywords: Public offer for purchase, acquisition, target company, acquiring company.

المقدمة

يشهد العالم الاقتصادي المعاصر ظاهرة تركيز القوى الاقتصادية، وسعي أغلبية الشركات للتحويل إلى شركات كبيرة تمتلك القدرة على السيطرة والاحتكار وتحقيق المكاسب الاقتصادية، ودفعها إلى ذلك عددٌ من المتغيرات التي ظهرت إلى حيز الوجود منها؛ العولمة والأزمات المالية التي مرت بها اقتصاديات الدول، والتطور التكنولوجي الذي دفع بالشركات إلى محاولة السيطرة على السوق أو احتكارها ومن ثم طرد الشركات المنافسة منها، وإزاء هذا الوضع وجدت الشركات الصغيرة نفسها أمام خيارين؛ إما أن تستسلم أمام الشركات العملاقة ومجموعة الشركات وتخرج من السوق معلنةً إفلاسها وإما أن تحاول الصمود وإثبات وجودها، وهنا لا بد لها من أن تبحث عن وسيلة تبعتها عن الانهيار والدخول في دائرة الإفلاس، وقد يكون من ضمن هذه الوسائل وأهمها؛ اللجوء إلى التركيز الاقتصادي الذي يشمل كل العمليات التي من شأنها أن تؤدي إلى زيادة حجم الوحدات الاقتصادية، وتحقيق التكامل بين المشروعات المشتركة في عملية التركيز ومن أبرز هذه العمليات؛ عمليات الاستحواذ التي تنطوي على: «السيطرة والتحكم في إدارة الشركة المستحوذ عليها لتقرير الحق في التصرف بشؤونها من خلال عروض الشراء المقررة في مجال الشركات»،^(١) وهو «عملية قانونية بين شخصين يترتب عليها حصول أحدهما على كل أو بعض رأس مال إحدى الشركات سواءً بالاتفاق مع الإدارة أو بدون، وتؤدي إلى السيطرة على مجلس إدارة الشركة المستهدفة».^(٢)

ومن وجهة نظر الفقه الأمريكي هو: «شراء لكيان تجاري أو كيانات أو أحد الأصول أو الأصول»^(٣) وقد لوحظ خلال العقد الأخيرين زيادة عمليات الاستحواذ والاندماج بين الشركات التجارية بصورة كبيرة على المستويين الدولي والمحلي، والتي وصلت إلى مبالغ وأحجام قياسية غير مسبوقة؛ حيث أشار تقرير الأمم المتحدة للتجارة والتنمية عن الاستثمار العالمي في عام ٢٠٠٧ إلى أن من بين إجمالي التدفقات لرأس المال الأجنبي والبالغة ١٨٢٣ مليار دولار أمريكي كان النصيب الأكبر فيها لعمليات الاستحواذ والاندماج وبلغت ١٦٢٧ مليار دولار أمريكي أي بما يعادل ٩٠٪ من جملة الاستثمارات الأجنبية.^(٤)

١- د. أحمد عبد الرحمن ملحم، مدى مخالفة الاندماج والسيطرة لأحكام المنافسة التجارية - دراسة تحليلية مقارنة بين القانونين الأمريكي والأوروبي مع الإشارة إلى الوضع في الكويت، مجلة الحقوق، السنة ١٩، العدد ٢، جامعة الكويت، ص ١٤.

٢- د. طاهر شوقي مؤمن، الاستحواذ على الشركة - دراسة نظرية وتطبيقية، دار النهضة العربية، ٢٠٠٩، ص ٨، وأشار إليه أيضاً د. إبراهيم إسماعيل إبراهيم، نوفل رحمن مغلبي الجبوري، المسؤولية القانونية للمستحوذ على الشركة المساهمة (دراسة مقارنة)، مجلة المحقق الحلبي للعلوم القانونية والسياسية، كلية القانون، جامعة بابل، ع ١٤، السنة ٤، ٢٠١٧، ص ١١.

3- Paul Pignataro, Mergers, Acquisitions, Divestitures, and Other Restructurings, A Practical Guide to Investment Banking and Private Equity, Wiley Finance Series, John Wiley & Sons, Inc. Hoboken, New Jersey, Canada, 2015, P.3

٤- في حين أشار تقرير الاستثمار العالمي ٢٠٢٠ الصادر عن الاونكتاد - الإنتاج الدولي بعد الجائحة، إلى انخفاض عمليات الدمج

وقد جاءت الزيادة المتقدم ذكرها نتيجة إحساس الشركات بالأهمية القانونية والاقتصادية لآثار الاستحواذ على الاقتصاد وسوق المنافسة وعلى مصالح الأطراف المعنية، وما يستتبعه عادة من تغيير للإدارة في الشركة المستحوذ عليها، كحقوق المساهمين والعاملين والمتعاملين مع الشركة بمن فيهم المؤسسات المالية وغيرهم من أصحاب المصالح المشروعة، ولأن المتعاملين يفضلون الاستحواذ على مشروعات قائمة لتجنب المخاطر الاقتصادية المرتبطة بإنشاء مشروعات جديدة وما قد يصاحبها من فشل،^(٥) فكان من الضروري جداً أن تبدي النظم القانونية اهتماماً ملحوظاً بوضع قواعد وأحكام الاستحواذ تسعى من خلالها إلى حماية مصالح الشركة المستحوذ عليها، وقد كان من بين هذه النظم التشريع الإماراتي. ولكي تقدم صورة دقيقة عن موضوع هذه الدراسة فإننا سنعمد الى تقسيم هذه المقدمة الى الفقرات التالية:

موضوع البحث

تعد الولايات المتحدة الأمريكية وأنكلترا، من أولى الدول التي وضعت القواعد القانونية الناظمة للاستحواذ، ويرجع السبب في ذلك إلى ازدياد نسبة الاستثمارات الأمريكية في أنكلترا ودول أوروبية أخرى، ولأن الشركات الإنكليزية وجدت نفسها أمام ضرورة الاستفادة من المزايا التي تتمتع بها الشركات الأمريكية، فتحصل على ما تحتاجه من رأس المال لتجديد قوتها السوقية وتطويرها واستبدال المستهلك من الآلات والأساليب الإنتاجية والإدارية التي تمتلكها الولايات المتحدة، فقد أصبحت عقود الاستحواذ بينها وبين الشركات الأمريكية وسيلة لإنقاذها من خطر الإفلاس من جهة والمحافظة عليها كمشروع اقتصادي قائم من جهة أخرى.

ولم يشأ المشرع الإنكليزي أن ينظم هذه العمليات تجنباً للمساس بحرية تداول الأسهم والسندات، لذا فقد عمد البنك المركزي البريطاني إلى تشكيل هيئة محلفي المدينة تضم ممثلين عن معظم المؤسسات المدنية الكبرى بما في ذلك البورصة، وتم وضع قواعد ومبادئ لهذه الهيئة لأجل تحقيق المعاملة العادلة والمتساوية لكل المساهمين في عمليات الاستحواذ على الإدارة، وتمكينهم من خلال إجراءات مشددة الحصول على جميع المعلومات المتعلقة بعروض الاستحواذ المقدمة، وقد أطلق على مجموعة القواعد والمبادئ المذكورة أسم مدونة المدينة "City Cod"^(٦) وتتصب هذه القواعد على تنظيم إجراءات عروض الاستحواذ منذ بداية تقديمها للوصول إلى نتائج إيجابية لجميع

والاستحواذ عبر الحدود بأكثر من ٥٠٪ في الأشهر الأولى من ٢٠٢٠ مقارنة بالعام الماضي، وكان الأثر الرئيس للجائحة بسبب تدابير الإغلاق، تباطؤ عمليات الدمج والاستحواذ عبر الحدود، ويتوقع انخفاضها خلال السنوات القادمة (٢٠٢١-٢٠٢٠) بسبب عوائق ناجمة عن قيود جديدة على الاستثمار ... 16/5/2021 (unctad.org) [wir2020_overview_ar.pdf](#).

٥- د. نهاد أحمد إبراهيم السيد، الاستحواذ على الشركات التجارية، دار النهضة العربية، مصر - الإمارات، ٢٠١٨، ص ١٢.

٦- د. نهاد أحمد إبراهيم السيد، المرجع السابق، ص ٢٥١-٢٥٢.

أطراف العقد ولدائتي الشركة المستهدفة والعاملين فيها، وهي تتعلق في إطارها العام بالمعاملات المتعلقة بالأسهم المقيدة في البورصة الإنكليزية ومرتبطة بعروض استحواذ على هذه الأسهم، وقد استخدمت المدونة لأول مرة مصطلح "Take over"، كنظام جديد و متميز للتعبير عن الاستحواذ على أسهم شركة يتاح من خلالها لشركة أخرى السيطرة على إدارتها، و"Take over" هو عبارة عن العرض العام لعمليات الاستحواذ.^(٧)

ونتيجة للارتفاع الكبير في عقود الاستحواذ التي تمت في دول مجلس التعاون الخليجي^(٨)، سار عددٌ من التشريعات على نهج المشرع الإنكليزي في الاهتمام بتنظيم الأحكام القانونية لعرض الشراء العام بقصد الاستحواذ، ومن هذه التشريعات؛ المشرع الإماراتي الذي أشار إلى الاستحواذ كوسيلة قانونية واقتصادية للتركز الاقتصادي ووسيلة لتملك الشركات التجارية من خلال عقود شراء أسهم تلك الشركات في أسواق المال الإماراتية وفي إطار إعادة هيكلة البنوك المتعثرة وإنقاذها من الإفلاس - دون أن يستخدم مصطلح (العرض العام للشراء) - وذلك في المواضيع التالية:

- القانون الاتحادي رقم ٤ لسنة ٢٠١٢ في شأن تنظيم المنافسة وذلك عند تحديده للمقصود بالتركز الاقتصادي على أنه: "كل تصرف ينشأ عنه نقل جزئي أو كلي (اندماج أو استحواذ) للملكية أو حقوق انتفاع في ممتلكات أو حقوق أو أسهم أو التزامات منشأة إلى منشأة أخرى من شأنه أن يمكن منشأة أو مجموعة منشآت من الهيمنة بصورة مباشرة أو غير مباشرة على منشأة أو مجموعة منشآت أخرى عن طريق الاندماج أو الاستحواذ أو التملك أو الجمع بين إدارتين أو أكثر بإدارة مشتركة أو أية وسيلة تؤدي إلى تملك حصة من السوق تبلغ (٤٠٪) من المعروض الكلي لسلعة ما في السوق".

- القانون الاتحادي رقم ٢ لسنة ٢٠١٥ في شأن الشركات التجارية إذ أنه أفرد المادتين (٢٩٢ - ٢٩٣) للاستحواذ؛ فأوجب في المادة ٢٩٢ على: «كل شخص أو مجموع من الأشخاص المرتبطة أو الأطراف ذات العلاقة يرغب أو يرغبون في شراء أو القيام بأي تصرف يؤدي إلى الاستحواذ على أسهم أو أوراق مالية قابلة للتحويل لأسهم في رأسمال إحدى الشركات المساهمة العامة المؤسسة بالدولة التي طرحت أسهمها في اكتتاب عام أو مدرجة بإحدى الأسواق المالية بالدولة أن يلتزم بالأحكام والقرارات المنظمة لتواعد وشروط وإجراءات عمليات الاستحواذ الصادرة عن هيئة الأوراق المالية والسلع»، كما حدد في المادة ٢٩٣ العقوبات المتخذة من قبل الهيئة عند مخالفة أحكام المادة ٢٩٢ المذكورة أو القرارات الصادرة عنها.

٧- للتعرف على طبيعة قواعد المدونة انظر: Nature and purpose of the code, The City Code on Take Over and Mergers, 2016, P. A1.

٨- انظر البيان الإحصائي عن عمليات الاستحواذ في منطقة مجلس التعاون الخليجي ومصر.

- القانون الاتحادي رقم ١٤ لسنة ٢٠١٨ في شأن المصرف المركزي وتنظيم المنشآت والأنشطة المالية، حيث أدرج الاستحواذ في المادة ١١٦ ف٢ من ضمن الإجراءات والتدابير التي يمكن أن يتخذها المصرف المركزي في إطار إعادة هيكلة البنوك لحمايتها من الإفلاس عند اختلال مركزها المالي وذلك بالنص على أنه: "... يقوم المصرف المركزي حسب ما يراه مناسباً باتخاذ أي من الإجراءات والتدابير التالية لحماية المنشأة المعنية ومودعيها: ... الموافقة لأي منشأة مالية للقيام بالاستحواذ على المنشأة المعنية ...".

وفي العام ٢٠١٧ أصدر رئيس إدارة هيئة الأوراق المالية والسلع القرار رقم (١٨/ ر.م) الخاص بقواعد الاستحواذ والاندماج للشركات المساهمة العامة، وخصّص للعرض العام بقصد الاستحواذ المواد (٥-٤٦)، وهي تسري على عمليات الاستحواذ على الأوراق المالية في شركة مساهمة عامة مؤسسة بالدولة طرحت أسهمها في اكتتاب عام أو مدرجة بإحدى الأسواق المالية بالدولة، وعلى عمليات الاندماج التي تكون الشركة المساهمة العامة طرفاً فيها، كما أصدر الرئيس التنفيذي في العام ذاته القرار الإداري رقم (٦٢/ ز. ت) بشأن المتطلبات الفنية لمستند عرض الاستحواذ، والذي اشتمل على المعلومات المالية والمعلومات الأخرى عن العرض والجهة المستحوذة والشركة المستهدفة بالاستحواذ، والمتطلبات الفنية لتعاميم مجلس إدارة الشركة المستهدفة بالاستحواذ.

أهمية البحث

تظهر أهمية الدراسة في هذا البحث في الدور المميز الذي تؤديه عمليات الاستحواذ بسبب تفردها بعدد من المزايا التي لا تحققها أساليب التركيز الاقتصادي الأخرى؛ فالاستحواذ يساعد المشروعات الاقتصادية على الدخول إلى مناطق جغرافية جديدة من خلال كيان قانوني قائم بدلاً من تكوينه كيان قانوني جديد قد يستغرق من الجهد والمال الكثير لتكوينه، كما أنه وسيلة لإعادة الهيكلة للمشروع الاقتصادي، بأن تتجه الشركات إلى البيع والتخلص من شركاتها التابعة أو الأصول الخاصة بأنشطة غير مرتبطة بالنشاط الأصلي لهذه الشركات الكبرى، فيتم الاستحواذ من قبل شركات صغيرة على أصول تابعة لشركات كبيرة.

وللتعبير عن أهمية الدراسة والبحث في مجال عمليات وعروض الاستحواذ، يذهب الفقيه الأمريكي (Patrick A. Gaughan) إلى أن: "... الزيادة في نشاط الاندماج والاستحواذ أدت إلى نمو البحث الأكاديمي في هذا المجال، وأن نسبة الأبحاث التي أنصبت على عمليات الاندماج والاستحواذ كانت كبيرة مقارنة بمجالات التمويل الأخرى، وأنه من المؤسف أن صنّاع القرار في الشركات ليسوا على دراية كافية بالقيمة الكبيرة لتلك الأبحاث عالية الجودة في مجال الاندماج والاستحواذ، ويوافق مجالس إدارة هذه الشركات على صفقات الاستحواذ أو اتخاذ إجراءات

لدعمها أو معارضتها دون الرجوع إلى هكذا بحوث للتعرف على آثار هذه الإجراءات^(٩). وتؤدي هذه الدراسة إلى إثراء المعرفة القانونية في دولة الامارات العربية المتحدة حول الجوانب القانونية لعروض الشراء العامة التي تعد نقطة البداية في عمليات بالاستحواذ وأهميتها بالنسبة إلى الشركات الوطنية وللمستثمرين على المستويين المحلي والدولي وأيضاً توفير مرجع يساعد الباحثين في إعداد دراسات مستقبلية لاستكمال أو توسيع البحث الأكاديمي في هذا المجال، وذلك في ظل ندرة الدراسات القانونية المتخصصة في مجال الاستحواذ على الشركات التجارية على الصعيد العربي.

مشكلة البحث

وبناءً على ما تقدم، يُبرز موضوع هذا البحث أهمية التعرف على القواعد التشريعية التي يخضع لها العرض العام للشراء بوصفه وسيلة التعبير عن الإيجاب الصادر عن مقدم العرض والموجه إلى الشركة المستهدفة، لتكوين الإطار العقدي لمشروعات التركيز الاقتصادي في ظل مبادئ الإفصاح والشفافية والمساواة وتكافؤ الفرص وحماية حقوق الأقلية ومراعاة أصحاب المصالح، فما هو العرض العام للشراء وما هي عناصر تكوينه، وما هي خصائصه؟ وفي الوقت الذي يتم فيه إنشاء عرض الشراء، فإنه سيظهر أمام مقدم هذا العرض فئات من الأشخاص الذين لا بد من مراعاة أوضاعهم القانونية من قبل مقدم العرض وجميع الأشخاص المعنيين بعملية الاستحواذ عند تقديم العرض؛ وعليه حرصت التشريعات محل المقارنة على حمايتهم من خلال وضع عدد من القواعد الموضوعية التي يتوجب على مقدم عرض الشراء العمل في ضوئها عند تقديمه العرض؛ فمن جهة لا بد من التقيد بمبدأ المساواة في التعامل مع فئة مالكي الأسهم، وأيضاً يتوجب حماية فئة أقلية المساهمين في الشركة المستهدفة التي قد تضرر من الاستحواذ، ووجوب مراعاة حقوق فئة أصحاب المصالح خلال فترة تقديم العرض؟ ورتبت هذه التشريعات عدداً من الالتزامات التي يجب على مقدم العرض احترامها خلال فترة تقديم العرض كالالتزام بالإفصاح والسرية؟ ومن شأن ذلك طرح التساؤل عن ماهية مظاهر تحقيق المساواة بين مالكي الأسهم المعروضة للشراء؟ وكيف

٩- انظر الرأي:

“The increase in M&A activity has given rise to the growth of academic research in this area. In fact, M&A seems to generate more research than other areas of finance. It is unfortunate that corporate decision makers are not sufficiently aware of the large body of pragmatic, high-quality research that exists in the field of M&A. It is amazing that senior managers and the boards regularly approve deals or take other actions in supporting or opposing a transaction without any knowledge on the voluminous body of high-quality research, on the effects of such actions”.

Patrick A. Gaughan, Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings, Wiley Finance Series, John Wiley & Sons, Inc. Hoboken, New Jersey, Canada, 7 editions, 2015, P. Xii.

يضمن أصحاب المصالح حماية حقوقهم تجاه العرض العام للشراء؟ وما هو مضمون الالتزام بالإفصاح والالتزام بالسرية المفروضين على مقدم العرض احترامهما عند تقديم عرض الشراء؟ ولأجل الإجابة عن هذه التساؤلات، فقد آثرت تقديم هذا البحث.

منهجية البحث

معالجة موضوع البحث ستكون من خلال اتباع المنهج الوصفي التحليلي المقارن؛ فبالمنهج الوصفي سنقدم صورة واضحة عن فكرة العرض العام للشراء بقصد الاستحواذ في إطاره الإنشائي، وفي إطار القواعد الموضوعية المقررة لحماية مالكي الأسهم وأقلية المساهمين وأصحاب المصالح، والالتزامات التي ينبغي أخذها بنظر الاعتبار من قبل مقدم عرض الشراء، وبالمنهج التحليلي سيتم تحليل النصوص التشريعية المتعلقة بقواعد إنشاء العرض العام للشراء والقواعد الموضوعية المحيطة به في كل من التشريعين الإنكليزي والإماراتي، وذلك في ضوء منهج مقارن يتضح من خلاله أوجه التشابه والتباين بينهما، والجوانب التي يتميز فيها كل منهما عن الآخر لتقديم رؤية تساعد المشرع الإماراتي على إعادة تنظيم بعض القواعد المتعلقة بالموضوع على نحو أفضل، خاصة وأن المقارنة تتم في ضوء القانون الإنكليزي وهو من أقدم التشريعات المنظمة لأحكام عروض الشراء بقصد الاستحواذ على الشركات وأكثرها تطوراً على مستوى العالم.

هيكلية البحث

للإحاطة بالقواعد القانونية الخاصة بإنشاء العرض العام للشراء بقصد الاستحواذ، فقد آثرنا تقسيم الدراسة إلى المبحثين التاليين:

المبحث الأول- العرض العام للشراء في الإطار المفاهيمي.

المبحث الثاني- العرض العام للشراء في الإطار الإنشائي.

المبحث الثالث- العرض العام للشراء في إطار حماية الأشخاص المعنيين بالاستحواذ.

المبحث الأول

العرض العام للشراء في الإطار المفاهيمي

توضيح العرض العام للشراء في إطاره المفاهيمي، يقتضي تعريفه وبيان خصائصه ومن ثم تمييزه من الاندماج، وسيكون ذلك من خلال مطلبين؛ تعريف العرض العام للشراء وبيان خصائصه في (المطلب الأول)، وتمييز العرض العام للشراء من الاندماج في (المطلب الثاني).

المطلب الأول

تعريف العرض العام للشراء وبيان خصائصه

تعددت التعاريف التي تقدم بها التشريع والفقهاء لمصطلح العرض العام للشراء بقصد الاستحواذ، وبناءً على هذه التعاريف، تتضح لنا الخصائص التي يتميز بها، سنعمد إلى بيان التعاريف (الفرع الأول) والخصائص (الفرع الثاني):

الفرع الأول

تعريف العرض العام للشراء في التشريع والفقهاء

لم تضع معظم التشريعات تعريفاً محدداً للاستحواذ، بقدر اهتمامها بوضع تعريف للعرض العام للشراء، كما جاءت معظم التعاريف التي وضعها الفقهاء للاستحواذ لتركز على عرض الشراء للأسهم في الشركات المستحوذ عليها؛ فالمشروع الإنكليزي لم يتعرض في مدونة المدينة (City Code)، لتحديد معنى الاستحواذ كنظام جديد يتيح من خلاله لشركة بالسيطرة على إدارة شركة أخرى؛ بل استخدم مصطلح التيك أوفر "Take over" وهو عبارة عن العرض العام لعمليات الاستحواذ مقدم من شركة تسمى Bidder (العارضة - المستحوذ) يتم التنازل لها من الشركة المقدم إليها العرض عن أسهمها، ويتضمن هذا العرض العام إيجاباً من الشركة (العارضة - المستحوذ) بدفع سعر محدد مرتفع لأسهم الشركة المقدم إليها العرض خلال فترة محددة للعرض بنهايتها يكون العرض لاغياً^(١٠)، وقد جاء هذا التعريف مستمداً من المبادئ التي اشتملت عليها المدونة المذكورة للاستحواذ.^(١١)

وقرر أيضاً في قانون الشركات لسنة ٢٠٠٦ تحت عنوان Meaning of takeover offer بأن "يعد عرض الحصول على أسهم شركة ما" عرض استحواذ إذا تم استيفاء الشرطين التاليين: ١- أن يكون العرض لغرض الاستحواذ على: أ. جميع الأسهم في الشركة، ب. وفي حالة وجود أكثر من فئة واحدة من الأسهم ... جميع الأسهم في فئة واحدة أو أكثر بخلاف الأسهم التي تحتفظ بها الشركة العارضة بالفعل في تاريخ العرض، ٢- تطبيق شروط العرض ذاتها فيما يتعلق بجميع الأسهم التي يتعلق بها العرض، أو عندما يشتمل على أسهم من فئات مختلفة^(١١).

١٠- راجع الموقع الإلكتروني: The Takeover Code: The Takeover Panel إذ جاء ضمن مبادئ هذه المدونة:

When a person or group acquires interests in shares carrying 30% or more of the voting rights of a company, they must make a cash offer to all other shareholders at the highest price paid in the 12 months before the offer was announced (30% of the voting rights of a company is treated by the Code as the level at which effective control is obtained).

