

المصالح المتعارضة في الاستحواذ على الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية.
Conflicting interests in acquiring companies listed on the stock market.

بحث مقدم من قبل

م. د. جلال حسن حنتوش الإلكتروني / jalal.h@uokerbala.edu.iq

جامعة كربلاء / كلية القانون

الخلاصة.

تُعد عمليات الاستحواذ على الشركات التي تم أدرجها في سوق الأوراق المالية من أهم الفترات الحرجة التي تمر بها الشركة طوال حياتها، إذ أهتمت الكثير من القوانين بعمليات الاستحواذ على الشركات المدرجة في السوق، وذلك لكثرة المتدخلين في عمليات الاستحواذ من مقدم العرض والشركة المستهدفة والمستشارون المستقلون وغيرهم، ولضمان تحقيق مصلحة الشركة والمساواة بين المساهمين في الشركة المستهدفة فضلاً عن الشفافية والإفصاح ومنع التعارض في المصالح، فهذه الأشخاص على اختلاف صفاتهم تتفاوت مصالحهم من جراء أتمام عملية الاستحواذ، فتظهر المواقف التي تتعارض فيها المصالح بين هؤلاء الأشخاص. ولكي نستطيع الوقوف بشكل كامل على هذه المواقف المختلفة لتعارض المصالح، فإنَّ هذا الأمر يستوجب بيان مفهوم عملية الاستحواذ بصورة عامة، ثم بيان الحالات التي تتعارض فيها المصالح الناشئ عن عمليات الاستحواذ على الشركات المدرجة في السوق، لذا ومن خلال ما تقدم سنوزع هذا المبحث على مطلبين، في الأول، نخصه لبيان مفهوم الاستحواذ على الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية، أمَّا الثاني، فسنبين فيه حالات تعارض المصالح الناشئ عن عمليات الاستحواذ على الشركات التي تم أدرجها في السوق الخاص بالأوراق المالية. الكلمات المفتاحية: الاستحواذ، المصالح المتعارضة، الشركات المدرجة، المستشارون المرتبطون، سوق الأوراق المالية.

Abstract.

The acquisitions of companies listed in the stock market are one of the most critical periods that the company goes through throughout its life, as many laws are concerned with the acquisitions of companies listed in the market, due to the large number of those involved in the acquisitions operations from the offer or, the target company, independent advisors and others, Achieving and equality between, as well as transparency and disclosure and preventing conflict of interests. These people, regardless of their characteristics, have different interests completion acquisition process, so situations appear in which interests conflict between these persons The fully understand these different situations of conflict of interest, this matter requires a statement of the concept of the acquisition process in general, and then a statement conflict of interests arising from the acquisitions of companies listed in the market, so we will divide this topic into two demands, we will address in the first, the concept of acquiring companies listed in the stock market. As for the second, we will explain cases of conflict of interest acquisitions listed in the stock market.

key words: Acquisition, conflicting interests, listed companies, associated advisors, stock market.

المقدمة .**أولا / التعريف بموضوع البحث :**

يمكن القول أن الاستحواذ هو سيطرة شركة على أخرى سيطرة مالية وسيطرة إدارية ، وذلك من خلال السيطرة على مصدر القرار من خلال شراء غالبية الأسهم التي تمثل رأس المال في الشركة، وبالتالي يمكن للشركة المسيطرة مالياً وإدارياً اتخاذ كافة القرارات بدون العودة إلى المساهمين الأصليين في الشركة المستحوذ عليها ، ويطلق على هذه العملية بالاستحواذ وغالباً ما تتم من خلال طريقتين ، الأولى هو عرض يقدم من الشركة الراغبة بالاستحواذ يتضمن شراء كل أو أغلب الأسهم إلى الشركة التي تريد أن تستحوذ عليها بالاتفاق بين الطرفين، وهذا ما يعرف عادة بـ Acquisition ، والثانية تعرف بالاستيلاء والذي يكون من خلال شراء الشركة المستحوذ لأغلبية الأسهم التي تعود للشركة التي تريد أن تستحوذ عليها دون إرادة الشركة المُستحوذ عليها، وهذا ما يعرف (Takeover)، لذا فإن عملية الاستحواذ هي شراء شركة لأكثر عدد ممكن من الأسهم التي تعود لشركة أخرى لغرض السيطرة الإدارية والمالية على هذه الشركة ، وغالباً ما يكون الاستحواذ عن طريق الاتفاق من خلال عروض الشراء أو من خلال الاستيلاء بدون إرادة الشركة المستحوذ عليها .