١١- المادة ٩٧٤، ج ٢٨، الفصل ٢ من قانون الشركات الإنكليزي لسنة ٢٠٠٦

ويذهب رأي في الفقه الإنكليزي إلى أن الاستحواذ هو عبارة عن طلب تحكم من شركة إلى أخرى من خلال تطبيق ومراعاة ضوابط "Take over" الذي يُمكن الشركة العارضة من عرض سعر أعلى من سعر القيمة السوقية وعرض ضمانات تأمينية جديدة وسندات لحاملي الأسهم، وتقوم الإدارة في الشركة المستهدفة بطلب سعر أعلى أو تحاول الدمج في شركة ثالثة. (١٢)

ويذهب رأي آخر أيضاً إلى أن: «الاستحواذ يتم من خلال عرض شراء أو تبادل أسهم المساهمين في الشركة من أجل الوصول إلى استعداد عدد كافٍ من المساهمين لبيع أسهمهم وضمّان الاستحواذ على الشركة». (١٣)

ويتحقق الاستحواذ؛ بعرض أو إيجاب عام من شركة لشركة معينة لفرض سيطرتها الإدارية على تلك الشركة المستهدفة. (١٤)، «وأن السيطرة والتحكم في إدارة الشركة المستحوذ عليها والتصرف في شؤونها، يتم من خلال عروض الشراء المقررة في مجال الشركات». (١٥)

أما المشرع الإماراتي فقد تفرّد في هذا الجانب بوضع تعريف محدد لكل من الاستحواذ والعرض للشراء؛ وذلك في المادة الأولى من قرار رئيس مجلس إدارة الهيئة رقم ١٨ / ر.م لسنة ٢٠١٧ بشأن قواعد الاستحواذ والاندماج للشركات المساهمة العامة؛ فقد عرف الاستحواذ بأنه: "تملك الجهة المستحوذة الأوراق المالية من خلال الشراء و/ أو المبادلة أو أي اتفاق أو صفقة أو ترتيب خاص، وفقاً لشروط ونسب الاستحواذ المحددة في القرار"، والعرض بأنه: "العرض المقدم من الجهة المستحوذة إلى مالكي الأوراق المالية بقصد شرائها أو تملكها بالمبادلة أو بكلتا الطريقتين".

ومن التعاريف المتقدم ذكرها تتبدى لنا الملاحظات التالية:

إجماع كل من التشريع والفقه على اعتبار العرض العام للشراء الوسيلة القانونية للتعبير عن إبرام عقود الاستحواذ على الشركات، بغرض السيطرة على حقوق التصويت في الشركة المستهدفة - المستحوذ عليها.

تضمن التعاريف المتقدم ذكرها، بيان الآليات القانونية التي تؤدي إلى تملك الأسهم بالاستحواذ؛ فالاستحواذ يمكن أن يتم من خلال عمليات شراء نقدي لعدد من الأسهم التي تمكن الشركة العارضة من السيطرة الفعلية على الشركة المستهدفة، كما يمكن أن يتم من خلال عمليات مقايضة أي مبادلة أسهم بأسهم، فتقوم الشركة العارضة بنقل أسهم مملوكة لها في شركة ما إلى الشركة المستهدفة مقابل الاستحواذ على الأسهم في الشركة محل الاستحواذ، أو قد يكون مختلطاً

12- Chiplin & Wright, The Logic of Mergers, Institute of Economic Affairs London, 1987, P.23-25.

13- Patrick A. Gaughan, op.cit, P. Xii.

١٤- د. حسام الدين محمد عبد العاطي، النظام القانوني لاندماج المصارف، أطروحة دكتوراه، كلية الحقوق، جامعة بنها، ٢٠١١، ص ٣٤.

١٥- د. أحمد عبد الرحمن ملحم، المرجع السابق، ص ١٤.

بأن يتم بطريقتي الشراء النقدي والمبادلة معاً.

كانت التعاريف التي أوردها المشرع الإنكليزي في مدونة المدينة وقانون الشركات لعام ٢٠٠٦ ذات طابعٍ وصفي، فقد تضمّن تعريف مدونة المدينة ضوابط العرض العام للشراء بشأن السعر الذي يتوجب على الشركة العارضة التقدم به والمدة التي يجب أن يبقى خلالها العرض ساريًا والطريقة التي يتم بها، وتضمّن التعريف الذي جاء به قانون الشركات الشروط الواجب توافرها في محل عقد التملك لغرض الاستحواذ بأن ينصب على جميع الأسهم في الشركة، مع التفريق في الحكم بين ما إذا كانت هذه الأسهم من فئة واحدة أو من فئات مختلفة، وقد نظم المشرع الإماراتي هذه الأحكام في المادة ١٤ من قرار رئيس مجلس إدارة الهيئة رقم ١٨ / ر.م لسنة ٢٠١٧، إلا أنه لم يُشر إليها في التعريف.

الفرع الثاني

خصائص العرض العام للشراء

الخصائص التي يتميز بها العرض العام للشراء كوسيلة للتعبير عن الإيجاب تتلخص بالآتي:
أولاً- إنه إيجاب تتحقق فيه كل الصفات الواجب توافرها في القواعد العامة للعقود، وهو يعني رغبة مقدّم العرض ونيّته في الشراء، لتحقيق السيطرة الفعلية الهادفة إلى تكوين مشروعات اقتصادية قادرة على مواجهة المنافسة في ظل عالم يسوده العولمة والتطور التكنولوجي.^(١٦)
وهذه الرغبة تتصف بكل صفات الإيجاب المتفق على توافرها في العقود التجارية وتتلخص هذه الصفات بالآتي:

وجود إرادة لدى الشركة العارضة بشراء أسهم أو أصول الشركة المقدم إليها (المستهدفة) التي يوافق المساهمون على بيعها بقصد التملك لتعدد هؤلاء المالكين لهذا النوع من المال، ولصعوبة الوصول إلى كل مساهم على حدة كما يحصل في العقود التقليدية.

يتوجب على الشركة العارضة الإعلان عن إرادتها، بالإضافة إلى الاتفاق على العناصر الجوهرية الواجب توافرها لأي عقد والتي تتمثل في تعيين المبيع (الأسهم) وتحديد ثمن الشراء.

اقتران الإيجاب الذي تتقدّم به الشركة المستحوذة بغرض التعاقد مع المساهمين في الشركة المستهدفة بمدة زمنية محددة تظل سارية المفعول إلى أن يرد المساهمون على العرض بالقبول أو الرفض.^(١٧)

١٦- د. نهاد أحمد إبراهيم السيد، المرجع السابق، ص ٢٢٢.

١٧- د. سامي عبد الباقي أبو صالح، إساءة استغلال المركز المسيطر في العلاقات التجارية، القانون رقم ٣ لسنة ٢٠٠٥ الخاص بحماية المنافسة ومنع الممارسات الاحتكارية - دراسة تحليلية مقارنة، دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠٠٥، ص ٢١.

ووفقاً للقواعد العامة، يتوجب على مقدم العرض (الجهة المستحوذة) الإبقاء على إيجابه إلى أن تنتضي المدة الزمنية المحددة؛ فينقصد العقد إذا قبل المساهمون وأبدوا رغبتهم بالبيع قبل انقضاء المدة - وذلك بإيداع أوامر بيع الأسهم لدى الوسيط الذي يتولى تنفيذ عملية الشراء عن طريق بورصة الأوراق المالية -.^(١٨)

ثانياً- العرض العام للشراء هو إيجاب تتوجه به الشركة العارضة الى عدد غير معلوم من المساهمين يصعب الوصول إلى كل واحد منهم على حدة بوصفهم المالكين لمحل العقد المتمثل في الأسهم المتداولة ببورصة الأوراق المالية.^(١٩)

ثالثاً- يتم العرض العام للشراء كوسيلة للتعبير عن الإيجاب في ظل قواعد موضوعية خاصة يجب الالتزام بها عند تقديم العرض، وتتمثل هذه القواعد في الشفافية والعدالة وتكافؤ الفرص وحماية الطرف الضعيف في هذا العقد، والمحافظة على حقوقه في مجال تداول الأوراق المالية، وهو ما قررتة التشريعات محل هذه الدراسة.^(٢٠)، وسوف نتعرض له في المبحث الثالث.

المطلب الثاني

تمييز العرض العام للشراء من الاندماج

نظراً لالتجاء معظم اقتصاديات الدول نحو استخدام الاندماج وعروض الشراء العام بقصد الاستحواذ العام على الشركات التجارية كوسيلة لتحقيق مشروع التركيز الاقتصادي وما يترتب عليه من مزايا تخفيض التكاليف وزيادة الربح وتنوع النشاط وتوزيع المخاطر والحصول على الإعفاءات الضريبية، وبسبب إبرام العديد من عقود الاندماج والاستحواذ بين الشركات التجارية بهدف إعادة هيكلة الشركة المتعثرة ادارياً أو مالياً، وما ينتج عنها من مزايا اقتصادية دفع البعض إلى القول بأن كل من الاستحواذ والاندماج تصرف قانوني واحد، وأنهما مترادفان يؤدي إبرامهما إلى غاية واحدة، وهو تكوين مجموعة شركات في كيان اقتصادي كبير.^(٢١)

في حين يرى جانب من الفقه أن: «الاندماج والاستحواذ مصطلحان أو استراتيجيتان للتوسع والنمو التجاري مختلفتان نسبياً عن بعضهما بعضاً؛ فبينما يشير الدمج إلى الجمع والتعاون بين شركتين لتشكيل كيان، فإن الاستحواذ يشير إلى عمليات توسع لشركة واحدة بواسطة شركة أخرى».^(٢٢)

١٨- م/ ١٢٩ ف١ قانون المعاملات المدنية الاماراتي رقم ٥ لسنة ١٩٨٥.

١٩- د. نهاد أحمد إبراهيم السيد، المرجع السابق، ص ٢٣٤.

٢٠- انظر م/ ١٩ الفقرات ٢ و ٩ من قرار رئيس مجلس إدارة الهيئة رقم ١٨ / ر.م لسنة ٢٠١٧.

٢١- انظر د. نبيل حشاد، دمج واستحواذ البنوك في مصر: الفرص والمحاذير، (manshurat.org) ١/٢٠٢١.

22- Philip Hickey, Akshay Manoj Kumar, Impacts of Mergers & Acquisitions on Performance of Banking in Hong Kong, Master of Business Administration, Dublin Business School, January 2019, P.9.

ويتوافق رأي في الفقه مع هذا الجانب بالقول: « أن كل من الاندماج والاستحواذ يدل على أمر مختلف عما يدل عليه الاستحواذ؛ فالاستحواذ مرحلة سابقة على مرحلة الاندماج يتم فيها استحواذ شركة على إدارة شركة أخرى، وذلك عن طريق شراء معظم أسهمها تمهيداً لدمج الشركة دمجاً نهائياً في الشركة الدامجة خلال المرحلة القادمة، فالاستحواذ يتحقق بعرض ايجاب يصدر من الشركة المستحوذة على الشركة أخرى بغرض السيطرة الإدارية».^(٢٣)

وعلى الرغم من أوجه التشابه بين الاندماج والعرض العام للشراء بقصد الاستحواذ التي لا يمكن انكارها، يفصل بينهما عدة وجوه اختلاف، وعلى هذا الأساس فإننا سنعمد إلى بيان أوجه الشبه والاختلاف بين الاندماج والاستحواذ وذلك في المقصدين التاليين:

الفرع الأول

أوجه التشابه

وتظهر أوجه التشابه بين العرض العام للشراء والاندماج من حيث:

أولاً- طرق التمويل؛ تلجأ الشركة الدامجة إلى ضم الشركة أو الشركات الراغبة في الاندماج، وكذا الحال بالنسبة للشركة المستحوذة التي تريد شراء أسهم الشركة أو الشركات المستهدفة إلى طرق التمويل التالية:

التمويل النقدي؛ ويطلق على مثل هذه الصفقات عادة عمليات استحواذ بدلاً من عمليات اندماج؛ نظراً لأن مساهمي الشركة المستهدفة يختفون عن الصورة وتصبح الشركة المستهدفة تحت السيطرة المباشرة لمساهمي الشركة المستحوذة وحدهم.^(٢٤)

القروض؛ يمكن للشركات الدامجة والمستحوذة أن تمول رأس المال الذي تحتاجه في إتمام الصفقة عن طريق الاقتراض من أحد البنوك أو اصدار سندات قرض، أو عن طريق منح أسهم الشركة المستحوذة كمقابل أو عوض.

التمويل المختلط وبمقتضاه تستخدم الشركة المستحوذة في شراء أسهم الشركة أو الشركات المستهدفة التمويل النقدي والقروض.^(٢٥)

ثانياً- الأسباب التي تؤدي إلى حدوث كل منهما؛ إذ تتم عمليات الاندماج والاستحواذ بين الشركات بناءً على دوافع عدة منها؛

النفاذ إلى الأسواق؛ حيث تستطيع الشركة المستحوذة زيادة مجالات التسويق من خلال الشركات المستحوذ عليها؛ فمثلاً يمكن للبنك الذي يستحوذ على شركة (سمسرة) بطريق عرض

٢٣- انظر د. حسام عبد العاطي، المرجع السابق، ص ٢٤.

٢٤- المادة/١٦ من القرار رقم ١٨ / ر.م لسنة ٢٠١٧.

٢٥- د. نهاد أحمد إبراهيم السيد، المرجع السابق، ٤٣٠.

الشراء أن يسوّق منتجاته البنكية إلى عملاء شركة السمسرة، بينما تستطيع الأخيرة توقيع عقود مع عملاء البنك لفتح حسابات خاصة بالسمسرة.

خفض التكاليف؛ إذ يؤكد الباحث (Pandey): ”إن أي مزج لشركتين أو أكثر قد يؤدي إلى خفض التكلفة بسبب اقتصادات التشغيل، وعلى ذلك ستتجنب الشركة الدامجة أو تقلل من الوظائف والمرافق المتداخلة، كما يمكنها توحيد وظائفها الإدارية مثل التسويق والبحث والتطوير وتقليل تكاليف التشغيل... وقد تساعد عمليات الدمج والاستحواذ على تسريع وتيرة نمو الشركة بطريقة مريحة وغير مكلفة“^(٢٦).

زيادة قيمة المساهمين؛ حيث أكد الباحثين (Sudarsanam) و(Kemal): ”أن الغرض الرئيس من تنفيذ الاندماج والاستحواذ هو زيادة قيمة المساهمين؛ إذ تسعى معظم الشركات من وراء الدمج والاستحواذ إلى أن تصبح المتحكّم الرئيس في سوق الإنتاج وأن عمليات الدمج والاستحواذ تحسن المنافسة من خلال اكتساب حصة أكبر في السوق وتقليل مخاطر.“^(٢٧)

قد تكشف عمليات الدمج والاستحواذ عن كفاءات في جودة المديرين التنفيذيين لم تكن معروفة من قبل وزيادة القوة السوقية والتنوع في محافظ القروض وتحقيق النمو عند استنفاد الموارد المحلية، مع الأخذ بنظر الاعتبار أن الاستحواذ على البنوك يتم ضمن طلبات الاندماج.^(٢٨) كما ويُتوقع أيضاً أن يؤدي كل من الاندماج والاستحواذ إلى تحسين كفاءة الإدارة وسياساتها وإجراءاتها الإدارية.^(٢٩)

٢٦- للتفصيل أكثر في هذا الصدد انظر:

Gwaya Ondieki Joash, Mungai John Njagiru, The Effect of Mergers and Acquisitions on Financial Performance of Banks (A Survey of Commercial Banks in Kenya), International Journal of Innovative Research Development, July, 2015, P.104, Steven J. Pilloff, Anthony M. Santomero, The Value Effects of Bank Mergers and Acquisitions, The Working Paper Series is made possible by a generous grant from the Alfred P. Sloan Foundation, THE WHARTON FINANCIAL INSTITUTIONS CENTER, October 29, 1996, P.7

٢٧- انظر آراء الباحثين لدى:

Gwaya Ondieki Joash, Mungai John Njagiru, Op.cit, P.101

٢٨- للتفصيل انظر:

Robert DeYoung, Determinants of Cost Efficiencies in Bank Mergers, Office of the Comptroller of the Currency, Economic & Policy Analysis, Working Paper 93-01, P.23.

٢٩- للتفصيل انظر:

Rym Ayadi & Georges Pujals, Banking Consolidation In The Eu, Overview and Prospects, Ceps Research Report and Finance in Banking, No. 34, April 2004, P.24.

الفرع الثاني

أوجه الاختلاف

على الرغم من خلط الأنظمة الاقتصادية والقانونية المختلفة بين الاندماج والعرض العام للشراء بقصد الاستحواذ، إلا أنه يوجد عددٌ من أوجه الاختلاف بينهما وتتلخص بالآتي:

أولاً- من حيث الشكل القانوني: تتطلب عملية الاندماج وجود شركتين قائمتين على الأقل، وتكون هذه الشركات متمتعة بالشخصية الاعتبارية،^(٣٠)

أما العرض العام للشراء بقصد الاستحواذ فلا يوجد له شكل محدد؛ إذ يمكن أن يكون مقدم العرض فرداً أو شركة، ويتضح ذلك صراحةً من قول المشرع الإماراتي في (م/ ١ من القرار ١٨ لسنة ٢٠١٧) بأن: «الجهة المستحوذة هي كل من يرغب شخصاً طبيعياً أو اعتبارياً، ونصه في (م/ ٢٩٢ شركات ٢٠١٥)»: «يجب على كل شخص أو مجموعة من الأشخاص المرتبطة أو الأطراف ذات العلاقة يرغب أو يرغبون في شراء...».

ثانياً- من حيث الشخصية الاعتبارية: إذ يترتب على الاندماج زوال شركتين قائمتين إذا كان الاندماج بطريق المزج أو زوال إحدهما إذا كان بطريق الضم ومن ثم انقضاء الشخصية الاعتبارية، ويكون للشركة الدامجة أو الناشئة عن الاندماج الخلافة العامة للشركة المدمجة والحلول محلها حلولاً قانونياً بكل مالها من حقوق وما عليها من التزامات.^(٣١)

بينما يترتب على العرض العام للشراء احتفاظ كل من الشركتين المستحوذة والمستهدفة بالاستحواذ بالشخصية الاعتبارية والذمة المالية، كل ما هنالك يكون للشركة المستحوذة السيطرة والتحكم في القرارات التي يتخذها مجلس الإدارة لما لها من أسهم أو حصص في الشركة المستهدفة تمكنها من ذلك.^(٣٢)

ثالثاً- من حيث الصفة القانونية للمساهمين: «إذ يترتب على الاندماج حصول المساهمين على عدد من أسهم الشركة الدامجة أو الجديدة عوضاً عن حقوقهم في الشركة أو الشركات المدمجة، فيصبح لهؤلاء المساهمين الحق في الحصول على نصيب من الأرباح التي تحققها الشركة الدامجة أو الجديدة ويشتركون مع المساهمين القدامى في إدارتها فلهم الحق في حضور اجتماعات الجمعية العمومية للشركة الدامجة، وتوجيه الأسئلة إلى مجلس الإدارة وشاركوا أيضاً في التصويت

٢٠- د. فايز إسماعيل بصبوس، اندماج الشركات المساهمة العامة والآثار القانونية المترتبة عليها، دار الثقافة للنشر والتوزيع، ط١، ٢٠١٠، ص٢٨.

٢١- عبد الباقي محمد الفكي، اندماج الشركات التجارية في القانون الإماراتي - دراسة مقارنة، مكتبة الجامعة، الشارقة، ٢٠١٢، ص٥٢-٦١، د. أحمد محمد محرز، الوسيط في القانون التجاري، منشأة المعارف، الإسكندرية، ط٢ ٢٠٠٤، ص٦٢٦، خلدون الحمداني، الآثار القانونية لاندماج الشركات على حقوق الدائنين - دراسة مقارنة، دار شتات للنشر والبرمجيات، مصر، ٢٠١١، ص٣٠.

٢٢- عبد الباقي محمد الفكي، مرجع سابق، ص ٦٠ - ٦١.

والطعن على القرارات الصادرة عن الجمعية العمومية في الاندماج يحصل المساهمين على أسهم أو حصص في الشركة الدامجة أو الجديدة». ^(٢٣)، وذلك كله يُنبئ عن احتفاظ كل واحد من المساهمين بالصفة ذاتها في الشركة الدامجة أو الجديدة.

أما في العرض العام للشراء بقصد الاستحواذ، يفقد المساهمون صفتهم في الشركة المستحوذ عليها لخروجهم من الشركة بعد بيعهم الأسهم المملوكة لهم في الشركة المستحوذ. ^(٢٤)

رابعاً - من حيث كيفية النشأة: العرض العام للشراء قد يتم بالاتفاق بين شركتين أو بين شخص طبيعي وشركة، ويمكن أن يتم دون اتفاق؛ بأن يقوم مقدم العرض الذي يقوم بشراء الأسهم مباشرة من المساهمين في الشركة المستحوذة عليها. ^(٢٥)

في حين يتطلب الاندماج بالضم أو المزج وجود شركات قائمة واتفاق بينها على إتمام عملية الاندماج. ^(٢٦)

المبحث الثاني

العرض العام للشراء في الإطار الإنشائي

الاستحواذ على الشركات التجارية يتم من خلال عرض شراء أسهمها والسيطرة على إدارتها، وعرض الشراء العام يتطلب لصحته وجود عدد من العناصر الضرورية لتكوينه؛ إذ لا بد من وجود الأطراف التي تنوي وتبدي رغبتها في إبرام عقد شراء أو تبادل الأسهم بغرض السيطرة على الشركة المستهدفة بالاستحواذ، بالإضافة إلى وجود أشخاص يتوسطون في عمليات بيع وشراء الأسهم، كما يتوجب أن يشتمل مستند عرض الشراء على العناصر الجوهرية للإيجاب وهي المبيع (الأوراق المالية موضوع العرض) والثمن (إجمالي مبلغ العرض المقدم) إضافة إلى عدد من المتطلبات الفنية التي قررت التشريعات محل هذه الدراسة وجوب إيرادها في مستند العرض، ولأجل عدم تعريض الشركة المستهدفة لأيّة معوّقات تؤثر على سعر أسهمها انخفاضاً أو ارتفاعاً، فقد حرصت هذه التشريعات على ترتيب عدد من القواعد التي يجب على أطراف عرض الاستحواذ والأشخاص المعنيين والمرتبطة الالتزام بها عند استخدام هذا العرض في شراء أسهم مساهمي الشركة المستهدفة بالاستحواذ.

ولأهمية بيان العناصر والقواعد المتقدم ذكرها في الوصول إلى تحديد الإطار الإنشائي لعرض الشراء، فقد آثرنا تقسيم هذا المبحث إلى مطلبين؛ الأول: (العناصر الموضوعية لإنشاء العرض

٢٣- في موضوع آثار الاندماج على المساهمين انظر لنا يعقوب الفيومي، الآثار القانونية عن دمج الشركات المساهمة، منشورات الحلبي الحقوقية، ١، ٢٠٠٩، ص ٨٧-٩٧.

٢٤- د. خلدون الحمداني، المرجع السابق، ص ٦٠.

٢٥- م/ ٩٨٨ ف٢١ و٢٢ من قانون الشركات الإنكليزي ٢٠٠٦، م/ ٢٩٢ من قانون الشركات الاماراتي لسنة ٢٠١٥.

٢٦- د. خلدون الحمداني، المرجع السابق، ص ٥٩، عبد الباقي محمد الفكي، مرجع سابق، ص ٧٤.

العام للشراء)، والثاني: (عنصر الكتابة).

المطلب الأول

العناصر الموضوعية لإنشاء العرض العام للشراء

عملية تلاقي الإيجاب الصادر من مقدم العرض بقبول مالكي الأسهم في الشركة المستهدفة تتم خلال فترة زمنية بسيطة، وهي الفترة التي يحتاجها تبادل التعبير عن الإرادتين وعادة ما تكون الفترة الفاصلة ما بين إبداء الإيجاب وإعلان القبول غير محسوسة، وهي قد تطول نوعاً ما عندما تمر بمرحلة تفاوض قبل التعاقد، وهي المرحلة السابقة على التعاقد وفيها يشترك طرفي العرض بمناقشة عناصر عقد الاستحواذ الذي سيتم إبرامه في المستقبل، وهذه المرحلة التي لم تتبلور فيها بعد عناصر العقد تختلف عن الإيجاب المحدد الذي أصبح مهياً للارتباط بالقبول، ومن ثم انعقاد العقد.^(٢٧)

وأهم ما يميز هذه المرحلة هي السرية التي يجب أن يلتزم الطرفين بالحفاظ عليها، إذ أن إفشاء أية معلومات قد يقلل مادياً من النتائج المالية الحاضرة والمستقبلية لعملية الاستحواذ، وفي الوقت ذاته يتوجب على الشركة المستهدفة الإفصاح في بداية المفاوضات، عن أية معلومات سلبية قد تؤثر على عرض الشراء، وذلك من أجل تجنب أي سبب من شأنه أن يبرر لمقدم العرض إعادة التفاوض على السعر إذا ما أكتشف هذه المعلومات بعد تقديم مقترح السعر الذي عرضه في البداية.^(٢٨) ونتناول هذه العناصر في الفروع التالية:

الفرع الأول

الأطراف

ويُقصد بهذا العنصر الأطراف التي تنوي وتبدي رغبتها في إبرام عقد شراء أو تبادل للأسهم بغرض الاستحواذ، ويتمثل طرفا العرض في الشركة المستحوذة كطرف أول، وهو ما يُطلق عليه «مقدم العرض»، وفي الشركة المستهدفة «المستحوذ عليها»، والذي يتم العرض بموجب قبوله من المساهمين فيها أو مجلس ادارتها:

٢٧- محمد إبراهيم الدسوقي، الجوانب القانونية في إدارة المفاوضات وإبرام العقود، دار النشر بلا، ١٩٩٥، ص ٣ وما يليها، د. نهاد أحمد إبراهيم السيد، المرجع السابق، ٤٢٢، وتبدأ عملية التفاوض بمقتضى القانون الإنكليزي عادة باجتماع أو اتصال هاتفي بين الرؤساء التنفيذيون لكل من طرفي العرض العام للشراء، ويحرص طرفي العرض على سرية المناقشات الأولية مع إمكانية أن تشترط الشركة المستهدفة على مقدم العرض الإفصاح عما له من معلومات سرية... للمزيد أنظر:

William A. Grimm, Negotiation Process, Bargaining Area, and Contingent Payments, The Art of Capital Restructuring: Greating Shareholder, Value Through Mergers and Acquisitions by H. Kent Baker & Halil Kiyamaz, Chapter 14, 2011, P.243 – 246.

38- William A. Grimm, Negotiation Process, Bargaining Area, and Contingent Payments, op.cit, p.255.

أولاً- الطرف الأول (مقدم العرض او الجهة المستحوذة) : وهو كل من يرغب في الاستحواذ على الأوراق المالية.^(٢٩) ويعبر عن إرادته (الإيجاب) من خلال عرض الشراء الذي يُشترط فيه توافر العناصر الجوهرية اللازمة لعقد الاستحواذ المراد إبرامه، بحيث يكون عرضاً واضحاً ومحددًا لا لبس فيه ولا غموض؛ إذ توجب التشريعات محل المقارنة المنظمة لعروض الشراء أن تشمل على عدد من البيانات ذات الأهمية في الوقوف على حقيقة مقدّم العرض سواء كان شخصاً طبيعياً أو اعتبارياً، فمثلاً إذا كان الشخص اعتبارياً؛ فلا بد من ذكر اسم الشركة وعنوانها وشكلها والشخص الذي قام بالعرض نيابة عنها إن وجد وأسماء أعضاء مجلس إدارتها، وطبيعة نشاطها والتوقعات المالية والتجارية وغيرها.^(٤٠)

وعرض الشراء كما يقدم أصالةً عن الجهة المستحوذة، فإنه يمكن أن يقدم نيابة عنها؛ فالمشرع الإماراتي أجاز لمقدم العرض أن يكون وكيلًا عن آخر ويقدم عرضاً لشراء أسهم شركة معينة لحساب الجهة المستحوذة، ويكون الوكيل مقدّم العرض هو المسؤول أمام المساهمين مالكي الأسهم في الشركة المستهدفة بالاستحواذ وأمام الجهات المختصة بإتمام صفقة الاستحواذ، وتطبيقاً لمبدأ الإفصاح الذي أقره المشرع الإماراتي ضمن التزامات الأشخاص المعنيين^(٤١)

ونعتقد بأن على هذا الوكيل أن يُفصح للشركة المستهدفة ولهيئة الأوراق المالية والسلع وسوق الأوراق المالية عن شخصيّة الأصيل وعن جميع المعلومات التي كان على مقدم العرض (الأصيل) أن يفصح عنها خاصة ما كان يتعلق منها بوجود المصالح الجوهرية أو تضارب المصالح، وعن الإجراءات التي تلحق الضرر بالمساهمين مالكي الأوراق المالية أو بأي من أطراف عملية الاستحواذ. ولم يشترط المشرع الإنكليزي أن يكون مقدّم العرض مساهماً في الشركة المستحوذة، بل يمكن أن يكون شخصاً أجنبياً من غير المساهمين فيها ووجد في تقديم عرض الشراء فرصة مناسبة لاستثمار أمواله في الشركة المستهدفة بالاستحواذ.^(٤٢)

وتظهر أهمية التعرف على حقيقة مقدم العرض للتعاقد عند إبداء رغبته بالاستحواذ والسيطرة للوقوف حول مدى سلامة وصحة إرادة مقدّم العرض من عيوب الإرادة؛ فالغلط في شخصيته عند التعاقد تجعل من هذا العقد القائم على إيجاب محدد وقاطع عقداً قابلاً للإبطال وفقاً للقواعد العامة.^(٤٣)

٢٩- م/١ من القرار ١٨/ ر. م لسنة ٢٠١٧.

٤٠- الملحق رقم (١) - أولاً - بند ١ ف-ب، بند ٢ ف-ح، ط من القرار ٦٢/ ر. م لسنة ٢٠١٧ بشأن المتطلبات الفنية لنظام الاستحواذ والاندماج، اما بالنسبة للقانون الإنكليزي فسوف يتم بيانها في المطلب الثاني من هذا المبحث.

٤١- م/١٩ من القرار ١٨ لسنة ٢٠١٧.

42- Rule-1, The Takeover code, the Panel of Takeovers and Mergers, 12 September 2016: "if the offeror an approach with a view to an offer being made is not made by the ultimate offeror or potential offeror, the identity of that person must be disclosed of the outset".

٤٢- م/١٩٥ من قانون المعاملات المدنية رقم ٥ لسنة ١٩٨٥.

ولكن هل تُعتبر شخصيّة مقدّم العرض محل اعتبار بالنسبة إلى مساهمي الجِهَة المستهدفة بالاستحواذ؟

يذهب اتجاه في الفقه إلى أن شخصية مقدّم العرض لا تؤثر كثيراً على قبول العرض من قبل مالكي الأسهم في الجهة المستهدفة، وأن الغلط في شخص مقدّم العرض لا يؤدي إلى إبطال العقد، ويستندون في ذلك إلى أن ما يهم هؤلاء المساهمين عند قبولهم العرض المقدم إليهم هو الحصول على أفضل الأسعار للأسهم التي يمتلكونها في تلك الشركة.^(٤٤)

إلا أننا نرى أن شخصيّة مقدّم العرض بالنسبة إلى مالكي الأسهم في الشركة المستهدفة هي محل اعتبار سواء أكان مقدّم العرض شخصاً طبيعياً أم اعتبارياً، ومما يدل على ذلك البيانات التي اشترطها المشرع الإماراتي إدراجها في مستند العرض والتي من شأنها التحديد الدقيق لمقدم العرض - الجهة المستحوذة - لمالكي الأسهم في الجهة المستهدفة، وأن المشرع أوجب على مقدم العرض أن يبذل عناية الرجل الحريص، وأن يتخذ كافة الإجراءات لإتمام العرض المقدم وتنفيذه، وبما يجعل مقدّم العرض محل ثقة المساهمين مالكي الأسهم في الجهة المستهدفة، وأنا نعتقد أيضاً بأن السعر قد لا يشكل الهدف الحقيقي الذي يدفع بهؤلاء المساهمين إلى قبول العرض، إذ بإمكانهم أن يرفضوا العرض والتنازل عن ملكيتهم للأسهم، ويقرروا البقاء في الشركة رغم أن السعر الذي تضمّنه العرض كان مناسباً لهم.

ولم يحدد المشرع الإماراتي صراحةً، المدة التي يتوجب فيها على مقدم العرض البقاء على إيجابه؛ إلا أنه ألزم الأخير وضمن الإجراءات التنفيذية للاستحواذ الواردة في المواد ٢٢ - ٢٣ من القرار ١٨/ر. م لسنة ٢٠١٧ الإعلان عن نيّة تقديم العرض من خلال النشر عبر موقع السوق، وبعد الحصول على موافقات الجهات المعنية، يتقدّم بطلب الحصول على موافقة هيئة الأوراق المالية والسلع على العرض خلال مدة لا تتجاوز ٢١ يوم من تأريخ تسليمها نيّة العرض للشركة المستهدفة، وعلى الهيئة بعد دراسة الطلب أن تصدر موافقتها أو رفضه خلال ٧ أيام من تأريخ تقديم الطلب، فإذا وافقت الهيئة توجب على مقدم العرض إخطار السوق والشركة المستهدفة بمشروع العرض فور الحصول على الموافقة، ليقوم مجلس إدارة الشركة المستهدفة بإعلام مالكي الأسهم بمشروع العرض ومستنده خلال مدة ١٤ يوم من استلام العرض، ويبقى العرض سارياً من اليوم التالي لاستلامه من قبل الشركة المستهدفة وإلى حد أقصى هو تأريخ الإغلاق الثاني، وهو التأريخ الذي تنتهي فيه مدة تلقي طلبات قبول العرض وهو اليوم ال ٦٠ من اليوم التالي لتأريخ استلام العرض.

٤٤- د. سمير برهان، النظام القانوني للعرض العام لشراء الأسهم، أطروحة دكتوراه، جامعة القاهرة، كلية الحقوق، ٢٠٠٦، ص ٢٨٢-٢٨٣.

والحقيقة أننا لو افترضنا أن المشرع قصد بقاء مقدّم العرض ملتزماً بما قدمه من عرض طيلة المدة الممتدة بين نشر الإعلان عن العرض عبر موقع السوق وإلى حد انتهاء الـ ٦٠ يوم، فإنها في تقديرنا مدة طويلة نسبياً، وقد يواجه مقدّم العرض خلالها احتمالات عدة منها: تظلم مالكي الأسهم عند رفض الهيئة لطلب مقدّم العرض أو عدم قبول هؤلاء المالكين للعرض في نهاية المدة، وإقدامهم على قبول عروض أخرى تطرح في فترة ما قبل الإغلاق، أو احتمال أن تمدد الهيئة المدد المذكورة إذا دعت الحاجة إلى ذلك، وذلك كله قد يفوت على مقدم العرض فرص أفضل في شراء أو الاكتتاب في أسهم شركة أخرى، وزيادة على ما تقدم هو أن المادة ٢٤ من القرار المذكور تحظر عليه التقدم بعرض جديد لمدة ٦ أشهر إذا ما رفضت الهيئة العرض، كما أن ما يلفت الانتباه في هذا الموضوع هو أن المشرع الإماراتي لم يقرر وجوب الإعلان عن عرض الشراء في الصحف اليومية واسعة الانتشار في الدولة، ولذلك كله فإننا نوصي المشرع الإماراتي إذا ما تم إصدار تشريع خاص بالاستحواذ بأن يتم صياغة النص القانوني الخاص بالإعلان عن العرض العام للشراء ومدته على وفق الآتي:

”أ. على مقدم العرض نشر إعلان عرض الشراء خلال يومين من تأريخ اعتماده من الهيئة في صحيفتين يوميتين واسعتي الانتشار تصدر أحدهما على الأقل باللغة العربية، ب. يبدأ احتساب مدة سريان عرض الشراء من تأريخ اليوم التالي للنشر، ج. ينبغي ألا تقل مدة سريان عرض الشراء عن خمسة عشر يوماً، ولا تزيد عن ثلاثين يوماً، وللهيئة أن تقرر تمديد هذه المدة إذا دعت الحاجة إلى ذلك.“

ومن المناسب أن نساءل عما إذا كان بإمكان مقدّم العرض بعد أن قام بتقديم عرضه لشراء الأسهم من مالكيها أن يعدّل العرض أو يقوم بسحبه؟

سحب العرض

من حيث المبدأ حظر المشرع الإماراتي على مقدم العرض - الجهة المستحوذة - سحب أو العدول عن العرض بعد أن يتم الإعلان عن نيّة الاستحواذ.^(٤٥) ولكن أجاز ذلك في حالتين:

الحالة الأولى: موافقة هيئة الأوراق المالية والسلع.

الحالة الثانية: عند تحقق أحد الأمور التالية:

إذا تضمّن إعلان العرض بعض الشروط ولم تتحقق هذه الشروط.

٤٥- الإعلان عن نيّة الاستحواذ إما أن يتم من قبل الجهة المستحوذة على وفق ما قرره المادة/ ٢٢- أولاً من القرار ١٨ لسنة ٢٠١٧، أو أن يتم من قبل الجهة المستهدفة بالاستحواذ على وفق البند ثانياً من المادة ذاتها.

إذا وقع حدث جوهرى ضار، والحدث الجوهرى هو أي حدث طارئ غير متوقع ينشأ بعد تقديم العرض، ويكون له تأثير سلبي ملموس على الشركة المستهدفة بالاستحواذ أو نشاطها أو على قيمة أسهمها.

عند وجود عرض منافس تم قبوله. ^(٤٦)

إذا علقت هيئة الأوراق المالية والسلع موافقتها على شرط لم تقبله الجهة المستحوذة. إذا كانت الجهة المستحوذة قد سُمح لها بسحب العرض أو كان قد انتهت مدة العرض بسبب عدم تحقق الشروط المرتبطة به، ويتوجب على الجهة المستحوذة في هذه الحالة أن تقوم بنشر إعلان لتوضيح سحب العرض أو انتهاء مدة سريانه.

وأجاز المشرع الإنكليزي لمقدم عرض الشراء سحب إيجابه المتمثل بعرض الشراء متى ما توافر سبب مشروع يبرر له ذلك. ^(٤٧)

وتطبيقاً لذلك، قرر الرئيس التنفيذي براين روبرتس ومجلس إدارته وسط معارضة شديدة من الهيئات التنظيمية والفضب الشعبي سحب عرضهم للاستحواذ على شركة (Time Warner Cable) الذي كان قد تم الإعلان عن صفقة (TWC) قبل ١٤ شهراً بقيمة ٢,٤٥ مليار دولار لاعتقاد (Comcast) بضرورة زيادة حجمها للحصول على نفوذ تفاوضي على شبكات الكابلات، أشعل ذلك الاندماج عاصفة من الجدل بين الجمهور مع التلاعب بالأسعار المتصورة وخدمة العملاء السيئة. ^(٤٨)

ولنا أن نساءل عما إذا كان بإمكان مقدم العرض أن يتقدم بعرض شراء جديد من عدمه؟ لم يُجَز المشرع الإماراتي لمقدم العرض بعد سحبه أن يتقدم بعرض جديد لشراء أسهم الشركة المستهدفة بالاستحواذ، إلا بعد مضي ستة أشهر من تأريخ السحب. ^(٤٩) إلا أنه لم يعالج حالة سحب عرض الشراء في حالة الاستحواذ الإلزامي، لذا فإننا نوصي المشرع بإضافة نص يقضي بحق مقدم العرض عند سحب عرض الاستحواذ الإلزامي أن يتقدم بعرض جديد خلال مدة معينة من تأريخ السحب أو العدول.

٤٦- المادة/ ١٢ من القرار ١٨ لسنة ٢٠١٧.

٤٧- Rule-1, The Takeover code, the Panel of Takeovers and Mergers, 12 September 2016.

٤٨- لمزيد من التفصيل أنظر:

Donald M. DePamphilis, Mergers, Acquisitions, and Other Restructuring Activities, An Integrated Approach to Process, Tools, Cases, and Solutions, 9TH edition, P.188-189.

٤٩- المادة/ ٣٤ من القرار ١٨ لسنة ٢٠١٧.

تعديل العرض

يجوز لمقدم العرض تعديل العرض - الذي تم الموافقة عليه من قبل هيئة الأوراق المالية والسلع - ولكن في حالات محددة وبعد تحقق شروط معينة؛ فالحالات التي يجوز فيها التعديل هي: إذا تم شراء الأوراق المالية بعد الإعلان عن نية الاستحواذ والمجموعة المرتبطة بها بسعر أعلى من سعر العرض.

إذا رغب مقدم العرض زيادة سعر العرض.

إذا كان تعديل العرض يتعلّق بالنسبة التي يجب أن تتحقّق في قبول مساهمي الشركة المستهدفة بالاستحواذ، بحيث يمكن زيادتها أو تخفيضها دون الإخلال بالنسب المحددة في القرار الإداري ١٨/م. ر لسنة ٢٠١٧ بشأن قواعد الاستحواذ والاندماج للشركات المساهمة العامة.

أما الشروط الواجب توافرها لتعديل العرض المقدم من قبل الجهة المستحوذة فهي:

أن يتم الحصول على موافقة هيئة الأوراق المالية والسلع على التعديل.

أن يتم التعديل خلال مدة لا تتجاوز اليوم (٤٦) من اليوم التالي لتأريخ استلام الشركة المستهدفة بالاستحواذ للعرض.

أن يكون تعديل العرض لصالح المساهمين مالكي الأسهم في الشركة المستهدفة بالاستحواذ^(٥٠)

أن يُطبّق بشأن التعديل الإجراءات ذاتها المقررة للموافقة على العرض الأصلي.

ومما يلاحظ على النص المتقدم؛ أن المشرع قد حصر نطاق الحق في تعديل العرض الأصلي في الحالات المذكورة، ومن شأن ذلك أن يقيد حق الجهة المستحوذة في تعديل العرض، وكنا نأمل أن يسمح لها بتعديل العرض في أية حالة تتحقق فيها مصلحة المساهمين مالكي الأسهم وبعد موافقة الهيئة وخلال مدة لا تتجاوز مدة سريان العرض الأصلي وأن تكون صيغة النص على وفق الاتي: «مع عدم الإخلال بالمادة (١٣ف١) من هذا القرار يجوز للجهة المستحوذة - بعد الحصول على موافقة الهيئة - تعديل شروط إعلان عرض الشراء، وذلك خلال مدة لا تتجاوز اليوم ال (٤٦) من اليوم التالي لتأريخ استلام الشركة المستهدفة بالاستحواذ للعرض على أن يتبع في ذلك الإجراءات المقررة لإعلان العرض الأصلي، شريطة أن يكون التعديل لصالح مالكي الأوراق المالية واستقرار السوق محل عرض الشراء، وأن لا يترتب على نشر التعديل مدّ أجل سريان العرض ما لم تقرر الهيئة خلاف ذلك.»

٥٠- المادة/٣٦ من القرار ١٨ لسنة ٢٠١٧.

ثانياً- الطرف الثاني المساهمون أو الشركاء مالكو الأسهم في الشركة المستهدفة :

ويُقصد بهم المخاطبون بمشروع عرض الشراء ولا يمكن أن يتحقق عقد الاستحواذ أو يُنتج آثاره إلا بقبول هؤلاء - أو بقبول مجلس الإدارة الذي يمثلهم في إدارة الشركة - ببيع الأسهم المملوكة لهم إلى الطرف الأول مقدّم عرض الشراء، ولصحة رضا هؤلاء، فإنه لا بد من خلو إرادتهم من عيوب الإرادة، وبالتالي فلا يجوز إجبار المساهمين في الشركة المستهدفة على بيع الأسهم المملوكة لهم، ولا تعني موافقة السلطات المختصة على مشروع عرض الشراء وطرحه للمساهمين في الشركة المستهدفة إجبارهم على البيع وإلا شابه عيب الإكراه في الإرادة، مما يجعل عقد الاستحواذ عند إتمامه قابلاً للإبطال.^(٥١)

ولضمان أن يصدر مساهمو الشركة المستهدفة قرارهم بقبول العرض المقدم لهم بناءً على أسس سليمة وعلى علم ودراية بكل الظروف المحيطة بالعرض، فإن المشرع الإنكليزي يلزم مجلس الإدارة في الشركة المستهدفة بإخطار المساهمين فيها بكل صراحة عن العروض الفعلية والاحتمالية الموجهة على أسهم الشركة، وكذلك عن رأي المجلس في قبول أو رفض العرض استناداً إلى مبدأ حيادية مجلس إدارة الشركة المستهدفة.^(٥٢)

وألزم المشرع الإماراتي أعضاء مجالس الإدارات والمدراء التنفيذيين والمستشارين ومراقبي الحسابات والعاملين المطلعين على المعلومات بالجهات المستحوذة والشركات المستهدفة بالاستحواذ عند التواصل مع المساهمين مالكي الأوراق المالية بالامتناع عن التفرير بهم لقبول العرض.^(٥٣)

ولأجل منع إدارة الشركة المستهدفة التي قد يكون لها مصالح خاصة في منع الاستحواذ حتى عندما يتضمّن العرض قيمة أعلى للمساهمين، فقد منع المشرع الإماراتي الأشخاص المعنيين في الشركة المستهدفة بالاستحواذ من اتخاذ أي إجراء من شأنه أن يؤدي إلى عدم قبول العرض أو حرمان مالكي الأوراق المالية من فرصة اتخاذ قرار بشأنه.^(٥٤)

ومن هذه الإجراءات مثلاً قيام مجلس الإدارة بإمداد المساهمين في الشركة المستهدفة بمعلومات غير صحيحة عن العرض في الوقت الذي يكون فيه هذا الأخير مجدداً بالنسبة إليهم.^(٥٥)

٥١- د. سمير برهان، المرجع السابق، ٢٠٢.

52- Rule-2.4, The Takeover code, the Panel of Takeovers and Mergers, 12 September 2016: "A potential offeror must not attempt to prevent the board of an offeree company from making an announcement relating to a possible offer, or publicly identifying the potential offeror, at any time the board considers appropriate".

٥٢- (م/ ١٩- بند أولاً- ف٥) من القرار ١٨ لسنة ٢٠١٧.

٥٤- (م/ ١٩- بند ثانياً - ف٢) من القرار ١٨ لسنة ٢٠١٧.

٥٥- د. سامي عبد الباقي أبو صالح، المرجع السابق، ص ٢٢٨، د. نهاد أحمد إبراهيم السيد، المرجع السابق، ص ٢٠٦.

وفي هذا الصدد يقرر الفقه الإنكليزي حلين للتخفيف من تأثير مجلس إدارة الشركة المستهدفة على المساهمين؛ أولهما: سحب مهمة اتخاذ قرار قبول العرض من مجلس الإدارة ومنحه للمساهمين، وثانيهما: وهو مبدأ حيادية مجلس إدارة الشركة المستهدفة فيما يتعلق بعروض الاستحواذ ومقتضاه: منع مجلس الإدارة من اتخاذ أية إجراءات من شأنها التأثير على العرض العام أو منع المساهمين قسراً قبول العرض مالم يوافق المساهمون بالإجماع على سياسة رفض الاستحواذ ولا يكون ذلك إلا بعد الإعلان عن العرض.^(٥٦)

ونعتقد أن ما تقدم مقصود منه عدم الضغط على إرادة المساهمين ودفعهم إلى قبول العرض ومراعاة أن يتم التعاقد في إطار مبادئ الشفافية وحسن النية التي يجب الالتزام بها في إطار هذا النوع من التعاقد الذي يؤدي إلى السيطرة والتحكم في إدارة الشركة المستهدفة، ولإجل ذلك فقد أجاز لمالكي الأسهم الذين لم يستجيبوا للعرض أن يتقدموا بطلبات قبولهم خلال مدة ١٤ يوم من تأريخ الإغلاق الأول أو الثاني حسب الأحوال.