ثانيا / أهمية الموضوع:

يمكن القول ان أهمية الموضوع تكمن في ان الشركات بمختلف أحجامها وأنشطتها تعتمد على فكرة الاستحواذ على الرغم من وجود المصالح المتعارضة فيه، لقيامها على أسباب مشروعة ومفيدة للشركة وللمجتمع بشكل عام، ومنها :

1- تخفيف تكاليف الإنتاج والخدمات.

تلجأ الكثير من الشركات الكبيرة نسبياً إلى الاستحواذ على الشركات التي ربما تزيد من إنتاجيتها أو تساعد في مرحلة من مراحل الإنتاج.

2- تحقيق الأمان والخدمات .

ان الشركات عامة والشركات الكبرى خاصة لا ترغب أن تعتمد على خدمات خارجية في أغلب الأحيان، لأن هذه الخدمات قد تعطلهم عن العمل إن حدث لها اي عطل، فمثلاً شركة Alibaba الصينية العملاقة في نظام التجارة الإلكترونية تتحرك بنفس المبدأ، لهذا قامت بالاستثمار في شركات خدمات نقل الأموال أونلاين وعن طريق الهاتف، حتى توفر عوامل الأمان لكل عملائها وتحمي معلوماتهم الشخصية بنفسها.

ثالثا / اهدف الموضوع.

يهدف البحث إلى بيان المصالح المتعارضة في عمليات الاستحواذ على الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية فعلى الرغم من ظهورها في القوانين والتشريعات الغربية منذ ما يزيد على نصف قرن من الزمان، فإن التشريعات العربية لم تعرفه إلا من فترة قصيرة؛ فعلى سبيل المثال لم يتناولها المشرع المصري- وعلى استحياء- إلا من خلال قانون سوق رأس المال رقم 95 لسنة 1992 حتى ظهر بشيء من التفصيل بقرار وزير الاستثمار رقم 12 لسنة 2007 بموجب الباب الثاني عشر من اللائحة التنفيذية لهذا القانون ، ولم يتناول المشرع العراقي هذا الموضوع ومن ثم يمكن القول إن الفقه العربي لم يول عمليات الاستحواذ وبيان المصالح المتعارضة اهتماماً إلا في السنوات الأخيرة، وذلك كله بسبب حداثة الموضوع وقلة الدراسات المتناولة لهذا الموضوع.

رابعا / منهجية البحث .

ارتأينا في هذا البحث اتباع المنهج التحليلي في إيضاح المصالح المتعارضة الناشئة من عمليات الاستحواذ على الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية، وكذلك فهم النصوص القانونية التي تتعرض لتنظيمها، فضلاً عن تحليل النصوص واستقراء ما ورد فيها في القانون ، كما اتبعنا الأسلوب المقارن بين أنظمة القوانين العربية وبين القوانين العراقية والقانون الفرنسي ولتعميم الفائدة حاولنا قدر الاجتهاد إبراز الجانب التطبيقي لموضوع الدراسة من خلال تناول بعض التطبيقات القضائية في كل من القضاء الفرنسي والعراقي .

خامسا/ خطة البحث.