وإذا كان الأصل هو تمتع المساهمين في الشركة المستهدفة بحرية كاملة في قبول العرض أو رفضه، وأنه لا يجوز إجبارهم على هذا القبول من قبل أي من الأطراف المعنية، فإن المشرع الإماراتي أجاز مؤخراً في مرسوم بقانون اتحادي رقم ٢٦ لسنة ٢٠٢٠ القاضي بتعديل أحكام القانون الاتحادي رقم ٢ لسنة ٢٠١٥ في شأن الشركات التجارية في الفقرة ٢ التي أضافها المرسوم إلى المادة/٢٩٢ « أن تتضمن الشروط والإجراءات الصادرة عن الهيئة لتنظيم عمليات الاستحواذ شرطاً يقضي بأنه يحق لمن بلغت نسبة ملكيته في رأس المال النسبة التي تحددها الهيئة أن يلزم أقلية المساهمين بالتنازل عن أسهمهم في الشركة المستحوذ عليها لصالحه، وقد سبق للهيئة أن أقرت ذلك الجواز عندما حددت في المادة/١١ من قرار رئيس مجلس إدارة هيئة الأوراق المالية والسلع رقم ١٨/ر.م لسنة ٢٠١٧ مقدم العرض - الجهة المستحوذ - خلال ٦٠ يوم من تأريخ التسوية النهائية للعرض الأصلي - ومتى ما كان النظام الأساسي للشركة المستهدفة يسمح بذلك - التي استحوذت على نسبة (٩٠٪ + ورقة مالية واحدة أو أكثر) من أسهم الشركة المستهدفة في التشريع الإماراتي، ويُسمى ذلك في القانون الإنكليزي بمبدأ (الضغط أو التحكم - Squeeze Out) والذي تم اعتماده بحلول العام ٢٠١٠ لإلزام الأقلية من مالكي الأوراق المالية الذين صمدوا في وجه العرض العام ببيع أو مبادلة جميع الأوراق المالية المملوكة لهم لصالح الجهة المستحوذ، وتمكينهم من الخروج من الشركة.^(٥٧)

56- Marina Marty nova&Luc Renne boog, Takeover Regulation, The Art of Capital Restructuring: Greating Shareholder, Value Through Mergers and Acquisitions by H. Kent Baker& Halil Kiyamaz, 2011, p.47-48, Bebchuk Lucian, the Case Against Board Veto in corporate Takeovers, University of Chicago Law Review 69 July, P.973.

57- Marina Marty nova&Luc Renne boog, op.cit, p.45.

وهو ما تقرره (م/٩٧٩ شركات إنكليزي) ٢٠٠٦ التي ميزت بين حالتين في هذا الصدد: الحالة التي لا يتعلق فيها عرض الاستحواذ بأسهم من فئات مختلفة، وحصل فيها مقدّم العرض على ما لا يقل عن ٩٠٪ من قيمة الأسهم المعروضة، أو بما لا يقل عن ٩٠٪ من حقوق التصويت التي تحملها أسهم التصويت، إذ يكون فيها لمقدّم العرض أن يقدم إخطاراً إلى أي من مالكي الأسهم التي لم يتعاقد عليها مقدم العرض للحصول عليها.

الحالة التي يتعلق فيها عرض الاستحواذ بأسهم من فئات مختلفة، وحصل فيها مقدّم العرض على ما لا يقل عن ٩٠٪ من قيمة الأسهم من أي فئة يتعلّق بها العرض أو بما لا يقل عن ٩٠٪ من حقوق التصويت التي تحملها تلك الفئة، إذ يكون فيها لمقدم العرض تقديم إخطار لأي من مالكي أسهم من تلك الفئة تتعلق بالعرض ولم يتعاقد بشأنها مقدّم العرض.

لكن يلاحظ أن المشرع الإنكليزي لم يحدد كما فعل المشرع الإماراتي المدة التي يتوجب فيها على مقدم العرض طلب الاستحواذ على أسهم الأقلية.^(٥٨)

كما يجوز للمساهمين الباقين في الشركة المستهدفة، وفقاً للمادة ٩٨٣ ف٢ من قانون الشركات الإنكليزي، أن يطلبوا من الجهة المستحوذة شراء أسهمهم بالسعر ذاته المدفوع في العرض الأصلي ويطلق على ذلك (مبدأ التجميد - Freeze - out)، ويمكن الطعن بسعر الشراء أمام المحكمة، وتُكلف الجهة المستحوذة بدفع سعر أعلى للمساهم الطاعن وفقاً لقرار المحكمة^(٥٩).

وهذا المبدأ أقره المشرع الإماراتي في المرسوم بقانون اتحادي رقم ٢٦ لسنة ٢٠٢٠ في الشطر الثاني من الفقرة ٢ التي جاءت إضافة للمادة ٢٩٢ من قانون الشركات بأنه: «يجوز أن تتضمن الشروط والإجراءات الصادرة عن الهيئة لتنظيم عمليات الاستحواذ ... شرطاً يقضي بأنه يحق لأقلية المساهمين ممن يمتلك النسبة التي تحددها الهيئة أن يلزموا من بلغت نسبة ملكيته في رأس مال الشركة النسبة التي تحددها الهيئة أن يقبل تنازلهم عن أسهمهم لصالحه، وذلك كله بمقابل

٥٨- تنص م/٧٩٧ شركات إنكليزي على:

- (1) Subsection (2) applies in a case where a takeover offer does not relate to shares of different classes.
 (2) If the offeror has, by virtue of acceptances of the offer, acquired or unconditionally contracted to acquire:
 (a) not less than 90% in value of the shares to which the offer relates, and
 (b) in a case where the shares to which the offer relates are voting shares, not less than 90% of the voting rights carried by those shares,

he may give notice to the holder of any shares to which the offer relates which the offeror has not acquired or unconditionally contracted to acquire that he desires to acquire those shares.

59- Marina Marty nova&Luc Renne boog, op.cit, p.45-46, SHAIENDRA (SHAIL) PANDIT, Takeover Strategies, The Art of capital Restructuring Greating shareholder Value through Merger and Acquisitions, John Wiley& Sone, Inc, Hoboken, New Jerssy, Canada, 2011, P.330.

يتفق مع أحكام القرارات المنظمة لشروط وإجراءات عمليات الاستحواذ الصادرة عن الهيئة، وتتولى الهيئة نقل ملكية الأوراق المالية محل التنازل».

وبالمقارنة في هذا الشأن مع ما كانت تقره هيئة الأوراق المالية والسلع في نص الفقرة ١ من المادة/١١ من القرار ١٨/ر. م لسنة ٢٠١٧ يتبين: أنها كانت تجيز للملاك (أقلية المساهمين في الجهة المستهدفة) أن يلزموا الجهة المستحوذة بتقديم عرض شراء أسهمهم ولكن متى؟ في المرحلة التي تلي رفض الجهة المستحوذة أو عدم البت من قبلها في الطلب الذي تقدم به (مالكي الأوراق المالية المستحوذين على نسبة ٩٠٪ + ورقة مالية واحدة فأكثر من الأوراق المالية للاستحواذ على أسهم هؤلاء الأقلية) خلال مدة ٦٠ يوماً من تأريخ استلامها الطلب.

ولكن هل يحق للمساهمين في الشركة المستهدفة بالاستحواذ الرجوع في قبولهم أثناء سريان مدة العرض؟

يمكن القول بأن عرض الشراء هو إيجاب من نوع خاص؛ يصدر عن مقدم عرض الشراء، فإذا ما صادفه قبول من قبل المساهمين في الشركة المستهدفة انعقد عقد الاستحواذ، وقد توجهت معظم التشريعات محل المقارنة إلى أفراد تنظيم قانوني خاص لهذا الإيجاب يختلف عن أحكام الإيجاب التقليدي؛ فقررت أخذاً بنظر الاعتبار طبيعة الحياة التجارية والتصرفات القانونية الملائمة لها، منح المساهمين حق الرجوع في قبولهم أثناء سريان مدة العرض، ويستند تقرير هذا الحق إلى فرضين:

فسح المجال أمام المساهمين للاستفادة من أية زيادة في سعر الأسهم محل عرض الشراء نتيجة عمليات التداول التي تتم عن طريق سعر العرض.

فسح المجال أمام المساهمين للاستفادة من أية زيادة في سعر الأسهم عن سعر العرض نتيجة تقديم عرض منافس للعرض الأصلي.^(٦٠)

وأعطى المشرع الإماراتي الحق للمساهمين مالكي الأوراق المالية الذين استجابوا لعرض الشراء الذي تقدمت به الشركة المستحوذة أن يعدلوا عن قبولهم على أن يتم خلال المدد الآتية:

بعد مضي مدة (١٤) يوماً من تأريخ الإغلاق الأول في حالة عدم استيفاء العرض الحد الأدنى من طلبات قبوله خلال مدة تأريخ الإغلاق الأول.

أو حتى تأريخ الإغلاق الثاني، وذلك في حالة تمديد أو تعديل العرض.

٦٠- د. سامي عبد الباقي أبو صالح، المرجع السابق، ص ٢٢١، د. نهاد أحمد إبراهيم السيد، المرجع السابق، ص ٢٠٨.

المدة التي تحددها هيئة الأوراق المالية والسلع.^(٦١)

ويسمح المشرع الإنكليزي للمساهمين في الشركة المستهدفة بالرجوع في قبولهم في الحالات التالية:

الحالة التي يتقرر فيها الرجوع عن القبول بقوة القانون، وذلك عند تقديم عروض محسنة من قبل مقدم العرض.^(٦٢)

وبخلاف الحالة الأولى، يجوز للمساهمين:

الرجوع في قبولهم خلال ٢١ يوماً بداية من اليوم التالي لفضل مدة العرض، شريطة ألا يكون قد تم الإعلان عنه في بداية تنفيذ العرض.^(٦٣)

الرجوع في قبولهم حتى الإعلان عن بداية تنفيذ العرض أو فيما بعد حتى آخر يوم للمدة المحددة لإيداع أوامر البيع من قبل المساهمين المخاطبين بالعرض، والتي لا تتجاوز الـ (٦١) يوم تالي للإعلان عن العرض.^(٦٤)

الفرع الثاني

المحل (الأوراق المالية)

ينصب العرض العام للشراء على الأوراق المالية التي يمتلكها المساهمون في الشركة المستهدفة بالاستحواذ.^(٦٥)

ويشترط في هذه الأوراق ما يلي:

أولاً- أن تكون أسهم ذات قوة تصويتية؛ ويعبر عنها المشرع الإماراتي بالأسهم التي لها حقوق تصويت أياً كان سبب امتلاكها في الشركة المستهدفة بالاستحواذ.^(٦٦)؛ لأن هذا النوع من الأسهم هو الذي يعطي حق التصويت في اجتماع الجمعية العمومية في الشركة، كما يعطي لصاحبه الحق في التمتع بعضوية مجلس الإدارة إذا بلغت ملكيته لتلك السهم الإسمية مقداراً معيناً، وفقاً لما تقرره الشركة في نظامها الأساسي.

ثانياً- أن تكون دائماً اسهماً أسمية؛ لأن هذه الأسهم تمكن من تحقيق السيطرة حاضراً ومستقبلاً، والمشرع الإماراتي يشترط على الشركات إصدار أسهم أسمية فقط.^(٦٧)

٦١- م/ ١١ من القرار ١٨ لسنة ٢٠١٧.

62- Rule-32.5, The Takeover code, the Panel of Takeovers and Mergers, 12 September 2016.

63- Rule-34.1, The Takeover code, the Panel of Takeovers and Mergers, 12 September 2016.

64- Rule-31.6, The Takeover code, the Panel of Takeovers and Mergers, 12 September 2016.

65- (2017) Rule-6.6, The Takeover code, the Panel of Takeovers and Mergers. م/ 5-1 من القرار 18 لسنة 2017.

٦٦- م/ ١ من القرار ١٨ لسنة ٢٠١٧.

٦٧- م/ ٢٠٨ (شركات إماراتي) ٢٠١٥.

أما السندات فإنها لا تعطي هذا الحق لأنها تعد ديناً وعبئاً مالياً على الشركة المصدرة لها، ولا تجيز لحاملها حق التصويت في مجلس الإدارة؛ فإذا لم يكن لمقدم عرض الشراء رغبة في السيطرة والاستحواذ، فإنه لا يُمنع من تقديم عرضه لشراء تلك السندات دون تحقيق السيطرة على الشركة المستهدفة لعدم تمتعها بحق القوة التصويتية.

وعليه فإن عرض الشراء بقصد الاستحواذ لا يجوز أن ينصب على أي نوع من الأسهم التي لا تمنح لصاحبها حق التصويت كأسهم لحاملها والسهم الممنوحة للعمال.^(٦٨)

ثالثاً- أن تكون قابلة للتحويل؛ السندات القابلة للتحويل إلى أسهم في الشركة هي صكوك عادية تصدر بقيمتها الاسمية وتخضع لشروط الإصدار الخاصة بالسندات العادية، ويضاف إليها شرطاً يعطي حاملها الحق في طلب تحويلها إلى أسهم أو قبض قيمتها الاسمية عند حلول الأجل المتفق عليه، أي بمعنى تغيير مركزه القانوني من دائن للشركة إلى شريك فيها أو البقاء على ما هو عليه كدائن لها.^(٦٩)

وفي هذا الصدد أزم المشرع الإماراتي كل من يملك أوراقاً مالية قابلة للتحويل في رأس مال الشركة المستهدفة بتقديم عرض استحواذ.^(٧٠)

ومتى ما تم تحويل هذه الأوراق إلى أسهم في الشركة، فإنه يكون لهذه الأسهم نصيباً في الأرباح التي يتقرر توزيعها عن السنة المالية التي جرى خلالها التحويل، وذلك من تأريخ التحويل حتى نهاية السنة المالية.^(٧١)

رابعاً- أن تكون أسهم أو أوراق مالية لشركة مساهمة عامة مؤسّسة في الدولة طرحت أسهمها في اكتتاب عام أو مدرجة بإحدى الأسواق المالية بالدولة؛ فالشركات المستهدفة بالاستحواذ قد تكون شركات مقيّدة في البورصة وهي ما يُطلق عليها في القانون الإنكليزي (public Companies)، إذ أن التداول على أسهمها مطروح للجمهور، وشركات غير مقيّدة في البورصة وهي ما يُطلق عليها الشركات المغلقة، وعروض الاستحواذ على الشركات غير المقيّدة في البورصة تخضع للقواعد العامة في بيع وشراء السهم وكذلك العلاقة بين المشتري والمساهم البائع، أما الاستحواذ على الشركات المقيّدة في البورصة فتخضع لقواعد استحواذ خاصة بها تستهدف حماية المساهمين

٦٨- د. سامي عبد الباقي أبو صالح، المرجع السابق، ص ١٧٨، د. هاني صلاح سرى الدين، الشركات التجارية الخاصة في القانون المصري، دار النهضة العربية، ط ٢، ٢٠٠٢، ص ٢٤٢-٢٤٤، د. عبد الفضيل محمد أحمد، الشركات التجارية، دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠٠٢، ص ٣٦٢، بند ٢١٩.

٦٩- د. رشا محمد تيسير حطاب، د. أحمد قاسم فرح، الشركات التجارية في دولة الإمارات العربية المتحدة، جامعة الشارقة، ط ١، ٢٠١٧، ص ٢٤٥، بند ٤٦٥. وهو ما تقرره م/ ٢٢٩ ف ١ شركات إماراتي، م/ ٩٨٩ شركات إنكليزي ٢٠٠٦.

٧٠- م/ ٥ من القرار ١٨ لسنة ٢٠١٧.

٧١- م/ ٢٢٢ شركات إماراتي ٢٠١٥.

والمستثمرين ومراعاة المساواة وتكافؤ الفرص فيما بينهم،^(٧٢) وهو مسلك المشرع الإماراتي حيث أخضع لقواعد الاستحواذ الواردة في القرار ١٨ لسنة ٢٠١٧ الشركات المساهمة العامة المدرجة في إحدى الأسواق المالية في الدولة.

ونعتقد أن المشرع اشترط العنصر الوطني في الجهة المستهدفة بالاستحواذ، وهذا الأمر يتضح من خلال التعريف الذي أورده لها في المادة/١ من القرار ١٨ لسنة ٢٠١٧ والمادة/٢ التي حددت نطاق تطبيقه في الوقت ذاته لم يشترط هذا العنصر في الجهة المستحوذ؛ فقد أجاز لكل من يرغب في الاستحواذ على الأوراق المالية سواء أكان شخصاً طبيعياً أم اعتبارياً وطنياً أم أجنبياً، ولعلّه قصد من وراء ذلك استقطاب رأس المال الأجنبي ورفد الشركات الوطنية بالمال والخبرات العالمية والإفادة من الإمكانيات التكنولوجية المتقدمة للشركات الأجنبية، وذلك في ضوء رقابة السلطة المختصة وهيئة الأوراق المالية والسلع، بأن لا تؤدي عملية الاستحواذ إلى الإخلال بنسبة المساهمة الوطنية في الشركة المستهدفة بالاستحواذ.^(٧٣)

ولكن ماذا يترتب على إبداء الجهة المستحوذ رغبتها بالاستحواذ من خلال عرض الشراء العام الذي توجهت به إلى مالكي الاسهم في الجهة المستهدفة؟

يذهب جانب من الفقه إلى وجوب وقف التعامل على الأسهم محل عرض الاستحواذ كنوع من الرقابة على تنفيذ عقود الاستحواذ وتباين مواقف التشريعات - محل المقارنة - في هذا الشأن.^(٧٤) فالمشرع الإماراتي وكذا المشرع الإنكليزي يحظر التداول في الأوراق المالية للشركة المستهدفة من تأريخ العلم بوجود عرض محتمل، ولحين الإعلان عن نية الاستحواذ، كما يحظر على مجلس إدارة ومديري الجهة المستحوذ والمجموعة المرتبطة بها والمستشارين المشاركين في عملية الاستحواذ من تأريخ العلم بوجود عرض محتمل أو من تأريخ الإعلان عن نية الاستحواذ أيهما أسبق وحتى انتهاء فترة العرض القيام بما يلي:

- بيع الأوراق المالية للشركة المستهدفة بالاستحواذ دون الحصول على موافقة الهيئة.
- التداول في الأوراق المالية للجهة المستحوذ - إذا كانت شركة - عندما يكون العرض غير نقدي.
- الطلب من الشركة المستهدفة عدم الإعلان عن نية الاستحواذ.
- الطلب من الشركة المستهدفة تقديمها بطلب إيقاف التداول على أسهمها.^(٧٥)

٧٢- د. نهاد أحمد إبراهيم السيد، المرجع السابق، ص ٢١.

٧٣- م/ ١٠ و ٢٠٩ ف١ شركات إماراتي ٢٠١٥.

٧٤- د. سامي عبد الباقي، المرجع السابق، ص ١٧٨، د. نهاد أحمد إبراهيم السيد، المرجع السابق، ص ٢٤٥.

٧٥- م/ ٢٠ - خامسا من القرار ١٨ لسنة ٢٠١٧، وتقرر القاعدة (٢،٩) من مدونة المدينة: "أنه يتوجب على كل من الشركة المستهدفة بالعرض ومقدم العرض عندما تبدأ فترة العرض وبحلول الساعة ٧:١٥ من صباح يوم العمل التالي للإعلان عن تفاصيل وأرقام الأوراق المالية المعروضة، وأن يتضمن الإعلان عند الاقتضاء رقم التعريف الدولي "ISIN" لكل ورقة من هذه الأوراق...".

الفرع الثالث

الغرض

استناداً إلى القواعد العامة في السبب، فإن الغرض المباشر من عروض الشراء التي تتقدم بها الجهة المستحوذة هو السيطرة على الشركة المستهدفة، بوصف أن الاستحواذ هو وسيلة لتحقيق أهداف مالية خالصة بتطوير الشركة المستهدفة وتحويلها من شركة خاسرة إلى شركة رابحة وتحقيق الاستثمار الأمثل للشركات من خلال مستثمر رئيس - الشركة المستحوذة - يلعب دوراً أساسياً في السيطرة والتحكم على جميع مجالات النشاط بالشركة خاصة إذا كانت أغلبية أسهم الشركة المستهدفة مملوكة للشركة المستحوذة، وفي المقابل تجد الشركة المستهدفة في عروض الشراء وسيلة تبعدها عن الاقتراض والاستثمار طويل الأجل في سوق الأسهم.^(٧٦)

إلا أن مقدم عرض الشراء - الجهة المستحوذة - قد يكون لديه أسباباً أو بواعثاً أخرى غير السيطرة، فقد يجد في عرض الشراء ضرورةً للاستمرار والبقاء أو التوسع بسبب تطور ظروف السوق، وفي هذا السياق قام العديد من شركات الأدوية الكبرى بالاستحواذ على شركات أخرى بغرض استغلال براءات الاختراع المملوكة للشركات المستحوذ عليها، وقد يجد مقدم العرض في عرض الشراء ضرورة لتنوع أنشطته والدخول في أنشطة غير مرتبطة بالنشاط الأصلي؛ لأن ذلك يؤدي إلى توزيع المخاطر؛ فتأثر واحد من أنشطة الشركة بالمخاطر لا يؤثر على أداء الشركة طالما أن أنشطتها الأخرى تحقق نتائج إيجابية، وفي هذا الصدد فقد استهدفت شركة (صناعات القابضة) من استحواذها على (شركة النوعة) المملوكة بالكامل ل«صناعات» تخفيض التكاليف الإدارية بعد أن يتم دمج الإدارات المشتركة وتخفيض تكاليف التسويق والتوزيع، بينما سيحقق الاستحواذ لشركة النوعة تعظيم إيراداتها وتخفيض مصروفاتها.^(٧٧)

أما صفقة الاستحواذ بين (Microsoft) الشركة الرائدة في مجال البرمجيات و(LinkedIn) أكبر موقع شبكات اجتماعية وأكثرها ربحية والتي تمت في يونيو ٢٠١٦، فكانت تستهدف الوصول إلى بيانات (LinkedIn) وقاعدة المستخدمين اعتماداً على فرضية أن النمو المستدام سيؤدي في النهاية إلى أرباح مستقبلية.^(٧٨)

أو قد تلجأ الشركة في اللجوء إلى الاستحواذ لأغراض استراتيجية بحتة من خلال التوسع الجغرافي، كما لو قامت إحدى الشركات في الولايات المتحدة الأمريكية، بتقديم عرض شراء أسهم شركة إنكليزية لها نشاط في مجال اقتصادي في الشرق الأوسط بقصد الاستحواذ عليها؛ إذ يتيح

٧٦- في هذا المعنى د. نهاد أحمد إبراهيم السيد، المرجع السابق، ص ٢٤٧.

٧٧- مقال ٦ أهداف رئيسية وراء عمليات الاستحواذ والاندماج الحكومية، 7 alroeya.com/4/2021.

لها ذلك التوسع الإقليمي بشكل سريع.^(٧٩)

وقد يكون هدف الشركة من اختيار الاستحواذ الوصول إلى استخدام التكنولوجيا المتقدمة والخبرات التقنية والصناعية وتدريب العاملين والأنظمة الإدارية.^(٨٠)

وعموماً فإن المشرع الإماراتي لم يهتم بنوايا مقدم العرض الجهة المستحوذة، إذ أجاز لكل من يرغب بالاستحواذ أن يقدم عرض شراء أسهم أخرى دون الاكتراث بدوافعه.^(٨١)

إلا أن القرار الإداري رقم ٦٢/ر. ت لسنة ٢٠١٧ بشأن المتطلبات الفنية لنظام الاستحواذ والاندماج أوجب في الملحق رقم (١) - المتطلبات الفنية لمستند عرض الاستحواذ - البند - أولاً، الفقرة ٨ - أن يتضمنّ مستند عرض الاستحواذ: «ب. دوافع الجهة المستحوذة لصفقة الاستحواذ لا سيما الفوائد المتوقعة من الاستحواذ وتحليل الإيجابيات والسلبيات والفرص والمخاطر المترتبة على ذلك، ونرى في ذلك تأكيد على ضمان مبدأ الشفافية الذي أراد المشرع تحقيقه ليكفل للمساهمين في الشركة المستهدفة إجراء نوع من الموازنة بين الفوائد التي تعود عليهم من وراء قبول العرض وتلك التي تعود عليهم من جراء رفض القبول.^(٨٢)

المطلب الثاني

عنصر الشكل (الكتابة)

لا يتم الايجاب الموجه من الجهة المستحوذة إلى الشركة المستهدفة لغرض الاستحواذ والسيطرة إلا بالكتابة، ويظهر ذلك واضحاً من خلال النصوص القانونية التي تستلزم إجراء الإخطارات والنشر في الصحف وإبلاغ المحاكم والجهات المختصة بالإشراف على إجراءات العرض.^(٨٣)

وهو أمر بديهي في مثل هذا النوع من العقود التجارية التي يترتب عليها تغيير نمط الملكية أو الإدارة؛ إذ لا يُتصور أن يتم طرح هذه الرغبة والتعبير عنها شفاهاً على جموع المساهمين في الشركة المستهدفة، نظراً لأن المساهمين في شركات المساهمة قد يبلغون عدداً كبيراً من الأفراد المشتركين في رأسمال تلك الشركة، ولا يكون الايجاب مجدداً ومنتجاً لآثاره إلا من خلال الكتابة^(٨٤)

٧٩- د. صلاح سرى الدين، المرجع السابق، ص ٢٤، د. نهاد أحمد إبراهيم السيد، المرجع السابق، ص ١٦.

٨٠- في التطور النظري لدوافع الاستحواذ انظر د. ياسمين محمود فؤاد، الرقابة على عمليات الاندماج والاستحواذ في قانون حماية المنافسة وتقييم تأثيرها على هيكل السوق ومناخ الاستثمار، مجلة كلية الاقتصاد والعلوم السياسية، كلية الاقتصاد والعلوم السياسية، جامعة القاهرة، مج ١٩، ٢٤، أبريل ٢٠١٨، ص ١٢-١٨.

٨١- تعريف الجهة المستحوذة في المادة ١/ من القرار ١٨ لسنة ٢٠١٧.

82- Rule-2.10, The Takeover cod, the Panel of Takeovers and Mergers, 12 September 2016.

٨٣- (م/٢٩٤) شركات إمارتي لسنة ٢٠١٥، الملحق رقم ١- المتطلبات الفنية لمستند عرض الاستحواذ من القرار ٦٢/ر. ت لسنة ٢٠١٧.

٨٤- د. عبد الفضيل محمد أحمد، العروض العامة للشراء في البورصة، مجلة البحوث القانونية والاقتصادية، كلية الحقوق، جامعة المنصورة، عدد ٤٢، أبريل، ٢٠٠٨، ص ١٢.

وتكفل القرار الإداري المرقم ٦٢/ ر. ت لسنة ٢٠١٧ الصادر عن الرئيس التنفيذي لهيئة الأوراق المالية والسلع بشأن المتطلبات لنظام الاستحواذ والاندماج ببيان المتطلبات الفنية لمستند العرض الذي يعتبر قالب الذي يفرغ فيه عرض الشراء بقصد الاستحواذ، ويجب أن يتضمّن هذا المستند مجموعة من البيانات التي تقتضى القرار توافرها ليس فقط في مستند العرض الأصلي بل في أي مستند عرض معدّل، وذلك يدلّل على أن الكتابة لا بد منها لنشوء هذا المستند وهو أمر لا مناص منه للسير في الإجراءات التنفيذية للاستحواذ ومنها تسليم نية الاستحواذ للشركة المستهدفة ونشر إعلان عن نية تقديم العرض من قبل الجهة المستحوذة والإعلان عن نية الاستحواذ من قبل الشركة المستهدفة عبر موقع السوق.^(٨٥)

ولقد جاءت البيانات التي يجب أن يتضمنها مستند عرض الشراء لتتضوي تحت البنود التالية:

البند الأول: ويشمل المعلومات المالية والمعلومات الأخرى عن العرض والجهة المستحوذة والشركة المستهدفة بالاستحواذ ومن ضمنها؛ إيضاح يفيد بوجوب استشارة مستشار مالي مستقل مرخص له من الهيئة في حال وجود شك حول العرض، وتاريخ المستند وأسم الجهة المستحوذة وعنوانها والشخص الذي قام بالعرض نيابة عنه، وتفصيل بالأوراق المالية موضوع العرض وبيان ما إذا كان سيتم تحويلها إلى أرباح أو دون أرباح، وإجمالي مبلغ العرض وبيانات أخرى تتعلّق بسعر الإقبال للأوراق المالية التي سيتم الاستحواذ عليها، وتفصيل الدفعة الأولى من الأرباح أو الرسوم التي ستشارك فيها الأوراق المالية الجديدة، إلا أن من أهم البيانات التي يجب أن يتضمنها المستند بياناً بالصيغة التالية: «ألا تتحمّل هيئة الأوراق المالية والسلع والسوق أي مسؤولية عن محتويات مستند العرض هذا، ولا أي مسؤولية مهما كانت عن أي خسارة تنتج عما ورد في هذا المستند أو عن الاعتماد على أي جزء منه، كما يجب أن يتضمّن وصف لكيفية تمويل العرض ومصدر التمويل وتحديد أسماء المقرضين الرئيسيين أو من يقوم بترتيب التمويل وبيانات أخرى.

البند الثاني: ويشمل نسب الملكية والتعاملات.

البند الثالث: الترتيبات الخاصة؛ إذ يجب أن يحتوي المستند على بيان يوضّح وجود أو عدم وجود أي اتفاق أو ترتيب أو تفاهم، بما في ذلك ترتيب تعويض بين الجهة المستحوذة أو أي شخص يتصرّف بالاتفاق معها، وأي من أعضاء مجلس إدارة الشركة المستهدفة بالاستحواذ أو مالكي أوراقها المالية أو أي شخص كان عضواً في مجلس إدارة الشركة المستهدفة أو مالكا لأي من أوراقها المالية، فيها خلال الأشهر الستة السابقة لتأريخ نشر مستند العرض، وكذلك التفاصيل الكاملة لأي من هذه الاتفاقيات أو الترتيبات أو التفاهمات.

البند الرابع: تأكيد الكفاية النقدية؛ إذا كان العرض أو أي جزء منه سيتم سداد قيمته بشكل نقدي، فيجب أن يحتوي مستند العرض على ضمان بنكي صادر عن بنك محلي يضمن قدرة الجهة المستحوذة على الوفاء الكامل بقيمة العرض.

البند الخامس: المالك النهائي للأوراق المالية المستحوذ عليها؛ إذ يجب أن يحتوي مستند العرض على بيان يوضّح تحويل أي أوراق مالية ثم الاستحواذ عليها بموجب العرض إلى أي أشخاص آخرين من عدمه، مع ذكر أسماء الأطراف في أي اتفاق أو ترتيب أو تقاهم إن وجد وتفاصيل عن الأوراق المالية التي يمتلكها هؤلاء الأشخاص في الشركة المستهدفة بالاستحواذ.^(٨٦)

البند السادس: القيمة التقديرية للأوراق المالية غير المدرجة؛ فإذا كان العرض يتضمّن إصدار أوراق مالية غير مدرجة في السوق، وبقاؤها غير مدرجة فيجب أن يتضمّن مستند العرض وأي مستند لاحق من قبل الجهة المستحوذة تقديراً لقيمة هذه الأوراق صادراً عن مستشار مالي^(٨٧)

بينما يفرق المشرع الإنكليزي في شأن المتطلبات التي يجب أن يحتويها عرض الشراء بين حالتين: **الحالة الأولى؛** وهي الحالة التي يكون فيها مقدّم العرض شركة مسجّلة بموجب قانون الشركات الإنكليزي لعام ٢٠٠٦ مرخّص لها بتداول أسهمها في أي من الأسواق المالية في بريطانيا؛ حيث يحتوي مستند العرض على:

- أسماء المديرين، طبيعة أعمالها، وأفاقها المالية والمستقبلية.
- تفاصيل عنوان موقع الويب، حيث يتم نشر حساباتها الموحدة للسنتين الماليتين الماضيتين وبيان يفيد بأن الحسابات قد تم ادراجها في مستند العرض بالرجوع إلى هذا الموقع.
- تفاصيل عنوان موقع الويب حيث تم نشر أي بيان أولي للنتائج السنوية أو التقرير المالي نصف السنوي أو المعلومات المالية المنشورة من تاريخ آخر حسابات مدقّقة منشورة، وبيان يفيد بأن أي بيان أو تقرير أو معلومات من هذا القبيل قد تم إدراجها في وثيقة العرض بالرجوع إلى هذا الموقع^(٨٨)
- وصف لأي تغيير طرأ في المركز المالي أو التجاري للشركة حدث في السنة المالية الأخيرة التي تم تدقيق حساباتها ونشر تقرير مالي نصف سنوي عنها.
- بيان بأثر القبول الكامل على الأرباح والأصول والالتزامات المترتبة على العرض.

٨٦- أشارت إلى هذا البند

Rule 24.9, The Takeover cod, the Panel of Takeovers and Mergers, 12 September 2016.

٨٧- انظر الملحق ١-أولاً ٨ من القرار رقم ٦٢/ر. ت لسنة ٢٠١٧.

88- Rule 24.1, The Takeover cod, the Panel of Takeovers and Mergers, 12 September 2016

ملخص للمحتويات الرئيسية لكل عقد جوهرى أبرمته الشركة خلال العامين السابقين لبدء العرض، بما في ذلك تفاصيل التواريخ والأطراف والشروط والأحكام وأي مقابل ينتقل الى أو من الشركة.

الحالة الثانية: وهي الحالة التي يكون فيها مقدم العرض شخصاً طبيعياً؛ إذ يحتوي مستند العرض على ما يلي:

- المعلومات المبينة في الحالة الأولى أعلاه بقدر ما هو مناسب والمعلومات التي قد تطلبها الهيئة فيما يتعلق بأي شخص يعتمد القيام بالاستثمار في العرض بأن يكون له مصلحة مباشرة أو غير مباشرة في استثمار أي جزء من رأس مال الشركة المستهدفة، وتفاصيل عن هويته، وبيان مصلحة مقدم العرض والمعلومات الإضافية التي قد تقدمها الهيئة.
- تفاصيل موجزة عن أي تقييمات وتوقعات حالية تم منحها علناً لمقدم العرض والشركة المستهدفة بالاستحواذ من قبل وكالات التصنيف قبل بدء العرض وأي تغييرات تم اجراءها على التقييمات أو التوقعات السابقة خلال فترة العرض، وملخصاً لأسباب أي من هذه التغييرات.
- عبارة تنص: "إذا كنت تشك في هذا العرض، يجب عليك استشارة مستشار مالي مستقل مرخص له بموجب قانون FSMA". ويتفق المشرع الإماراتي مع المشرع الإنكليزي في هذا البيان.
- تاريخ نشر المستند وأسم مقدم العرض وعنوانه.
- هوية أي شخص يتصرف بالتنسيق مع مقدم العرض والشركة المستهدفة، بما في ذلك حالة الشركة، نوعها، مكتبها المسجل وعلاقتها مع مقدم العرض.
- تفاصيل كل فئة من فئات الأوراق المالية التي تم تقديم العرض من أجلها، بما في ذلك النسب المئوية العليا والدنيا لتلك الأوراق المالية التي يبتغي مقدم العرض بالحصول عليها.
- شروط العرض؛ بما في ذلك المقابل المقدم لكل فئة من فئات الضمان وإجمالي المقابل المعروض وتفاصيل الطريقة التي سيتم من خلالها دفع المقابل وفقاً للقاعدة ٨-٣١ من المدونة.
- تفاصيل جميع المستندات المطلوبة والإجراءات الواجب اتباعها لقبول العرض أو للتصويت عند وجود اتفاق بشأن ذلك.
- متوسط أسعار الأوراق المالية - التي سيتم الحصول عليها - في السوق في أول يوم عمل من كل شهر من الأشهر الستة التي تسبق تاريخ نشر مستند العرض مباشرة، آخر يوم عمل قبل بدء فترة العرض ولأحدث تاريخ متاح قبل نشر مستند العرض.
- تفاصيل أي اتفاقيات أو ترتيبات يكون مقدم العرض طرفاً فيها.

- القانون الوطني الذي سيحكم العقود المبرمة بين مقدم العرض ومالكي الأوراق المالية في الشركة المستهدفة، نتيجة العرض والمحكمة المختصة.
- ملخصاً لأي ترتيبات متعلّقة بالعرض المقدم أو اتفاق أو ترتيب أو أي التزام آخر مسموح به أو مستبعد.
- قائمة بالوثائق المنشورة من قبل مقدم العرض على موقع ويب.
- معلومات عن الشركة المستهدفة بالاستحواذ.
- وصف كيفية تمويل العرض ومصادر التمويل وتفاصيل عن التسهيلات والأدوات الأخرى التي تم اللجوء إليها لتمويل العرض، مبلغ كل أداة، شروط السداد، أسعار الفائدة، أسماء بنوك التمويل، الوقت الذي سيطلب فيه من مقدم العرض رد التمويل.
- إذا كان مقدم العرض قد نشر مستند يحتوي على مقارنة بين قيمة العرض والأسعار السابقة لأسهم الشركة المعروض عليها، ومقارنة بين القيمة الحالية للعرض وسعر أسهم الشركة المعروض عليها في يوم العمل الأخير قبل بدء العرض، فإنه يجب تضمين مستند عرض الشراء كل هذه المقارنات وبشكل بارز.
- ومن خلال استعراض موقف المشرعين الإماراتي والإنكليزي من تحديد المتطلبات الفنية الواجب توافرها في مستند عرض الشراء، تظهر لنا الملاحظات التالية:
- على الرغم من اتفاق كل من المشرعين الإماراتي والإنكليزي في العديد من المعلومات المالية والمعلومات الأخرى عن العرض والجهة المستحوذة والشركة المستهدفة بالاستحواذ والأوراق المالية موضوع العرض وكيفية التمويل والترتيبات والاتفاقات والتفاهات التي تتم بين مقدم العرض وأي شخص يتصرف بالاتفاق معه، إلا أننا وجدنا أن المشرع الإنكليزي كان أكثر دقة وتفصيلاً في تنسيق متطلبات مستند العرض، إذ أنه ميّز بين ما إذا كان مقدم العرض شركة مسجلة بموجب قانون الشركات الإنكليزي لعام ٢٠٠٦ مرخص لها بتداول أسهمها في أي من الأسواق المالية في بريطانيا، وبين ما إذا كان مقدم العرض شخصاً طبيعياً، وأفرد لكل منهما المعلومات التي يجب أن يشتمل عليها مستند عرض الشراء.
- حرص المشرع الإنكليزي على وجوب أن يتضمّن مستند العرض؛ تفاصيل عنوان موقع الويب الذي من خلاله يتم نشر حسابات مقدم العرض سواء أكانت حسابات السنوات المالية الماضية والتقارير المالية نصف السنوية والمعلومات المالية المؤقتة المنشورة من تأريخ آخر حسابات مدقّقة منشورة، ونعتقد أن المشرع أراد من ذلك إشهار الحسابات الخاصة بمقدم العرض لتكون الجهة المستهدفة ومالكي الأوراق المالية على علم بالمركز المالي الحقيقي لمقدم العرض خاصة أنه أوجب

أيضاً ذكر بيان يفيد بأن الحسابات قد تم إدراجها في مستند العرض بالرجوع إلى موقع الويب، وقائمة بالوثائق المنشورة من قبل مقدم العرض على موقع الويب، وربما أراد من ذلك مواكبة التطورات التكنولوجية والإفادة من مزايا النشر الإلكتروني؛ ومنها سهولة تحديث المعلومات وتمكين مالكي الأوراق المالية وكل ذي مصلحة من الاطلاع على معلومات مستند العرض المنشورة في وقت واحد، وحرص المشرع على الزيادة في التوثيق، وأن ذلك قد يولد في نفوس مالكي الأوراق المالية محل عرض الشراء الثقة تجاه التقارير والحسابات المدققة والوثائق إذا ما وردت مرتين؛ مرة في مستند العرض الورقي ومرة أخرى على موقع الويب، كما أن فيه استجابة لمبدأي الشفافية وحماية مصلحة كل من الجهة المستهدفة ومساهميها مالكي الأوراق المالية محل عرض الاستحواذ، ولذا فإننا نوصي المشرع الإماراتي بتبني موقف المشرع الإنكليزي، بأن يضيف إلى متطلبات مستند العرض بياناً يتضمّن نشر الحسابات الموحدة والنتائج السنوية و التقارير المالية نصف السنوي أو المعلومات المالية التي تم إدراجها في مستند العرض على الموقع الإلكتروني.

يتفق المشرعان الإماراتي والإنكليزي على وجوب أن يتضمّن العرض عبارة مضمونها: “ عند وجود شك حول العرض، يجب استشارة مستشار مالي مستقل مرخص ... ”، ولنا أن نتساءل عن المقصود بالشك، هل هو شك بشأن مقدم العرض أو طبيعة نشاطه أو مركزه المالي والتجاري أم ثمن الشراء المعروض أم الأوراق المالية محل عرض الاستحواذ، أم يقصد به أي شك حول أي من متطلبات المستند؟ ونرى أنّ على المشرع الإماراتي أن يعمل على تحديد الحالات التي يتم اللجوء فيها إلى المستشارين الماليين المرخصين في جميع مراحل الاستحواذ، لا أن يقتصر ذلك عند وجود الشك حول العرض فقط.

أوجب المشرع الإنكليزي بخلاف المشرع الإماراتي أن يتضمّن المستند بياناً يتعلق بتحديد القانون الوطني الذي سيحكم العقود المبرمة بين مقدم العرض ومالكي الأوراق المالية في الشركة المستهدفة والمحكمة المختصة، ونعتقد أن المشرع الإماراتي لم ينص على هذا البيان كأحد المتطلبات الفنية لمستند العرض لكونه قد قرر مبدأً يقضي بتطبيق أحكام القرار ١٨ لسنة ٢٠١٧ على عمليات الاستحواذ على الأوراق المالية في الشركات المساهمة العامة المؤسسة في الدولة وطرحت أسهمها في اكتتاب عام أو مدرجة بإحدى الأسواق المالية بالدولة، وصفة العمومية التي استخدمها المشرع تدعو إلى القول بأن أحكام القرار المذكور يُطبق دون التفرقة بين ما إذا كان مقدم العرض وطنياً أو أجنبياً طالما أن عملية الاستحواذ قد انصبت على أوراق مالية في شركة مساهمة عامة وطنية وطرحت أسهمها في الأسواق الوطنية. ^(٨٩)

تطلب المشرع الإماراتي أن يتضمّن مستند العرض بياناً مضمونه: «ألا تتحمّل هيئة الأوراق المالية والسلع، والسوق أية مسؤولية عن محتويات مستند العرض، ولا تقدمان أي تأكيد يتعلق بدقتها أو اكتمالها، وتخليان نفسيهما صراحة من أي مسؤولية مهما كانت عن أي خسارة تنتج عما ورد في هذا المستند أو عن الاعتماد على أي جزء منه».

ويعني هذا البيان إعفاء كل من الهيئة وسوق الأوراق المالية المرخصة في الدولة من أية مسؤولية حول مضمون مستند عرض الاستحواذ واعفائهما من أي إقرار بدقته أو اكتماله، كما أنهما يخليان مسؤولياتهما من أي خسارة تنتج عن هذا المضمون، أو عن الاعتماد على أي جزء فيه، ويُفهم من ذلك: أن دور الهيئة يقتصر في هذا الجانب على فحص مستند عرض الشراء من حيث الشكل دون الموضوع، دون مشاركة مقدم العرض أو الجهة المستحوذة في المسؤولية عن مدى صدق البيانات الواردة في مستند العرض، بمعنى آخر أن مهمتها تنصب فقط على الفحص الظاهري لمستند العرض والتأكد من اشتماله على المتطلبات الفنية المقررة ووجود الوثائق والمستندات المرفقة به، دون التطرق إلى مسألة صدق وسلامة المعلومات الواردة فيه، ويمكن القول إن الهيئة في هذه المسألة مطمئنة إلى طبيعة الالتزام الذي فرضه المشرع على كل من الجهة المستحوذة والشركة المستهدفة، إذ أنه التزام ينطوي على تطبيق أعلى معايير الدقة والعدالة في شأن جميع الإعلانات أو المستندات أو المعلومات المرتبطة بعرض التملك، وكذلك طريقة عرضها على مالكي الأوراق المالية في الشركة المستهدفة بالاستحواذ، مع وجوب النص في جميع الإعلانات والمستندات الصادرة على أنه: «تم الأخذ بأعلى معايير الدقة والعدالة فيما تضمنته».^(٩٠) وهو ما قرره المشرع الإنكليزي تحت عنوان "Standards of care".^(٩١)

ويحق للهيئة وفق المادة ٥٢ من القرار ١٨ / ر.م لسنة ٢٠١٧ «طلب أية إيضاحات أو معلومات أو مستندات أو بيانات أو إجراءات إضافية من الشركات المساهمة العامة، أو أطراف عملية الاستحواذ أو العاملين لدى أي منهم أو أي من الأطراف المشاركة أو المستثمرين»، ونتوقع من الهيئة بعد فحصها المستند؛ إما أن تقرر قبوله وتأذن بنشره إذا وجدت أنه مستوفٍ لكل المتطلبات المقررة والوثائق المرفقة، أو إنها تؤجل البت في قبول مستند العرض إذا وجدت أن هناك نقصاً واحداً أو أكثر من هذه المتطلبات أو البيانات المطلوبة، أو أن ترفض المستند إذا وجدت مبرراً لذلك، وللهيئة اتخاذ كافة الإجراءات اللازمة للإشراف والرقابة والتفتيش على أطراف عمليات الاستحواذ بهدف التأكد من مدى التزامهم بالقوانين والأنظمة والقرارات والتعاميم والضوابط الصادرة طبقاً لها، والتحقق في أي مخالفات يسفر عنها التفتيش.^(٩٢) كما يحق للهيئة أيضاً: «أن

٩٠- م/ ١٩-أولاً-٢ من القرار ١٨ لسنة ٢٠١٧.

91- Rule19.1, The Takeover cod, 2016.

٩٢- م/ ٥٢ من القرار ١٨ لسنة ٢٠١٧.

تطلب أي إيضاحات أو معلومات أو مستندات أو بيانات أو إجراءات إضافية من الشركات المساهمة العامة أو أطراف الاستحواذ أو الاندماج أو العاملين لدى أي منهم أو أي من الأطراف المشاركة أو المستثمرين»^(٩٣).

ويبقى التساؤل قائماً بشأن مَنْ المسؤول عن دقة وسلامة مضمون البيانات والمعلومات الواردة في مستند عرض الاستحواذ؟

المشرع الإنكليزي يوجبُ في مدونة المدينة على مجلس إدارة الشركة المستحوذة التأكد من وجود جميع الترتيبات التي تمكنه من مراقبة سير عملية تقديم العرض من قبل شركته إلى الجهة المستهدفة بالعرض، ولأجل أن يفرض المجلس بمسؤولياته، فإنه يجب أن يُزوّد من قبل شركته وعلى الفور بنسخ من جميع المستندات والإعلانات المنشورة، وتفاصيل عن جميع المعاملات التي أجرتها شركتهم على الأوراق المالية موضوع العرض وتفاصيل أي اتفاقيات أو تفاهات أو ضمانات أو نفقات أو أية التزامات تم الدخول فيها من قبل شركته، ويتوجب عليه أن يعقد الاجتماعات التي تقتضيها فترة العرض من أجل ضمان أن يكون جميع أعضاء مجلس الإدارة على إطلاع دائم بالإجراءات المتخذة، وتتوقع الهيئة من مجلس الإدارة التعاون معها فيما يتعلق باستفساراتها، ومن ضمن ذلك توفير نسخ من محاضر اجتماعاته وما لديه من معلومات،^(٩٤)

ويُستنتج من ذلك كله أن مجلس إدارة الشركة المستحوذة بوصفه المشرف على سير عمليات الشراء بقصد الاستحواذ، هو المسؤول برأينا عن تحديد مدى كفاية صحة وسلامة أي من المستندات التي يتم إرسالها إلى مساهمي الشركة المستهدفة، ويترك للمساهمين في الشركة المستهدفة اتخاذ قرارها بقبول أو رفض عرض الشراء المقدم إليها.

وجاء موقف المشرع الإماراتي مقارباً لموقف نظيره المشرع الإنكليزي في تقرير مسؤولية الجهة المستحوذة عن صحة البيانات الواردة في مستند عرض الشراء، إلا أنه كان أكثر تفصيلاً في بيان الأحكام القانونية المتعلقة بهذه المسؤولية، وذلك على وفق الآتي:

بعد أن أقر مبدأ مسؤولية الجهة المستحوذة عن صحة البيانات الواردة في مستند العرض، عاد فألزم المستشارين المرتبطين الذين شاركوا في إعداد واعتماد مستند العرض بالتحقق من صحة البيانات بما في ذلك صحة البيانات المتعلقة بتقدير سعر العرض.