ارتأينا أن نتناول هذا الموضوع من خلال تقسيم هذا البحث على مطلبين ، الأول لبيان مفهوم الاستحواذ على الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية، عبر تقسيمه على فرعين ، الأول للتعريف بالاستحواذ على الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية، والثاني لبيان أحكام الاستحواذ على الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية، أما المطلب الثاني ، فخصصناه لبيان المصالح المتعارضة الناشئ من الاستحواذ على الشركات المدرجة في السوق ، من خلال تقسيمه على فرعين ، الأول لبيان الاستحواذ عن طريق عروض الشراء هو اتفاق بين مصالح متعارضة ، والثاني نتناول فيه تعارض المصالح الناشئ من تدخل المستشارون المرتبطون.

سادسا/ فهرس البحث .

المطلب الأول	مفهوم الاستحواذ على الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية
الفرع الأول	التعريف بالاستحواذ على الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية
الفرع الثاني	أحكام الاستحواذ على الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية
المطلب الثاني	المصالح المتعارضة الناشئ من الاستحواذ على الشركات المدرجة في السوق
الفرع الأول	الاستحواذ عن طريق عروض الشراء هو اتفاق بين مصالح متعارضة
الفرع الثاني	تعارض المصالح الناشئ من تدخل المستشارون المرتبطون

المطلب الأول/ مفهوم الاستحواذ على الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية.

أن الاستحواذ يعد خطوة أولية نحو عملية اندماج محتملة⁽¹⁾ ، حيث تقوم إحدى الشركات بالسيطرة على إدارة شركة أخرى عن طريق الاستحواذ على أسهم كبيرة من أسهمها تمهيداً لدمجها كلياً في الشركة المستحوذ ، فالمستحوذ على الشركة المساهمة بأكثرية الأسهم يسيطر على قرارات الشركة ويتحكم في رسم سياستها بما يمتلكه من أغلبية الأصوات داخل الجمعية العامة لهذه الشركة المستحوذ عليها ، وبالتالي فإن المستحوذ له التحكم في توجيه موارد الشركة المستحوذ عليها ، لذا فإن أهم ما يتميز به الاستحواذ على الشركة المساهمة هو السيطرة على الشركة المستحوذ عليها . ومن أجل بيان المواقف التي تتعارض فيها المصالح الناشئ عن أتمام عملية الاستحواذ ، لا بد من فهم لكيفية جريان عملية الاستحواذ ، لذا سنتناول بيان مفهوم الاستحواذ على الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية دون التطرق إلى التفاصيل بل سنركز على بيان أحكام عروض الشراء بالقدر الكافي لفهم الحالات الناشئة عن تعارض المصالح⁽²⁾ ، لذا نتناول مفهوم الاستحواذ من خلال الفروع الآتية :

الفرع الأول / التعريف بالاستحواذ على الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية.

النسبة لموقف التشريعات من تعريف الاستحواذ ، فإنّ المشرع المصري لم يعرف مصطلح الاستحواذ على الشركات ، إلا أنه تناوله كوسيلة تلجأ لها الشركات لفرض سيطرتها على شركات أخرى وجعلها تابعة لها من خلال الاستحواذ على رأس مالها الذي يمكنها من اتخاذ القرارات في مجلس إدارتها . إما بالنسبة للتشريع الفرنسي فقد عرف الشركة التي تقوم بعملية الاستحواذ في المادة (355) من قانون الشركات التي جاء فيها (كل شركة تحوز بطريقة مباشرة أو غير مباشرة جزء من رأس مال شركة أخرى بحيث يخولها أغلبية الأصوات في الهيئة العامة لهذه الشركة)⁽³⁾ ، إما بالنسبة للمشرع الكويتي ، فقد أشار إلى الاستحواذ على أنه (العرض أو المحاولة أو الطلب لتملك : 1 - جميع اسهم شركة مدرجة أو جميع الأسهم الخاصة بأي فئة أو فئات ضمن شركة مدرجة ، وذلك بخلاف الأسهم التي يملكها مقدم العرض أو الأطراف التابعة له أو المتحالفة معه في تاريخ تقديم العرض. 2 - جميع الأسهم المتبقية في الشركة محل العرض ، والتي يتم طلب شرائها من جميع حملة الأسهم الآخرين في تلك الشركة ، نتيجة حيازة مقدم العرض والأطراف التابعة له والمتحالفة معه لنسبة اغلبيه في الشركة تمكنه من السيطرة على مجلس الإدارة)⁽⁴⁾ . إمّا بالنسبة للمشرع العراقي ، فلم يُقَم بتعريف الاستحواذ ، بل أنه لم يقم بتنظيم