لم يكتفِ بتقرير مسؤولية الجهة المستحوذة عن صحة البيانات، بل قرر مسؤوليتها ومسؤولية مجلس إدارتها أيضاً عن محتويات المستند وعن إجراء أي تعديل أو تصحيح يجب إجراؤه والإفصاح

٩٣- ٥٢/م من القرار ١٨ لسنة ٢٠١٧.

٩٤- انظر

عنه فوراً.

وتعبيراً عن حرصه في أن تكون بيانات المستند صحيحة ودقيقة، فقد أوجب أن يتضمن الأخير «إقراراً بأن أعضاء مجلس الإدارة في الشركة المستحوذة أو من يقوم مقامهم مسؤولين عن صحة ودقة الحقائق الواردة بالمستند وأنه لا توجد حقائق جوهرية تم إغفالها أو تجاهلها».

كما أنه أُلزم مستشاري الجهة المستحوذة ببذل عناية الرجل الحريص في التأكد من محتويات مستند العرض، وتقرير مسؤوليتهم عند الإهمال بأداء هذا الواجب.^(٩٥)

المبحث الثالث

العرض العام للشراء في إطار قواعد حماية الأقلية وأصحاب المصالح

بسبب ما ينجم عن عرض الاستحواذ من تأثير كبير على المساهمين في الشركات المستهدفة بالاستحواذ خاصة الأقلية منهم؛ فقد وجد في بورصات الأوراق المالية وبالذات في إنكلترا قدراً كبيراً من الشكوك حول العمليات المتعلقة بالاستحواذ على إدارة الشركات، وقد يكون ذلك بسبب الإحباط الذي يصاب به مساهمو هذه الشركات المستهدفة، وما يترتب عليه من تغيير في هيكل وأسلوب الإدارة، وأنهم يجدون في الاستحواذ أسلوباً للهيمنة على شركتهم والتحكم في القرارات التي يتخذها مجلس الإدارة بسبب ما يكون للشركة من أسهم وحصص في الشركة المستهدفة تمكنها من ذلك.^(٩٦)

ولذا فقد حرصت التشريعات المنظمة لعروض الاستحواذ على وضع عدد من القواعد الموضوعية التي تكفل لها التطبيق العملي الخالي من العيوب أو البطلان وعدد من الالتزامات التي يجب مراعاتها في المرحلة السابقة على تقديم العرض.^(٩٧) وعليه فإننا سنعمد إلى بيان هذه القواعد والالتزامات في المطلبين التاليين:

المطلب الأول

القواعد الموضوعية لحماية مالكي الأسهم والأقلية وأصحاب

المصالح عند تقديم عرض الشراء

تتعلق هذه القواعد بعرض الشراء ذاته، إذ يجب أن يوجه هذا العرض إلى جميع المساهمين في الشركة المستهدفة، وأن يكون مكتوباً وأن يلتزم مقدم العرض بالإفصاح عن رغبته في إبرام هذا العقد حماية لمصالح الشركة المستهدفة بالعرض بوصفها كائناً قانونياً له دور إيجابي في الاقتصاد القومي، وحيث أننا قد تحدثنا عن الكتابة ضمن عناصر عرض الشراء فإننا سنقتصر على بيان

٩٥- م/ ٢٥ من القرار ١٨ لسنة ٢٠١٧.

٩٦- عبد الباقي محمد الفكي، المرجع السابق، ص ٦٥، د. نهاد أحمد إبراهيم السيد، المرجع السابق، ص ٢٤٩.

٩٧- عبد الفضيل محمد أحمد، المرجع السابق، ص ١١، بند ٥.

قاعدة المساواة (الفرع الأول) وقاعدة مراعاة تحقيق مصالح الشركة المستهدفة (الفرع الثاني) وعلى التوالي:

الفرع الأول

قاعدة المساواة

تتحقق هذه القاعدة من خلال إلزام مقدم العرض أو الجهة المستحوذة بتوجيه عرض الشراء إلى كل المساهمين في الشركة المستهدفة، وأن يلتزم بالشراء من كل مساهم يرغب في البيع.^(٩٨) وتهدف النظم القانونية من ذلك إلى حماية أقلية المساهمين في الشركة المستهدفة بالاستحواذ^(٩٩) ويرى جانب من الفقه الإنكليزي أن مبدأ المساواة يشكل معياراً مهماً في تنظيم حوكمة الشركات وهو شرط ضروري لحماية حقوق الأقلية من المساهمين،^(١٠٠) ويُعدّ المشرع الإنكليزي مبدأ المساواة شرطاً أساسياً لوصف العرض بأنه عرض استحواذ بقوله: «(أ). أنه عرض للاستحواذ على جميع الأسهم في الشركة، (ب). وفي حالة وجود أكثر من فئة واحدة من الأسهم في الشركة، فإن العرض يقدم على جميع الأسهم في فئة واحدة أو أكثر»، كما أوجب أن تكون شروط العرض هي ذاتها بالنسبة لجميع الأسهم المتعلقة بالعرض...»^(١٠١)

وتجد هذه الحماية أساسها القانوني في القواعد العامة للشركات وعلى وجه الخصوص شركات المساهمة العامة؛ فالشركة المستحوذة تلتزم بتحقيق المساواة بين كل المساهمين بالشركة المستهدفة المقدم إليها عرض الاستحواذ بقصد إدارتها والسيطرة عليها، وكان لإقرار المشرع الإماراتي بوجوب تحقيق مبدأ المساواة عدة مظاهر وهي:

يلتزم مقدم العرض بشراء جميع الأوراق المالية المعروضة نتيجة العرض الذي تقدم به.

٩٨- د. نهاد أحمد إبراهيم السيد، المرجع السابق، ص ٢٤٠ - ٢٤١.

٩٩- أقلية المساهمين: "مجموعة المساهمين الذين يمثلون في الجمعية العمومية نسبة في رأس مال الشركة أقل مما تمثله المجموعة الأخرى، بمعنى آخر هم مجموعة المساهمين الذين لم يصوتوا لصالح القرار الذي تبنته المجموعة التي تمتلك المساهمة الأكبر في رأسمال الشركة بين المساهمين" ... علاء سليمان، حماية أقلية المساهمين في الشركات المغفلة من مخاطر عمليات الاستحواذ، مجلة جامعة الشارقة للعلوم القانونية، مج ١٦، ع ٢٤، ديسمبر ٢٠١٩، ص ٥٠٠.

100- H. Kent Baker, Halil Kiyamaz, The Art of capital Restructuring Greating shareholder Value through Merger and Acquisitions, John Wiley & Sone, Inc, Hoboken, New Jersey, Canada, 2011, p43-44.

١٠١- م / ٩٧٤ شركات انكليزي ٢٠٠٦. وفئة السهم (share class) هو التصنيف الذي يتم تطبيقه على نوع محدد من الأوراق المالية كالأسهم العادية وصناديق الاستثمار المشتركة، وعادة ما تقوم الشركات أو المؤسسات التي تمتلك فئات مختلفة بتصنيفها حسب الأحرف الأبجدية كأسهم (أ) وأسهم الفئة (ب) وغيرها، وتمنح هذه الفئات حقوقاً وامتيازات مختلفة لحملة الأسهم، فعلى سبيل المثال قد تختار شركة معينة أن تصدر أسهماً عادية من الفئة (أ) لمستثمريها الجدد عند طرح الاكتتاب الأولي العام، بينما تقرر منح المالكين الأصليين أسهماً عادية من الفئة (ب). ترجمة وتعريف مصطلح فئة السهم بالعربية | ميم للأعمال

يُلزم الأشخاص أطراف عملية الاستحواذ بضمان مساواة مساهمي الشركة المستهدفة من نفس الفئة في الحقوق والالتزامات الناتجة عن عملية الاستحواذ. ^(١٠٣)؛ فإذا كان للشركة المستهدفة أكثر من فئة واحدة من الأسهم في رأس المال؛ فيتوجب على مقدم العرض تقديم عرض لكل فئة ولا يجوز أن يكون العرض المقدم لأسهم غير متمتعة بحقوق تصويت بأي مستوى معين من القبول لتلك الفئة ما لم يكن العرض المقدم للأوراق المالية مشروطاً بنجاح العرض المقدم للأسهم غير المتمتعة بحقوق التصويت ^(١٠٣)

وعلى الأشخاص أطراف عملية الاستحواذ بذل عناية الرجل الحريص لضمان حصول مالكي الأوراق المالية بالعرض على كافة المعلومات المتعلقة بمزايا أو عيوب العرض والوقت الكافي الذي يتيح لهم تقييم العرض واتخاذ القرار المناسب بشأنها. ^(١٠٤)

كما أن الأشخاص المعنيين - وهم كافة الأطراف المشاركة في أي عملية استحواذ؛ أعضاء مجالس الإدارات، والمدراء التنفيذيين والمستشارين ومراقبي الحسابات والعاملين المطلعين على المعلومات بالجهات المستحوذة والشركات المستهدفة بالاستحواذ - ملزمون بمراعاة المساواة في معاملة مالكي الأوراق المالية في الشركة المستهدفة بالاستحواذ ^(١٠٥) ويتحقق مضمون هذه الحالة من خلال:

إلزام مقدم العرض - الشركة المستحوذة - بأن يوجه عرضه إلى كل مساهمي الشركة المستهدفة بالاستحواذ، وأن يبقى على إيجابه طوال فترة سريان العرض، وأن يقوم بالشراء من كل من يرغب بالبيع من المساهمين، وإذا تبين أن هناك زيادة في عدد الأسهم المعروضة عن المطلوب للشراء، فإنه يتم تخفيض نسبة الزيادة من كل مساهم إلى الحد الذي يتساوى فيه المعروض من الأسهم مع المطلوب منه. ^(١٠٦) ويلزمه المشرع الإنكليزي بتوفير المعلومات المتعلقة بالعرض على قدم المساواة لجميع المساهمين في الشركة المستهدفة. ^(١٠٧)

إلزام مقدم العرض - الشركة المستحوذة - بأن يقدم عرضه إلى جميع المساهمين لشراء أسهمهم بسعر لا يقل عن السعر المدفوع لمالكي أكثرية الأسهم، وأيضاً إذا دفع قسطاً لشراء الأسهم لأي من هؤلاء المالكين فإنه يجب أن يقدم القسط نفسه لمساهمي الأقلية. ^(١٠٨)

ولكن ما هو الحكم لو ثبت تواطؤ مقدم العرض مع مجلس إدارة الشركة أو أي من الأشخاص

١٠٢- م / ١٩-أولاً-٩ من القرار ١٨/ر. م لسنة ٢٠١٧.

١٠٣- م / ١٥-١ من القرار ١٨ لسنة ٢٠١٧.

١٠٤- م / ١٩-أولاً-١٠ من القرار ١٨ لسنة ٢٠١٧.

١٠٥- م / ١٩-ثالثاً-١ من القرار ١٨ لسنة ٢٠١٧.

١٠٦- د. سامي عبد الباقي، مرجع سابق، ص ١١٨، د. نهاد أحمد إبراهيم السيد، المرجع السابق، ص ٢٤٠ - ٢٤١.

107- Rule20.1, The Takeover cod, 2016.

108- H. Kent Baker, Halil Kiymaz, Op.cit, p44.

المسيطرين على رأس مال الشركة المستهدفة؟ نعتقد أن حماية أقلية المساهمين إزاء ذلك ستكون من خلال تقديم عرض منافس يوفر لهم فرصة الحصول على سعر أفضل؛ إذ أجاز المشرع الإماراتي الإعلان عن نيّة مشروع عرض منافس خلال مدة أقصاها اليوم ٣٥ من اليوم التالي لتأريخ استلام العرض الأصلي من قبل الشركة المستهدفة بالاستحواذ شريطة أن يكون هذا العرض المنافس أفضل مالكي الأوراق المالية من العرض الأصلي أو المنافس السابق، وقد يحظى هذا العرض المنافس على موافقة هيئة الأوراق المالية والسلع إذا تضمّن تعديلاً جوهرياً في الشروط المقترحة لمصلحة مالكي الأوراق المالية محل العرض حتى لو لم يكن متضمناً لسعر أعلى. (١٠٩)

تلزم الجهة المستهدفة بالاستحواذ بتحقيق المساواة في تقديم المعلومات لأي مقدم عرض (١١٠) إلا أنّ المشرع الإماراتي لم يحدد ماهية هذه المعلومات، فهل قصد بها تلك المعلومات الواردة في المادة ١٩ - بند أولاً- ف١٠ من القرار المذكور والتي أوجب على الأشخاص أطراف الاستحواذ بذل عناية الرجل الحريص لضمان حصول مالكي الأوراق المالية عليها - وهي مزايا وعيوب العرض، الوقت الكافي الذي يتيح لهم تقييم العرض واتخاذ القرار المناسب بشأنها - أم أنه قصد ترك أمر تحديد هذه المعلومات لتقدير الجهة المستهدفة؟ إننا نوصي المشرع الإماراتي بأن يضيف إلى نص المادة ١٩ - ثالثاً- ٢ من القرار المعلومات التي قصدها أو على الأقل بيان المعيار الذي يتم على أساسه تحديد المعلومات التي يتوجب على الشركة المستهدفة تقديمها لمقدمي العرض وبما لا يتعارض مع مبدأ السرية.

يلزم مجلس إدارة الشركة المستهدفة بتعميم رأيه على المساهمين بشأن العرض، بما في ذلك أي عرض بديل، ويجب عليه في الوقت ذاته إبلاغ المساهمين في الشركة بتفاصيل المشورة التي قدمت إليه من المستشارين المستقلين المعيّنين بموجب م / ١٩ - أولاً- من القرار المذكور، وأيضاً خطط الجهة المستحوذة بالشركة وموظفيها. (١١١)

ولا يجوز لأي عضو في مجلس إدارة الشركة المستهدفة التصويت - في اجتماع للمجلس أو في اللجان المتفرعة عنه أو الجمعية العمومية - على قرار يتعلق بالاستحواذ أو بأية مسألة ذات صلة به تنطوي على تعارض مصالح لعضو مجلس الإدارة أو أي من أقاربه مع مصالح الشركة المستهدفة، بما في ذلك أن يكون مساهماً يملك أكثر من ١٪ من رأس مال الجهة المستحوذة أو يكون مديراً أو عضواً في مجلس إدارة الجهة المستحوذة، ويعدّ المشرع الأبناء القُصّر وزوج عضو مجلس الإدارة مصلحة للعضو نفسه. (١١٢)

١٠٩- م / ١٢ من القرار ١٨ لسنة ٢٠١٧.

١١٠- م / ١٩ - ثالثاً- ٢ من القرار ١٨ لسنة ٢٠١٧.

١١١- الملحق رقم ٢ - أولاً وثانياً من القرار ٦٢ لسنة ٢٠١٧.

١١٢- م / ١٩ - أولاً- ١٢ من القرار ١٨ لسنة ٢٠١٧.

الفرع الثاني

قاعدة مراعاة أصحاب المصالح الشركة المستهدفة بالاستحواذ

يسعى مقدم العرض إذا ما نجح الاستحواذ إلى إعادة تشكيل مجلس الإدارة في الشركة المستهدفة وبما يجعله خاضعاً لسيطرته، وأن هذه السيطرة تجعل من مقدم العرض المدير الذي يقوم بإدارة الشركة المستهدفة ومعاملتها كما لو كانت مجرد فرع للشركة المستحوذة لكون هذه السيطرة تؤدي إلى إنشاء رابطة تبعية بين الشركتين المستحوذة والمستهدفة. (١١٣)

ووفقاً لقواعد الاستحواذ فإن الشركة المستهدفة تبقى محتفظة بشخصيتها الاعتبارية، وتمتعها بالأهلية القانونية واستمرار ذمتها المالية المستقلة عن ذمة الشركة المستحوذة واحتفاظها بجنسيتها وممثلها القانوني وتظل ملتزمة بالوفاء بحقوق دائئتها ويحق لهؤلاء الدائنين مطالبة الشركة المستهدفة بحقوقهم كاملة سواء نشأت قبل الاستحواذ أم بعد إتمامه. (١١٤)

وأصحاب المصالح لا يُقصد بهم الدائنون فقط، بل يشمل كل شخص له مصلحة مع الشركة المستهدفة مثل مالكي الأوراق المالية والعاملين والعملاء والموردين والمستثمرين المحتملين. (١١٥) إذن كيف يمكن حماية هؤلاء خلال مرحلة تقديم عرض الشراء؟

أوجب المشرع الإماراتي على مجلس إدارة الشركة المستهدفة بالاستحواذ وإدارتها التنفيذية العليا تغليب مصالح مالكي الأوراق المالية على مصالحهم الشخصية، ثم وضع عدداً من الالتزامات التي يجب التقيد بها من قبل مجلس إدارة الشركة المستهدفة والأشخاص المعنيين، سيتم توضيحها فيما يلي:

أولاً / لا يجوز لأي عضو من أعضاء مجلس إدارة الشركة المستهدفة التصويت في أي اجتماع للمجلس أو الجمعية العمومية أو اللجان المتفرعة على قرار يتعلق بالاستحواذ أو أي مسألة لها صلة به، إذا كان لديه مصلحة أو التزام جوهري أو لأقاربه يتعارض بشكل مباشر أو غير مباشر مع مصالح الشركة المستهدفة بما في ذلك أن يكون مساهماً يملك أكثر من ١٪ من رأسمال الشركة المستحوذة أو أن يكون هذا العضو مديراً أو عضواً في مجلس إدارتها أو أن يكون هناك ترتيبات ليصبح عضو مجلس إدارة أو موظفاً في الجهة المستحوذة، وزيادة في حرص المشرع الإماراتي على حماية مصالح الشركة المستهدفة فقد اعتبر مصلحة الأبناء القصر وزوج هذا العضو مصلحة له. (١١٦)

١١٣- للتفصيل في آثار الاستحواذ على الشركة المستهدفة بالاستحواذ انظر أحمد حسن وسمي، الآثار الاقتصادية والقانونية لعمليات الاستحواذ على إدارة شركات المساهمة المقيدة في سوق الأوراق المالية، دراسة مقارنة، المجلة القانونية، ص ٢٢٨- ٢٣٤.

١١٤- عبد الباقي محمد الفكي، المرجع السابق، ص ٦٠-٦٢.

١١٥- م/١ من القرار ١٨/ر. م لسنة ٢٠١٧.

١١٦- م/١٩-أولاً- ف١٣ من القرار ١٨/ر. م لسنة ٢٠١٧.

ثانياً / يحظر على مجلس إدارة ومديري الشركة المستهدفة والمجموعة المرتبطة بها القيام بما يلي:

- اتخاذ أي 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 ٣٠ يوماً على الأقل من تأريخ الإعلان عن نية الاستحواذ.

- أية أعمال أو تصرفات يكون من شأنها المساس بشكل جوهري بأصول الشركة المستهدفة بالاستحواذ أو زيادة التزاماتها المالية أو إعاقعة تطوير نشاط الشركة المستهدفة مستقبلاً، إلا إذا كانت هذه الأعمال والتصرفات قد تمت في إطار الأعمال العادية في نشاط الشركة وفي تأريخ سابق على الإعلان عن نية الاستحواذ.

- التداول في الأوراق المالية للشركة المستهدفة من تأريخ العلم بوجود عرض محتمل، ولحين الإعلان عن نية الاستحواذ.

- إصدار أي تصريح من شأنه تضليل مالكي الجهة المستحوذة أو المستهدفة أو خلق حالة تأثير سلبي في السوق.^(١١٧)

ولكن مما يلاحظ على هذا الحظر أنه سيؤدي إلى حرمان مجلس إدارة الشركة المستهدفة من القيام بأعمال هي في حقيقتها ضرورية لإدارة الشركة، ونرى أن يُصار إلى تعديل هذا النص بما يسمح لمجلس إدارة الشركة المستهدفة أو المديرين بالقيام بمباشرة كل الأعمال المعتادة للشركة وتصريف أمورها واتخاذ القرارات التي تحقق غرضها، مع تجنب التصرفات التي تثقل كاهل الشركة بأعباء مالية ولفترة طويلة كإبرام عقود قرض طويلة.

ثالثاً / يحظر على مجلس إدارة ومديري الشركة المستحوذة والمجموعة المرتبطة بها والمستشارين المشاركين في عملية الاستحواذ القيام بما يلي:

- بيع أوراق مالية الشركة المستهدفة دون الحصول على موافقة الهيئة.
- التداول في أوراق مالية الجهة المستحوذة عندما يكون العرض غير نقدي.
- الطلب من الشركة المستهدفة أن تقوم بتقديم طلب إيقاف التداول على أهمها.
- الطلب من الشركة المستهدفة عدم الإعلان عن نية الاستحواذ.^(١١٨) وهو ما قرره المشرع الإنكليزي أيضاً.^(١١٩)

١١٧- م/٢٠- رابعاً من القرار ١٨ لسنة ٢٠١٧.

١١٨- م/٢٠- رابعاً من القرار ١٨ لسنة ٢٠١٧.

وفي هذا الصدد يوجب المشرع الإنكليزي على المديرين والمستشارين الماليين للشركة المستهدفة الذين لديهم مصالح في الأوراق المالية في تلك الشركة ألا يتعاملوا فيها خلافاً لما تم نشره من معلومات أو نصائح دون الإعلان الكافي عن نواياهم.^(١٢٠)

ويحظر أيضاً عليهم تقديم أي قرض لأي شخص لمساعدته في الحصول على أي فائدة باستثناء تلك القروض التي تدخل ضمن نطاق الأعمال العادية وبشروط مقررة للأشخاص الذين تربطهم بهم علاقة وثيقة.^(١٢١)

المطلب الثاني

التزامات مقدم العرض والأشخاص المعنية بعرض الشراء

خلال فترة تقديم عرض الشراء

نظراً للدور الكبير الذي يؤديه مقدم العرض في نشوء عقد الاستحواذ، فقد ألزمه المشرع - بالإضافة إلى الأشخاص المعنية بالاستحواذ - عند تقديم عرض شراء أسهم الشركة المستهدفة بعدد من الالتزامات، أراد بها المشرع وقاية الشركة المستهدفة من التعرض لأية معوقات من شأنها التأثير السلبي على أسعار أسهمها؛ ومن أهم هذه الالتزامات: الالتزام بالسرية (الفرع الأول)، والالتزام بالإفصاح والشفافية (الفرع الثاني).

الفرع الأول

الالتزام بالسرية

توجب معظم التشريعات المنظمة لأحكام عروض الشراء، على مقدم العرض والأشخاص المعنيين بالاستحواذ؛ الالتزام بسرية المعلومات المتعلقة بعرض الشراء وعدم إفشائها إلى الأقارب أو الأشخاص المتصلين بهم بهدف تحقيق منافع أو مزايا على حساب بقية المتعاملين في السوق المالي الذي لم يتصل بعلمهم تلك المعلومات، وهو ما قرره المشرع الإنكليزي في نص القاعدة ١، ٢ من المدونة ومضمونه:

“(a) Prior to the announcement of an offer or possible offer, all persons privy to confidential information, and particularly price-sensitive information, concerning the offer or possible offer must treat that information as secret and may only pass it to another person if it is necessary to do so and if that person is made aware of the need for secrecy. All such persons must conduct themselves so as to minimise the chances of any leak of information, (b) Financial advisers must at the very beginning of discussions warn clients of the importance of secrecy and security”

120- Rule 4.5, The Takeover cod, 2016.

121- Rule 4.4 -2, The Takeover cod, 2016.

وقد تعرّض المشرع الإماراتي لإحكام الالتزام بسرية المعلومات المتعلقة بعرض الشراء في المواد (٧، ١٩- رابعاً، ٢٠، ٤٣، ٤٤) من القرار المرقم ١٨/ر. م لسنة ٢٠١٧ فحدد ما يعتبر سرّاً يجب كتمانها وبين الأشخاص المدنيين بهذا الالتزام ونطاقه الزمني، والمعلومات الواجب الالتزام بسريتها، والاستثناءات الواردة على الالتزام بهذا المبدأ، وهو ما سيتم توضيحه في الفقرات التالية:

أولاً- تحديد ما يُعتبر سرّاً

لأجل اعتبار أي واقعة سرّاً؛ يجب أن تكون مما لا يُعتبر أمراً معروفاً أو ظاهراً شائعاً للكافة، وأن يكون من شأن إطلاع الغير عليها إعطاء المطلع اطمئناناً أو تأكيداً لم يكن لديه من قبل. (١٢٣) كما يتوجب على وفق رأي في الفقه (١٢٣) أن يكون هناك ترابط بين العمل الذي يُعدّ سرّاً وبين مصلحة المستفيد من كتمان السرّ، ليصح تقدير ما إذا كان هذا العمل يدخل في نطاق السرّ أو لا؟ وعلى هذا الأساس، وحيث أن المشرع الإماراتي لم يحدد المعلومات التي توصف بالسريّة، فهل يكون من الضروري البحث عن معايير محددة لوصف أية معلومة بأنها سرية؟ كاعتماد أسلوب تعداد المعلومات المشمولة بالسرية وهو ما لا يجدر تأييده، إذ سيُطرح تساؤلاً آخر بشأن أفضلية إيرادها على سبيل المثال أو الحصر، كما أننا لا نؤيد هذا الأسلوب في تحديد المعلومات التي يجب أن تتصف بالسرية؛ لأنها تتباين من عرض شراء إلى عرض شراء آخر، وعلى وفق ما يتم الاتفاق بين الجهة المستحوذة والجهة المستهدفة، أو وضع معايير تركز على ظروف أو وقائع؟ أم أن الالتزام بالسرية يشمل كل ما يفوّض إلى أعضاء مجالس إدارة الشركة المستهدفة والمستحوذة والأشخاص المعنيون؟ (١٢٤)، أم أن هناك صعوبة في وضع معيار محددة لوصف المعلومات بالسرية في كل حالة على حدة؟ فهي مسألة تقديرية ترجع لتقدير قاضي الموضوع على اعتبار أن أهمية المعلومة تقدر في عروض الاستحواذ بما يسمى بالحدث الجوهري الضار المتمثل بأي حدث طارئ غير متوقع ينشأ بعد تقديم العرض ويكون له تأثير سلبي ملموس على الشركة المستهدفة أو نشاطها أو على قيمة أسهمها. (١٢٥)، فقد تكون المعلومة ذات تأثير خطير عند إعلانها للجُمهور، إذ يمكن أن تحدث تغييراً في أسعار الأسهم المالية المتداولة في الأسواق المالية في الوقت الذي مازال يتم تداولها في داخل الشركة المستهدفة أو لدى الأشخاص الاستشاريين المتخصصين أو الأشخاص المعنيين. (١٢٦)

١٢٢- د. علي جمال الدين عوض، عمليات البنوك من الوجهة القانونية، دار النهضة العربية، القاهرة، ١٩٨١، ص ٩٢٧.

١٢٣- د. الياس ناصيف، الكامل في قانون التجارة، عمليات المصارف، ج ٣، عويدات للنشر والطباعة، بيروت، ط ٢، ١٩٩٩، ص ٢٧١.

١٢٤- د. نعيم مغنّب، السرية المصرفية، دراسة في القانون المقارن (بلجيكا، لوكسمبورغ، فرنسا، سويسرا، لبنان)، ١٩٩٦، ص ١١.

١٢٥- م/١ من القرار ١٨/ر. م لسنة ٢٠١٧.

١٢٦- د. نهاد أحمد إبراهيم السيد، المرجع السابق، ص ٢٢٥.

أشار المشرع الإماراتي إلى الطبيعة السرية للمعلومات المتعلقة بالعرض المحتمل وألزم المستشارين المرتبطين أن يحيطوا عملائهم بضرورة المحافظة على سريتها والنص على ذلك في أية اتفاقات أو عقود تبرم بينهم وبين عملائهم.^(١٢٧) وكذا الحال بالنسبة للمشرع الإنكليزي، فهو يلزم المستشارين بتوجيه عملائهم من المساهمين بشأن أية معلومات يتم نشرها أثناء العرض، بما في ذلك المعلومات المنشورة عبر وسائل التواصل الاجتماعي.^(١٢٨)

كما أشار المشرع الإماراتي إلى سرية المعلومات الداخلية وحظر الأشخاص المعنيين استغلالها وعليهم بذل العناية الكافية لاتخاذ أية إجراءات من شأنها عدم تسريب المعلومات وإحاطة الأطراف المشتركة في عرض الاستحواذ والعملاء بالطبيعة السرية لهذه المعلومات، دون أن يحدد المشرع ماهية هذه المعلومات الداخلية.

ونقترح على المشرع الإماراتي أن يقرر فرضية مؤداها سرية جميع المعلومات المتعلقة بعرض الشراء المقدم إلى الشركة المستهدفة ومنذ بداية الإعلان عنه، وأن يتقرر الالتزام بسريتها على عاتق جميع الأطراف المشاركة في عملية الاستحواذ سواء من جهة الشركة المستحوذة أو الشركة المستهدفة؛ إذ لا يُعلم على وجه التأكيد مدى أهمية وتأثير إنشاء أية معلومة من هذه المعلومات على أسعار الأوراق المالية المعروضة قد تؤدي إلى التلاعب في أسعار هذه الأوراق أو ما يؤدي منها إلى خلق اضطرابات في السوق المالي فيكون من الأفضل إحاطتها بالسرية وبذل العناية اللازمة لعدم إنشائها، ومن بين هذه المعلومات التي نوصي بها المشرع إحاطتها بالسرية وبذل العناية اللازمة لعدم إيرادها في أي مستند موجه لمالكي الأوراق المالية بشأن العرض وإلى أن يتم الإعلان عنها، ونستند في ذلك إلى ما ورد في نص م/٤٢ - أولاً من القرار ١٨/ر.م الذي أوجب على مجلس إدارة الشركة المستهدفة إعداد توقعات الأرباح بعناية وحرص وأن يستعان في هذا الإعداد بمستشارين مهنيين متخصصين عند الحاجة ويجب على هؤلاء الحرس والعناية اللذين يجب أن يتم في ظلها إعداد هذه التوقعات.^(١٢٩)

والذي نراه أن الحفاظ على سرية هذه التوقعات من قبل أعضاء مجلس إدارة الجهتين: المستهدفة والمستحوذة عند إعدادها والمستشارين المهنيين الذين يتم الاستعانة بهم للتأكد من أن هذه التوقعات قد تمت بحرص وعناية هي أحد مقومات العناية المطلوبة، وأن المشرع لم يبين لنا ماهي درجة هذه العناية؟

١٢٧- م/١٩- رابعاً - من القرار ١٨ لسنة ٢٠١٧.

128- Rule 19.1, The Takeover cod, 2016.

١٢٩- انظر في توقعات الربح للفترة الحالية والمستقبلية في القانون الإنكليزي في Rule ٢، ٢٨، The Takeover cod، ٢٠١٦.

ثانياً- المدينون بالالتزام المحافظة على السرية

وقد حددهم المشرع الاماراتي بالفئتين التاليتين:

الفئة الأولى: وهم جميع الأشخاص من الاستشاريين المتخصصين بتقديم استشارات مالية أو قانونية أو محاسبية أو فنية لأي من أطراف عملية الاستحواذ بإحاطة عملائهم بالصفة السرية للمعلومات المتعلقة بالعرض المحتمل ووجوب المحافظة على سريتها، والنص على سرية هذه المعلومات حتى في أية اتفاقات وعقود تُبرم بينهم وبين عملائهم.^(١٣٠)

الفئة الثانية: وهم الأشخاص المعنيون؛ حيث شمل بوجوب الالتزام بالسرية كافة الأطراف المشاركة في أي عملية استحواذ من أعضاء مجالس الإدارات والمدراء التنفيذيين والمستشارين ومراقبي الحسابات والعاملين المطلعين على المعلومات في الشركة المستحوذة والشركة المستهدفة؛ فمحظور عليهم استغلال المعلومات الداخلية وعليهم بذل العناية الكافية لاتخاذ الإجراءات التي من شأنها عدم تسريب المعلومات وإحاطة كافة الأطراف المشاركة في عملية الاستحواذ والعملاء بالطبيعة السرية للمعلومات والنص عليها في العقود والاتفاقيات، وبذل العناية الكافية لمنع التلاعب في أسعار أسهم الشركات المستحوذة والشركة المستهدفة ويواجه اضطرابات السوق الناتجة عن عدم الالتزام بقواعد السرية.^(١٣١)

ثالثاً- بدء الالتزام بالسرية

يتفق المشرع الإماراتي مع المشرع الإنكليزي في إلزام الأشخاص المعنيين قبل الإعلان عن العرض بعدم إفشاء أي معلومات سرية مرتبطة بأي عرض أو عرض محتمل، وعلى هؤلاء الأشخاص بذل عناية الشخص الحريص في المحافظة على المعلومات السرية وعلى وجه الخصوص المعلومات التي لها تأثير على سعر الأوراق المالية، كما أنهم ملزمون باتخاذ الإجراءات اللازمة لمنع تسريب أي معلومات بشأن أي عرض أو عرض محتمل، وكذا الالتزام التام بعدم تسريب أو نشر أي بيانات أو إطلاع أي شخص أو جهة أو فئة معينة من المستثمرين على أي معلومات بخصوص عملية الاستحواذ قبل الإعلان عن العرض.^(١٣٢)

رابعاً- استثناء - الحالات التي يجوز فيها الإفصاح عن المعلومات السرية

استثناءً من مبدأ التزام الأشخاص المعنيين بعدم إفشاء المعلومات السرية، فلا يُعد وفقاً للمادة/ ٧ من القرار المذكور إفشاءً لمعلومات سرية تزويد أي طرف معني بالمعلومات متى دعت الضرورة القصوى لذلك على أن يلتزم الشخص الذي يقدم المعلومات بضرورة إعلام الطرف المعني أن

١٣٠- م/١٩- رابعاً- ٣ من القرار ١٨ لسنة ٢٠١٧، Rule 1، ١٩، The Takeover cod، ٢٠١٦.

١٣١- م/١٩- رابعاً- ٤ من القرار ١٨ لسنة ٢٠١٧.

١٣٢- م/٧ من القرار ١٨ لسنة ٢٠١٧، Rule2.1، The Takeover cod، ٢٠١٦.

المعلومات سرية ويقع على عاتق الطرف المعني ضرورة الالتزام ببذل عناية الشخص الحريص لعدم تسريب تلك المعلومات، وهو ما يؤيده المشرع الإنكليزي في القاعدة ١، ٢ من المدونة بالنص: «... if it is necessary to do so and if that person is made aware of the need for ...»
“secretcy”

ولكن ما الحكم المترتب على مخالفة الأحكام المتعلقة بالسرية؟

أحال المشرع الإماراتي في هذا الشأن إلى الفصل الثاني من الباب الحادي عشر من القانون الاتحادي رقم ٢ لسنة ٢٠١٥ في شأن الشركات التجارية الخاص بالجرائم التي لا يجوز فيها التصالح.^(١٣٣) إذ تقرر م/ ٣٦٠ منه عقوبة الغرامة التي لا تقل عن ١٠٠٠٠ درهم ولا تزيد عن ١٠٠٠٠٠ كل من يخالف أي حكم من أحكام هذا القانون لم تحدد له عقوبة، وقد كانت مخالفة الالتزام بالسرية من ضمن المخالفات التي لم يحدد لها عقوبة خاصة في المواد (٢٣٩-٢٥٩) من القانون المذكور، كما يجوز لهيئة الأوراق المالية والسلع توقيع أي من الجزاءات (توجيه التنبيه، توجيه انذار، إلغاء الموافقات الممنوحة لعمليات الاستحواذ، إيقاف عمليات الاستحواذ أو الاندماج)^(١٣٤) وبالإضافة لكل ما تقدم فإنه يحق لمجلس إدارة الهيئة نشر أسماء المخالفين لأحكام القانون وقانون الهيئة والقرارات الصادرة بمقتضاه والمخالفات والجزاءات الصادرة بحقهم بالآلية التي تقرها.^(١٣٥)

الفرع الأول

الالتزام بالإفصاح

مؤدى هذا الالتزام هو وجوب أن يتم الإفصاح للجُمهور عن أي عرض شراء محتمل في ظل أحكام اللوائح والقرارات المنظمة لعمليات الاستحواذ على الأسهم وتجنب الإعلان عن أية معلومات أو مستندات متعلقة بعرض الشراء إلا بعد إبلاغ الهيئة، وغرض التشريعات من الالتزام بالإفصاح هو مواجهة الفوضى التي يمكن أن يقع فيما لو ترك أمر الإعلان عن عروض شراء الأسهم للأطراف المشاركة في عملية الاستحواذ بدون الرجوع إلى الهيئة والحصول على موافقتها^(١٣٦)

ويقصد بمبدأ الإفصاح والشفافية: «توفير الشركة للمعلومات الصحيحة والتقارير التي تمكن الأشخاص والهيئات من معرفة المركز المالي الحقيقي للشركة، والذي على أساسه يمكنهم تحديد موقفهم من الشركة حالياً ومستقبلياً مع احتفاظ الشركة بحقها في حجب ما تراه ضرورياً لعدم

١٣٣- م/٥٥ من القرار ١٨ لسنة ٢٠١٧.

١٣٤- م/٥٥ من القرار ١٨ لسنة ٢٠١٧.

١٣٥- م/٥٦ من القرار ١٨ لسنة ٢٠١٧.

١٣٦- د. أحمد باز أحمد متولي، الالتزام بالشفافية والإفصاح عن المعلومات في بورصة الأوراق المالية، رسالة دكتوراه، كلية الحقوق، جامعة المنصورة، ط١، ٢٠١٢، ص٦٩، أشار اليه د. نهاد أحمد إبراهيم السيد، المرجع السابق، ص٢٢٠.

الإضرار بالشركة أو بمركزها المالي»^(١٣٧).

وقد حدد المشرع الإنكليزي المقصود بالإفصاح عن العرض في القاعدة ٨/ من المدونة بأنه: «إعلان يحتوي على تفاصيل المصالح وحقوق الاكتتاب في أي أوراق مالية ذات صلة لأحد طرفي العرض وأية ضمانات مناسبة إذا كان للشخص المعني مثل هذه المصلحة».

والغاية من هذا الإفصاح هو حماية مصالح المساهمين وهو وسيلة لتأمين ثقة المستثمرين في الشركة المدرجة وإعلام المساهمين الذين ليسوا جزءاً من إدارة الشركة بالتغيرات التي تحدث»^(١٣٨).

وللتعرف على مضمون هذا الالتزام، فقد أشرنا بيان الضوابط المعتمدة في الإفصاح ومن ثم الأشخاص الملزمين به

أولاً- الضوابط المعتمدة في الإفصاح؛ وتضمنتها المادة ٤٥ من القرار ١٨/ر. م لسنة ٢٠١٧، فقد أوجبت:

- الإفصاح للجمهور عن أي عرض محتمل وفق ما تقرره أحكام هذا القرار.
- إخطار الهيئة قبل الإعلان عن أي دعوة لتلقي عروض للموافقة عليها.
- إيداع نسخ لدى الهيئة من كافة الإعلانات والمستندات المتعلقة بالعرض في ذات التوقيت الذي يتم الإعلان عنها أو إرسالها للشركة المستهدفة.
- وأجاز المشرع الإنكليزي للهيئة بموجب إشعار خطي أن تطلب من أي شخص أية مستندات يتم تحديد ماهيتها وأوصافها في الإشعار، وأن يتم تقديمها بالشكل والطريقة المحددين فيه^(١٣٩)
- عدم الإعلان عن العرض من قبل الجهة المستحوذة أو المستهدفة إلا بعد اتخاذ كافة إجراءات العناية الواجبة وبذل عناية الشخص الحرص في ذلك والتأكد من قدرتها على الاستمرار في تنفيذ العرض.^(١٤٠)
- أن تكون جميع البيانات الصادرة من الأطراف المعنيين بالعرض صحيحة وكافية وغير مضللة للسوق أو مالكي الأوراق المالية بما فيها البيانات حول الأطراف ذات العلاقة، ويجب التأكد من عدالة ودقة وكفاية المعلومات والنتائج والتوصيات التي يتم توفيرها للمساهمين والأطراف أصحاب المصالح.

١٣٧- علاء سليمان، المرجع السابق، ص ٥١٤.

138- Ayush Verma, What are the types of disclosure obligations under the takeover code?

مقالة مناحة على: <https://blog.iplayers.in/types-disclosure-obligations-takeover-code/31/5/2021>

١٣٩- المادة/٩٧٤ شركات انكليزي ٢٠٠٦.

١٤٠- المادة/١٩- أولاً ١٣- من القرار ١٨ لسنة ٢٠١٧.

- تزويد مالكي الأوراق المالية بالمعلومات والتوصيات الكافية لتمكينهم من التوصل إلى اتخاذ قرار سليم بشأن قبول العرض أو رفضه وتوفير الوقت الكافي والنصيحة المحايدة وعدم حجب أية بيانات قد تؤدي إلى التأثير على قراراتهم.

- الإفصاح عن نية الاستحواذ/ تقديم العرض من قبل مقدم العرض والشركة المستهدفة متى طلبت الهيئة ذلك.

ثانياً- الأشخاص الملزمون بالإفصاح؛ هم الأشخاص المعنيون بالعرض - وقد تمت الإشارة إلى ماهيتهم فيما سبق - وسوف نتولى بيان مضمون التزامهم بالإفصاح فيما يلي:

١- الإفصاح من قبل مقدم العرض (الجهة المستحوذة): ويلتزم بالإفصاح في الحالات التالية:
الإعلان عن نية تقديم العرض بعد اتخاذ كافة الإجراءات اللازمة لذلك وبذل عناية الشخص الحريص بشأنها، وأن تكون متأكدة هي ومستشارها المالي من إمكانية إتمام العرض وتفيذه^(١٤١) وتوجب هذه الإجراءات أن تقوم الجهة المستحوذة بنشر إعلان عن نية تقديم العرض عبر موقع السوق.

- الإفصاح للهيئة والسوق عن أية مصالح جوهرية أو تضارب للمصالح وطرق إدارته والامتناع عن أي إجراء يلحق الضرر بمالكي الأوراق المالية، أو بأي من أطراف عملية الاستحواذ - وهو التزام قرره المشرع بالنسبة لجميع الأشخاص المعنيين-^(١٤٢)

- الإعلان عن نتيجة قبول العرض؛ إذ يتوجب على الجهة المستحوذة في مدة أقصاها اليوم التالي لتأريخ الإغلاق الأول أو الثاني، أن تعلن عن نتيجة قبول العرض من قبل الجهة المستهدفة، وعليها أن تحدد العدد الإجمالي لطلبات القبول وفقاً للآتي:

- الأوراق المالية التي تم الحصول بموجبها على قبول العرض.

- الأوراق المالية المملوكة لمقدم العرض قبل فترة العرض.

- الأوراق المالية التي أنصب اتفاق الاستحواذ عليها خلال فترة العرض.

- ألا يفوت على مقدم العرض تضمين الإعلان النسب المئوية لكل فئات الأوراق المالية.^(١٤٣)
ولكن ما الحكم لو لم يلتزم مقدم العرض بالأحكام المتقدمة؟

أعطت الفقرة ٤ من المادة ٣٩ من القرار الحق لكل من قبل العرض أن يعدل عن قبوله ما لم تقرر الهيئة خلاف ذلك، وإلى أن يتم إصدار إعلان نتيجة قبول العرض يكون للهيئة تعليق إدراج

١٤١- م/١٩- أولاً -١٤ من القرار لسنة ٢٠١٧، وأنظر في شأن إفصاح مقدم العرض في القانون الانكليزي Rule8.1, The Takeover cod, 2016.

١٤٢- م/١٩- أولاً -٢ من القرار لسنة ٢٠١٧, Rule8.2, The Takeover cod, ٢٠١٦. وللتعرف على أصحاب المصالح الجوهرية راجع م/١٨ من القرار ذاته.

١٤٣- م/٣٩ من القرار لسنة ٢٠١٧.

الشركة المستهدفة بالاستحواذ.

إعداد توقعات الأرباح - مع مجلس إدارة الشركة المستهدفة - بعناية وحرص، مع الاستعانة بالمستشارين المهنيين المتخصصين عند الحاجة وتوضيح الافتراضات التي تم بناء توقع الأرباح عليها في أي مستند موجه لمالكي الأوراق المالية بشأن العرض.^(١٤٤)

الإفصاح فوراً للهيئة والسوق عن أي تغيير في معلومات متعلقة بالعرض سبق نشرها، ونتيجة التسوية النهائية للعرض.^(١٤٥)

٢- إفصاح الجهة المستهدفة بالاستحواذ؛ وهي تلتزم بما يلي:

في حالة وجود معلومات عن أطراف أو جهات لهم مصالح جوهرية أو متعارضة فيما يخص عملية الاستحواذ، وجب على الجهة التي لديها تلك المعلومات إبلاغ الهيئة فوراً بتلك المعلومات، وإلا فإنها ستكون مسؤولة بالتضامن مع الجهات ذات المصالح الجوهرية أو المتعارضة في تعويض الأطراف المتضررة عما لحق بها من أضرار.^(١٤٦)

إبلاغ مقدم العرض - جهة الاستحواذ - عن جميع الأوراق المالية فيها، وأي تحديث فيها خلال فترة سريان العرض.^(١٤٧)

إبلاغ مقدم العرض - جهة الاستحواذ - خلال فترة العرض بجميع المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية بعد تحديثها، وكذلك تفاصيل الأسهم المصدرة وتفاصيل عن أي حقوق اكتتاب أو أوراق مالية قابلة للتحويل، وكذا أي تخصيص يمكن أن يتم خلال فترة العرض.^(١٤٨)

إعلان مالكي الأوراق المالية - وفقاً للنموذج والمتطلبات الفنية المعتمدة لدى الهيئة - خلال مدة لا تزيد عن ١٤ يوماً من استلام العرض الموافق عليه من قبل الهيئة بمشروعي العرض ومستنده، توصية مجلس إدارتها بشأن العرض وأسباب التوصية، نسخة مكتوبة من توصية المستشارين المشاركين في عملية الاستحواذ.^(١٤٩)

ومما يُلاحظ على نص المادة ١٩- أولاً من القرار أن المشرع أوجب في الفقرة ١٢ أنه عند وجود أطراف ذات علاقة بعملية الاستحواذ، الإفصاح للمساهمين عن مصالح تلك الأطراف في الاستحواذ قبل إتمامه، إلا أنه لم يبين من هو الملتزم بهذا الإفصاح فهل قصد بعدم التحديد أن يكون هذا الالتزام عاماً على جميع الأشخاص المعنيين بعملية الاستحواذ؟ نعتقد ذلك؛ لأنه لو

١٤٤- م/٤١ من القرار ١٨ لسنة ٢٠١٧.

١٤٥- م/٤٣ من القرار ١٨ لسنة ٢٠١٧.

١٤٦- م/١٩ - أولاً- م/٤ من القرار ١٨ لسنة ٢٠١٧.

١٤٧- م/١٩ - أولاً- م/٦ من القرار ١٨ لسنة ٢٠١٧.

١٤٨- م/١٩ - سادساً من القرار ١٨/ر. م لسنة ٢٠١٧.

١٤٩- م/٣١ من القرار ١٨ لسنة ٢٠١٧، ويقرر المشرع الإنكليزي في القاعدة ٨،٢ من المدونة مدة ١٠ أيام عمل.

أراد التخصيص لكان حدد الشخص المتلزم بذلك صراحة، وكذا الحال بالنسبة للفقرة ٢ - بند رابعاً من المادة ذاتها الذي يلزم الإفصاح عن المعلومات المزمع نشرها للمساهمين والجمهور ووفقاً للقواعد المنصوص عليها في هذا القرار.