الاستحواذ في نصوص قانونية خاصة ، ولكن أشار إليه في بعض النصوص القانونية ، وعلى سبيل المثال ، نصت تعليمات الإفصاح في سوق العراق للأوراق المالية أنه (إذا كانت الشركة المدرجة تمتلك أكثر من 5 % من رأسمال شركة أخرى فيجب إصدار البيانات المالية السنوية بشكل موحد إضافة إلى البيانات الخاصة بالشركة)⁽⁵⁾ ، فهذه أشاره واضحة إلى أن تملك الشركة المدرجة لأكثر من (5%) من رأسمال شركة أخرى مستهدفة يوجب على الأولى بيان البيانات المالية وبشكل موحد للبيانات الخاصة بالشركة المستهدفة . كما أن قانون المصارف رقم (94) لسنة (2004) قد تناول في المادة (22) منه إلى اكتساب حيازة مؤهلة بمعنى الاستحواذ حيث نص المشرع على (1- أي شخص يعتزم اكتساب حيازة مؤهلة في مصرف بطريقة مباشرة أو غير مباشرة)، حيث أن المشرع العراقي قد صاغ هذا النص صياغة هشة وغير واضحة فخلف تساؤلات عدة أبرزها ما هو المراد بالحيازة المؤهلة، حيث أن الحيازة لا تقبل إثبات الملكية إلا بشروط⁽⁶⁾ . كما أن السؤال المطروح هنا ما هو المقصود بمصطلح المؤهلة هل يقصد بها السيطرة على الإدارة أم شيء آخر؟ المتأمل في نص المادة (1) من القانون السالف الذكر يتبين أن المراد باكتساب حيازة مؤهلة هو الاستحواذ بقصد السيطرة، حيث نصت (تعني عبارة (حيازة مؤهلة) حيازة مباشرة أو غير مباشرة يقوم بها شخص يعمل بشكل منفرد أو مجموعة من الأشخاص أو بصورة تضافر مع شخص أو أشخاص آخرين في مشروع تمثل 10% أو أكثر من رأس المال أو حق التصويت أو تسمح ممارسة نفوذها على إدارة المشروع الذي تقع عليه الحيازة وحسب ما يقرره البنك المركزي العراقي) .

وحسب ما يتبين لنا من قراءة النص أن المراد باكتساب حيازة مؤهلة هو امتلاك رأس المال بقصد السيطرة على الإدارة ، أي تملك جزء من أسهم الشركة التي تمكن المستحوذ من السيطرة على المشروع المستحوذ عليه ، لان ما ورد في المادة أعلاه عبارة (تسمح أو تتيح ممارسة نفوذها على إدارة المشروع الذي تقع عليه الحيازة) يعني السيطرة على المفاصل الأساسية للمشروع الذي يقع عليه الاستحواذ الذي يتم من خلال شخص واحد يقوم منفرداً أو بالتعاون مع أشخاص آخرين ، وسواء كانت الحيازة بصورة مباشرة أم غير مباشرة⁽⁷⁾، وسواء كان المستحوذ من الأشخاص الطبيعية أم من الأشخاص المعنوية . كما أن قانون المصارف العراقي عرف السيطرة أيضاً في المادة (1) التي نصت (السيطرة : تعتبر موجودة لتحكم شركة أخرى إذا كان الشخص :-

أ – يمتلك أو يسيطر بشكل مباشر أو غير مباشر أو من خلال شخص واحد أو أكثر أو له قوة تصويت 25% أو أكثر من حصص التصويت للشركة .