٣/ إفصاح الأشخاص ذوي المصالح في الأوراق المالية؛ إذ يوجب المشرع الإنكليزي الإفصاح بعد بدء فترة العرض أو لاحقاً بعد الإعلان عن أي تعامل يتعلق بشخص يمتلك أو سيمتلك بشكل مباشر أو غير مباشر ١٪ أو أكثر من أي فئة من فئات الأوراق المالية ذات الصلة بالعرض^(١٥٠)

٤/ إفصاح الأشخاص المطلعين؛ إذ ينبغي على كل شخص مطلع وهم - بالإضافة إلى الجهة المستحوذة والجهة المستهدفة والمجموعة المرتبطة بأي منهما، والأطراف ذات العلاقة بصفته الشخصية أو بأي صفة أخرى - العاملين المطلعين على المعلومات بالجهات المستحوذة والمستهدفة خلال فترة سريان العرض الإفصاح للهيئة والسوق عن أي تعاملات تمت على أسهم الجهتين؛ المستحوذة والمستهدفة قبل جلسة تداول اليوم التالي للتعامل، ويتضمن الإفصاح الكمية والسعر^(١٥١)

لكن على من سيقع الالتزام بالإفصاح فيما لو اتفق أكثر من شخص على تملك أسهم الشركة المستهدفة؟ عالج المشرع الإنكليزي بخلاف المشرع الإماراتي هذه المسألة فقرر اعتبارهم شخصاً واحداً لأغراض القاعدة ٢, ٨ من المدونة والمتعلقة بمتطلبات الإفصاح لقانون الاستحواذ.

ثالثاً- مواعيد الإفصاح

نظم المشرع الإنكليزي الأحكام الخاصة بمواعيد إفصاح أطراف عرض الشراء وذلك على وفق الآتي:

يجب أن يقوم أي من الأشخاص المعنيين بعرض الشراء بالإفصاح عن تعاملاتهم في موعد أقصاه الساعة ١٢ ظهراً في اليوم الذي يلي ١٠ أيام عمل على تقديم العرض أو الإعلان الذي يحدد مقدم العرض.

إذا كان لأحد طرفي العرض تعامل بشأن أوراق مالية ذات صلة بالشركة المستهدفة أو كان مقدم عرض تبادل أوراق مالية قبل منتصف الليل اليوم السابق للموعد النهائي في الفقرة أعلاه.^(١٥٢)

ويظهر من النص المتقدم أن المشرع الإنكليزي تعرض لمواعيد إبداء الأشخاص المعنيين لإفصاحاتهم بشكل أكثر تفصيلاً من المشرع الإماراتي، ففي الوقت الذي عمد فيه المشرع الإنكليزي إلى تحديد الموعد بشكل قاطع وبالساعات ولأكثر من فئة من فئات الأشخاص الملزمين

150- Rule8.3, The Takeover cod, 2016.

١٥١- م/٤٤ من القرار ١٨/ر. م لسنة ٢٠١٧.

152- Rule8.7, The Takeover cod, 2016.

بالإفصاح، نجد أن المشرع الإماراتي أشار إلى مواعيد تقديم الإفصاح بشكل يحتاج إلى إعادة نظر، ففي المادة ١٩-أولاً - ٤ ألزم عند وجود معلومات عن أطراف أو جهات لها مصالح جوهرية أو متعارضة فيما يخص عملية الاستحواذ أن تبلغ الجهة التي لديها هذه المعلومات.

وقد يصطدم هذا التحديد بصعوبات عدة منها: مسألة الإثبات بأن الإفصاح قد تم فور توفر هذه المعلومات لدى الجهة المعنية، وإلا كانت متزامنة في تعويض الأطراف المتضررة، وقد لا تتوفر لدى الجهة القدرة أو الوسيلة على ابلاغ الهيئة فوراً، وقد لا تستطيع الجهة المعنية الإبلاغ فوراً لكونها غير متأكدة من صحة ودقة المعلومات، وفي الفقرة ٦ من المادة ذاتها أوجب على الجهة المستهدفة تبليغ مقدم العرض عن جميع الأوراق المالية فيها خلال فترة سريان العرض، ولكن يقوم التساؤل حول الحالة التي تقوم بها الشركة المستهدفة بالإعلام في آخر يوم مدة العرض أو أن تنتهي هذه المدة دون أن تقوم بالإفصاح، فهل ستترتب مسؤوليتها عن الأضرار؟ وما هو الحكم لو مددت الهيئة مدة سريان العرض.

والرأي ذاته بالنسبة لحالة إفصاح الأشخاص المطلعين في م/٤٤ من القرار التي أوجبت عليهم الإفصاح للهيئة والسوق أيضاً، خلال مدة سريان العرض.

وكنا نأمل من المشرع الإماراتي أن يحدد حد أقصى من مدة سريان العرض ينتهي عنده الحق في تقديم الإفصاح، كأن تكون المدة في جميع الأحوال لا تزيد عن مدة سريان العرض حتى لو قررت الهيئة تمديد المدة الأخيرة.

رابعاً- وسائل الإفصاح

يميز المشرع الإنكليزي في طريقة الإفصاح بين ما يلي:

- الإفصاحات العامة؛ إذ يتم الإفصاح بصورة علنية بموجب نموذج مطبوع (RIS)، يتم تسليمه إلكترونياً بواسطة الشخص المعني أو وكيله.
- الإفصاحات الخاصة؛ وهي الإفصاحات الموجبة إلى الهيئة حصراً، ويلزم أن ترسل إلكترونياً.
- استخدام نماذج الإفصاح المتاحة على موقع الويب الخاص بالهيئة، أو يتم الحصول عليها من الهيئة.

- إفصاحات المصالح المتعارضة؛ فإنه تتبع وسائل الإفصاح المذكورة في (١،٢،٣) أعلاه.^(١٥٢)

أما المشرع الإماراتي؛ فلم يحدد في القرار ١٨/ر. م الوسيلة التي تستخدمها الأشخاص المعنية في الإفصاح، لكن من المؤكد أنه يجب أن يكون مكتوباً، وهذا ما يفهم من مضمون بعض النصوص الواردة في هذا القرار؛ فقد اشترط المشرع الإماراتي أن يتم نشر المعلومات والبيانات المرتبطة

بعرض الشراء، ونشر المستندات لا يُتَوَقَّع حصوله إلا إذا كان مكتوباً، أما وسيلة الإفصاح فتتحقق من خلال الموقع الإلكتروني للسوق، وذلك قياساً على طريقة نشر الإعلان عن نية تقديم العرض الذي أوجب المشرع فيه أن يكون إلكترونياً.

ولإجل رفع كفاءة وجودة الإفصاح والشفافية، والتأكد من عدم إغفال الإفصاح لأيّة معلومات مهمة يتوجب تضمينها في الإفصاح، فقد بادرت هيئة الأوراق المالية والسلع بتوحيد نماذج الإفصاح ب (٢٢) نموذج وقيامها بتوجيه الشركات المدرجة للالتزام بهذه النماذج عند قيام الشركة بنشر الإفصاحات على موقع السوق المالي الإلكتروني.^(١٥٤)

إلا أن هذه النماذج لم يكن من بينها سوى نموذجين فقط خاصين بعملية الاستحواذ؛ الأول (نموذج الاتفاق على صفقة استحواذ) والثاني (الإفصاح عن أسماء المطلعين بالشركة)، ولذا فإننا نرجو من الهيئة أن تسعى إلى تنظيم وسائل إفصاح جميع الأشخاص المعنيين بالاستحواذ لإعلام الهيئة والسوق والجهات والأشخاص الأخرى على وفق التنظيم الذي اعتمده المشرع الإنكليزي.

الخاتمة

آثرنا ونحن ننتهي من دراسة النظام القانوني لإنشاء العرض العام للشراء بقصد الاستحواذ أن نقدم ما يلي من النتائج والتوصيات:

أولاً- النتائج

- العرض العام للشراء بقصد الاستحواذ هو إيجاب يتوجه به مقدم العرض - الشركة المستحوذة - إلى عدد غير معلوم من المساهمين يصعب الوصول إلى كل واحد منهم بوصفهم المالكين للأسهم التي يتعلق بها العرض.
- ثمة عناصر لا بد من توافرها لإنشاء العرض العام للشراء؛ إذ لا بد من وجود إرادة الالتزام لدى مقدم العرض واتجاهها نحو إحداث الأثر القانوني وهو شراء أسهم الشركة المستهدفة بقصد تملكها، ولا بد أيضاً من الإعلان عن هذه الإرادة بعد التوصل إلى اتفاق بشأن تعيين المبيع (الأسهم) وتحديد ثمن الشراء، كما يجب أن تلتزم هذه الإرادة بالبقاء على إيجابها لفترة زمنية محددة وإلى أن يصدر مالكي الأسهم المتعلقة بالعرض قبولهم.
- يتفق موقف كل من المشرعين الإماراتي والإنكليزي من حيث:
- إقرار الحق لمالكي الأوراق المالية في الشركة المستهدفة في الرجوع عن قبولهم - مع اختلاف المدد التي يتقرر لهم فيه ذلك الحق -.

- الشروط الواجب توفرها في الأوراق المالية محل العرض العام للشراء.
- الأثر المترتب على إبداء مقدم العرض نيته في الاستحواذ؛ إذ يحظر بيع الأوراق المالية للشركة المستهدفة وتداولها.
- تضمّن مستند العرض عبارة (وجوب الرجوع إلى مستشار مالي مستقل مرخص عند وجود شك حول العرض).
- لم يحدد المشرع الإماراتي المدة التي يتوجب فيها على مقدم العرض طلب الاستحواذ على أسهم الأقلية.
- لم يقرر المشرع الإماراتي وجوب الإعلان عن عرض الشراء في الصحف اليومية واسعة الانتشار في الدولة.
- أوجب المشرع الإنكليزي بخلاف المشرع الإماراتي أن يتضمّن مستند العرض؛ تفاصيل عنوان موقع الويب الذي من خلاله يتم نشر حسابات مقدم العرض.
- لم يعالج المشرع الإماراتي مسألة حق مقدم العرض بتقديم عرض جديد عند سحب عرض الشراء في حالة الاستحواذ الإلزامي.
- حصر المشرع نطاق الحق في تعديل العرض الأصلي في حالات محددة على سبيل الحصر، ومن شأن ذلك أن يقيد حق الجهة المستحوذة في تعديل العرض.

ثانياً- التوصيات

- بسبب خلو مضمون القرار ١٨/ر.م لسنة ٢٠١٧ في شأن قواعد الاستحواذ والاندماج للشركات المساهمة العامة من بيان الأهداف، فإننا نوصي بإضافة نص قانوني يتضمّن تحديداً للأهداف هذا القرار تتعلق بإرساء مبدأ الإفصاح والشفافية ومراعاة المساواة وتكافؤ الفرص بين مالكي الأوراق المالية محل عرض الشراء، وفيما بين الأشخاص المعنيين بالعرض ومراعاة مصالح الجهة المستهدفة، وعدم المساس بأعمالها ومباشرة أنشطتها وحظر التلاعب في أسعار أسهم الشركة المستهدفة بالعرض.
- تخصيص فصل خاص تحت عنوان «التزامات الأشخاص المعنية بالعرض خلال المرحلة السابقة على تقديم العرض»، وتخصّص فيه مادة للالتزام بالمحافظة على سرية المعلومات، ومادة أخرى للالتزامات الأشخاص المعنية والجزاء المترتب على مخالفتها.
- إضافة نص يقضي بحق مقدم العرض عند سحب عرض الاستحواذ الإلزامي بتقديم عرض جديد خلال مدة معينة من تأريخ السحب أو العدول.

- من أجل مواكبة التطورات التكنولوجية والإفادة من مزايا النشر الإلكتروني؛ ومنها سهولة تحديث المعلومات وتمكين مالكي الأوراق المالية وكل ذي مصلحة من الاطلاع على معلومات مستند العرض المنشورة في وقت واحد، وزيادة في التوثيق، وترسيخ الثقة في نفوس مالكي الأوراق المالية محل عرض الشراء تجاه التقارير والحسابات المدققة والوثائق؛ فإننا نرجو من المشرع الإماراتي أن يضيف إلى متطلبات مستند العرض بياناً يتضمّن نشر الحسابات الموحدة والنتائج السنوية ووالتقارير المالية نصف السنوي أو المعلومات المالية التي تم إدراجها في مستند العرض على الموقع الإلكتروني.
- نوصي المشرع الإماراتي عند إصداره تشريع خاص بالاستحواذ بأن يتم صياغة النص القانوني الخاص بالإعلان عن العرض العام للشراء ومدته على وفق الآتي: «أ. على مقدم العرض نشر إعلان عرض الشراء خلال يومين من تأريخ اعتماده من الهيئة في صحيفتين يوميتين واسعتي الانتشار تصدر أحدهما على الأقل باللغة العربية، ب. يبدأ احتساب مدة سريان عرض الشراء من تأريخ اليوم التالي للنشر، ج. ينبغي ألا تقل مدة سريان عرض الشراء عن خمسة عشر يوماً، ولا تزيد عن ثلاثين يوماً، وللهيئة أن تقرر تمديد هذه المدة إذا دعت الحاجة إلى ذلك».
- نرجو من المشرع الإماراتي تحديد الحالات التي يتم اللجوء فيها إلى المستشارين الماليين المرخصين في جميع المراحل التي يمر بها العرض العام للشراء، لا أن يقتصر ذلك عند وجود الشك حول العرض فقط.
- نوصي المشرع الإماراتي بأن يُضمّن مستند العرض شرط (أن يحكم القانون الوطني العقود المبرمة بين مقدم العرض ومالكي الأوراق المالية في الشركة المستهدفة، نتيجة عرض الشراء والمحكمة المختصة)، إذ في ذلك تلافي مشكلة تنازع القوانين فيما لو شاب هذه العقود أو علاقات مالكي الأوراق المالية في الجهة المستهدفة مع مقدم العرض عنصراً أجنبياً.
- نرجو من المشرع أن يسمح لمقدم العرض بتعديل العرض في أية حالة تتحقق فيها مصلحة المساهمين مالكي الأسهم وبعد موافقة الهيئة وخلال مدة لا تتجاوز مدة سريان العرض الأصلي وأن تكون صيغة النص وفق الآتي: "مع عدم الإخلال بالمادة (١٣ف١) من هذا القرار يجوز للجهة المستحوذة - بعد الحصول على موافقة الهيئة - تعديل شروط إعلان عرض الشراء، وذلك خلال مدة لا تتجاوز اليوم ال (٤٦) من اليوم التالي لتأريخ استلام الشركة المستهدفة بالاستحواذ للعرض على أن يتبع في ذلك الإجراءات المقررة لإعلان العرض الأصلي، شريطة أن يكون التعديل لصالح مالكي الأوراق المالية واستقرار السوق محل عرض الشراء، وأن لا يترتب على نشر التعديل مدّ أجل سريان العرض ما لم تقرر الهيئة خلاف ذلك".

المراجع

القوانين والقرارات

- القانون الاتحادي رقم ٢ لسنة ٢٠١٥ في شأن الشركات التجارية الجديد.
القانون الاتحادي رقم ٦ لسنة ٢٠٠٧ في شأن إنشاء هيئة التأمين.
قانون الشركات الإنكليزي رقم ٤٦ لسنة ٢٠٠٦.
القانون الاتحادي رقم ١٨ لسنة ١٩٩٣ في شأن المعاملات التجارية.
القانون الاتحادي رقم ٥ لسنة ١٩٨٥ في شأن المعاملات المدنية.
قرار رئيس مجلس إدارة الهيئة رقم ١٨ / ر.م لسنة ٢٠١٧ بشأن قواعد الاستحواذ والاندماج للشركات المساهمة العامة.
قرار اداري رقم (٦٢/ر.ت) لسنة ٢٠١٧م في شأن المتطلبات الفنية لنظام الاستحواذ والاندماج.

الكتب

- أحمد عبد الرحمن ملحم، مدى مخالفة الاندماج والسيطرة لأحكام المنافسة التجارية - دراسة تحليلية مقارنة بين القانونين الأمريكي والأوروبي مع الإشارة الى الوضع في الكويت، مجلة الحقوق، السنة ١٩، العدد ٣، جامعة الكويت.
أحمد محمد محرز، الوسيط في القانون التجاري، منشأة المعارف، الإسكندرية، ط٢، ٢٠٠٤.
إلياس ناصيف، الكامل في قانون التجارة، عمليات المصارف، ج٣، عويدات للنشر والطباعة، بيروت، ط٢، ١٩٩٩.
خلدون الحمداني، الآثار القانونية لاندماج الشركات على حقوق الدائنين - دراسة مقارنة، دار الكتب القانونية، دار الكتب القانونية، دار شتات للنشر والبرمجيات، مصر، ٢٠١١.
رشا محمد تيسير حطاب، أحمد قاسم فرح، الشركات التجارية في دولة الامارات العربية المتحدة، جامعة الشارقة، ط١، ٢٠١٧.
سامي عبد الباقي أبو صالح، إساءة استغلال المركز المسيطر في العلاقات التجارية، القانون رقم ٢ لسنة ٢٠٠٥ الخاص بحماية المنافسة ومنع الممارسات الاحتكارية - دراسة تحليلية مقارنة، دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠٠٥.
طاهر شوقي مؤمن، الاستحواذ على الشركة - دراسة نظرية وتطبيقية، دار النهضة العربية، ٢٠٠٩.

عبد الباقي محمد الفكي، اندماج الشركات التجارية في القانون الاماراتي - دراسة مقارنة، مكتبة الجامعة، الشارقة، ط١، ٢٠١٢.

عبد الفضيل محمد أحمد، الشركات التجارية، دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠٠٣.
علي جمال الدين عوض، عمليات البنوك من الوجهة القانونية، دار النهضة العربية، القاهرة، ١٩٨١.

فايز إسماعيل بصبوص، اندماج الشركات المساهمة العامة والآثار القانونية المترتبة عليها، دار الثقافة للنشر والتوزيع، ط١، ٢٠١٠.

لينا يعقوب الفيومي، الآثار القانونية عن دمج الشركات المساهمة، منشورات الحلبي الحقوقية، ط١، ٢٠٠٩.

محمد إبراهيم الدسوقي، الجوانب القانونية في إدارة المفاوضات وإبرام العقود، دار النشر بلا، ١٩٩٥.

نعيم مغفب، السرية المصرفية، دراسة في القانون المقارن (بلجيكا، لوكسمبورغ، فرنسا، سويسرا، لبنان)، دار النشر بلا، ١٩٩٦.

نهاد أحمد إبراهيم السيد، الاستحواذ على الشركات التجارية، دار النهضة العربية، مصر - الامارات، ٢٠١٨.

هاني صلاح سرى الدين، الشركات التجارية الخاصة في القانون المصري، دار النهضة العربية، ط٢، ٢٠٠٢.

البحوث

إبراهيم إسماعيل إبراهيم، نوفل رحمن ملغيط الجبوري، المسؤولية القانونية للمستحوذ على الشركة المساهمة (دراسة مقارنة)، مجلة المحقق الحلبي للعلوم القانونية والسياسية، كلية القانون، جامعة بابل، ١٤، السنة ٤، ٢٠١٧، ٧-٦٣.

عبد الفضيل محمد أحمد، العروض العامة للشراء في البورصة، مجلة البحوث القانونية والاقتصادية، كلية الحقوق، جامعة المنصورة، عدد ٤٣، أبريل ٢٠٠٨، ٢-٥٩.

علاء سليمان، حماية أقلية المساهمين في الشركات المغفلة من مخاطر عمليات الاستحواذ، مجلة جامعة الشارقة للعلوم القانونية، مج ١٦، ٢٤، ديسمبر ٢٠١٩، ٤٩٤-٥٢٢.

ياسمين محمود فؤاد، الرقابة على عمليات الاندماج والاستحواذ في قانون حماية المنافسة وتقويم تأثيرها على هيكل السوق ومناخ الاستثمار، مجلة كلية الاقتصاد والعلوم السياسية، كلية الاقتصاد والعلوم السياسية، جامعة القاهرة، مج ١٩، ٢٤، أبريل ٢٠١٨، ٧-٤٢.

الرسائل العلمية

د. حسام الدين محمد عبد العاطي، النظام القانوني لاندماج المصارف، أطروحة دكتوراه، كلية الحقوق، جامعة بنها، ٢٠١١.

المصادر الالكترونية

Ayush Verma, What are the types of disclosure obligations under the takeover code? (2020)<<https://blog.ipleaders.in/types-disclosure-takeover-obligations-code-31/5/2021>.

مقال «الأوراق المالية» تعتمد ٢٢ نموذجاً موحداً لإفصاحات الشركات، صحيفة الخليج، alkhaleej.ae (٢٠٢٠).

overview_ar.pdf (unctad.org<__ (٢٠٢٠/٢٠٢١/٥/١٦
عن الاونكتاد، ٢٠٢١/٥/١٢.

نبيل حشاد، دمج واستحواذ البنوك في مصر: الفرص والمخاطر manshurat.org (٢٠٠٢)
٢٠٢١/٤/١.

مقال ٦ أهداف رئيسية وراء عمليات الاستحواذ والاندماج الحكومية، alroeya.com <
(٢٠٢٠) ٢٠٢١/٤/٧.

الرقابة على عمليات الاندماج والاستحواذ في قانون حماية المنافسة وتقييم تأثيرها على هيكل السوق ومناخ الاستثمار، ٢٠٢١/٤/١٧. <<https://jlaw.journals.ekb.eg> (٢٠١٨).

المصادر الأجنبية

Bebchuk Lucian, the Case Against Board Veto in corporate Takeovers, (University of Chicago Law Review 69 July).

Chiplin & Wright, The Logic of Mergers, (Institute of Economic Affairs London, 1987).

Donald M. DePamphilis, Mergers, Acquisitions, and Other Restructuring Activities, An Integrated Approach to Process, Tools, Cases, and Solutions, (9TH edition).

Gwaya Ondieki Joash, Mungai John Njangiru, The Effect of Mergers and Acquisitions on Financial Performance of Banks -A Survey of Commercial Banks in Kenya- (International Journal of Innovative Research Development, July, 2015).

- H. Kent Baker, Halil Kiymaz, The Art of capital Restructuring Greating shareholder Value through Merger and Acquisitions, (John Wiley& Sone, Inc, Hoboken, New Jerssy, Canada, 2011).
- Marina Marty nova&Luc Renne boog, Takeover Regulation, The Art of Capital Restructuring: Greating Shareholder, Value Through Mergers and Acquisitions (by H. Kent Baker& Halil Kiymaz, 2011).
- Patrick A. Gaughan, Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings, (Wiley Finance Series, John Wiley& Sons, Inc. Hoboken, New Jersey, Canada, 7 editions, 2015).
- Paul Pignataro, Mergers, Acquisitions, Divestitures, and Other Restructurings, A Practical Guide to Investment Banking and Private Equity, (Wiley Finance Series, John Wiley& Sons, Inc. Hoboken, New Jersey, Canada, 2015).
- Philip Hickey, Akshay Manoj Kumar, Impacts of Mergers & Acquisitions on Performance of Banking in Hong Kong, Master of Business Administration, (Dublin Business School, January 2019).
- Reuters Glossary, International, Economic& Financial Terms, (Longment 1989).
- Robert DeYoung, Determinants of Cost Efficiencies in Bank Mergers, Office of the Comptroller of the Currency, (Economic & Policy Analysis, Working Paper) 93-01.
- RYM AYADI &GEORGES PUJALS, BANKING CONSOLIDATION IN THE EU, OVERVIEW AND PROSPECTS, CEPS RESEARCH REPORT AND FINANCE IN BANKING, (NO. 34, APRIL 2004).
- SHAIENDRA (SHAIL) PANDIT, Takeover Strategies, The Art of capital Restructuring Greating shareholder Value through Merger and Acquisitions, (John Wiley& Sone, Inc, Hoboken, New Jerssy, Canada, 2011).
- Steven J. Pilloff, Anthony M. Santomero, The Value Effects of Bank Mergers and Acquisitions, The Working Paper Series is made possible by a generous grant from the Alfred P. Sloan Foundation, (THE WHARTON FINANCIAL INSTITUTIONS CENTER, October 29, 1996).
- William A. Grimm, Negotiation Process, Bargaining Area, and Contingent Payments, The Art of Capital Restructuring: Greating Shareholder, Value Through Mergers and Acquisitions (by H. Kent Baker& Halil Kiymaz, Chapter 14, 2011).