ب – يتمتع بصلاحيات غالبية المدراء للشركة .

ج – يمارس سيطرة مؤثرة وكما يحددها البنك المركزي العراقي .)

أمّا قانون الشركات العراقي فلم يُعرف الاستحواذ على الرغم من أنه أجاز الاستحواذ على الشركات المساهمة بشكل مباشر بتعليقه للمادة (32) الفقرة (أولاً وثانياً) التي حددت نسبة مساهمة الشخص الطبيعي والمعنوي من القطاع الخاص في رأس مال الشركات المساهمة العراقية ، حيث أصبح بإمكان أي شخص عدا شركة الاستثمار المالي تحقيق الاستحواذ والسيطرة على الشركات المساهمة سواء كانت خاصة أم مختلطة ، كما انه جاء بذكر مالكي أغلبية الأسهم والمسيطرين على شؤونها فعلياً أي المستحوذين في المادة (1) الذي نصت (يهدف هذا القانون إلى :-

3- حماية حاملي الأسهم من تضارب المصالح ومن سوء تصرف مسؤولي الشركة ومالكي أغلبية الأسهم فيها والمسيطرين على شؤونها فعلياً) .

إمّا بالنسبة لتعريف الاستحواذ من الناحية الفقهية ، فإنه لم يتم الاتفاق على تعريف موحد للاستحواذ على الشركات ، حيث لم ينتهجوا أسلوباً موحداً في تعريف الاستحواذ ، فقد ذهب رأي إلى تعريف الاستحواذ بأنه (هو حصول أحد الشركات على كُُل أو أغلب الأسهم العادية لشركة أخرى (التي تمتلك حق التصويت) أو إذا تمكنت الشركة المستحوذة من حيازة نسبة من الأسهم لشركة أخرى تمكنها من السيطرة المالية والإدارية على نشاطها ، فتصبح الشركة المستحوذة بمثابة الشركة القابضة وتصبح الشركة الأخرى

المراد الاستحواذ عليها شركة تابعة ، دون زوال الصفة القانونية لأحد الشركتين⁽⁸⁾ . كما عرف الاستحواذ بأنه (عملية شراء تقوم بها الشركة تسمى الشركة العارضة (Bidding company) لنسبة معينة غير ضئيلة من أسهم شركة أخرى تسمى الشركة المستهدفة (Targeted company) بناءً على اتفاق بين الشركتين يقوم على أساس العرض الذي تقدمه الشركة العارضة⁽⁹⁾ . أمّا البعض الآخر فقد توسع في تعريف الاستحواذ ليشمل سيطرة الأشخاص سواء كانوا طبيعيين أم معنويين على الشركة المساهمة ، حيث عرف الاستحواذ وفقاً لهذا الاتجاه الفقهي بأنه (قيام أي شركة أو شخص طبيعي بشراء أسهم الشركة المتعثره كلياً أو جزئياً مقابل بدل يتم الاتفاق عليه بينهما)⁽¹⁰⁾ ، وعرف أيضاً وفقاً لهذا الاتجاه بأنه (السيطرة والتحكم في ادارة الشركة المستحوذ عليها لتحقيق الحق في التصرف بشؤونها من خلال عروض الشراء المقررة في مجال الشركات)⁽¹¹⁾ .

الفرع الثاني / أحكام الاستحواذ على الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية .

تجري عملية الاستحواذ على الشركات المساهمة المستهدفة المدرجة في سوق الأوراق المالية المنظمة بشراء أوراقها المالية من داخل هذه السوق وفق إجراءات محددة لذلك ، و تتمثل بصورة عامة في إجراءين رئيسيين ، الأجراء الأول ، يتمثل في العرض العام للاستحواذ الذي يتقدم به طالب الاستحواذ على الشركة المساهمة المستهدفة إلى المساهمين فيها ، أمّا الأجراء الثاني، فيتمثل بقبول المساهمين في الشركة المستهدفة لعرض الاستحواذ المقدم لهم . فبالنسبة للإجراء الأول وهو تقديم عروض الاستحواذ والذي يُقدّم به طالب الاستحواذ على الشركة المساهمة المستهدفة إلى المساهمين فيها ، فيُقصد به قيام الراغب بالاستحواذ (مقدم العرض) بالإعلان عن رغبته إلى المساهمين في الشركة المستهدفة بشراء أوراقهم المالية بسعر محدد نقداً أو مبادلتها بأوراق مالية أخرى أو بعرض مختلط أو تخيري⁽¹²⁾ ، ضمن مدة محددة ، أي أنّ هذا العرض يعتبر بمثابة أيجاب موجه إلى المساهمين في الشركة المستهدفة ، و يجب أنّ يتضمّن هذا العرض كافة المعلومات التي تُمكن مالكي الأوراق المالية العائدة للشركة المستهدفة من تكوين رأي واتخاذ القرار المناسب بالموافقة أو الرفض على هذا العرض المقدم لهم . وقد حددت التشريعات المنظمة لإجراءات الاستحواذ مضمون هذا العرض ، بالنسبة للتشريع المصري فقد وضع تنظيمًا خاصاً إلى إجراءات الاستحواذ على الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية في الباب الثاني عشر من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال رقم (95) لسنة (1992) ، حيث أوجب على مقدم العرض أعداد طلب لعرض الاستحواذ والذي يجب أنّ يتضمن أهداف مُقدم العرض ، وعدد ومواصفات الأوراق المالية التي يمتلكها مقدم العرض منفرداً أو مجتمعاً مع أشخاص مرتبطين في الشركة المُستهدفة وتاريخ التملك وسعر الشراء أو معادلة المبادلة⁽¹³⁾ ، والأحكام الرئيسية لعرض الشراء ، وطريقة تمويل عملية الاستحواذ⁽¹⁴⁾ ، دراسة لتقييم أسهم الشركة المعنية في حالة عروض الشراء المبادلة أو عروض الشراء المختلطة⁽¹⁵⁾ . أمّا التشريع الفرنسي ، فقد نُظِم إجراءات الاستحواذ بنصوص خاصة في لائحة هيئة سوق الأوراق المالية (AMF) حيث أشتراط على مقدم عرض الاستحواذ عند تقديم طلبه إلى لجنة (AMF) أنّ يتضمن أهداف ونوايا مقدم العرض ، وعدد ومواصفات الأوراق التي يمتلكها مقدم العرض ، وعدد الأوراق المالية المراد شرائها ، وسعر الشراء أو معادلة المبادلة ، والأحكام الرئيسية لعرض الاستحواذ⁽¹⁶⁾ ، ويجب أنّ يرفق هذا الطلب بمذكرة المعلومات التي يتم إعدادها من مقدم العرض أو بالتعاون مع الشركة المستهدفة ، ويجب أنّ تتضمن هذه المذكرة البيانات كافة التي تتعلق بمقدم العرض ، وعدد الأوراق المالية المراد شرائها ، وسعر العرض وكيفية تمويل الصفقة وتحديد هوية مقدم العرض والأشخاص الذي يتصرف معهم بناءً على اتفاقات فيما بينهم ، ونوايا مقدم العرض اتجاه العاملين في الشركة فيما إذا كان ينوي الاستغناء عنهم أو خلق وظائف جديدة في الشركة المستهدفة⁽¹⁷⁾ . إمّا بالنسبة للقانون الكويتي ، فقد حددت المادة (72) من قانون رقم (7) لسنة (2010) إجراءات الاستحواذ ، إذ اشترطت المادة (72) ضرورة قيام الشخص الذي يرغب بتقديم عرض استحواذ تقديم نسخة من وثائق العرض مصحوبة بالبيانات والمعلومات الأساسية إلى كل من الهيئة والبورصة ومصدر الأوراق المالية موضوع عرض الاستحواذ ، ويجب أنّ يحصل الشخص مقدم العرض على موافقة الهيئة قبل المضي في

مباشرة إجراءات عرض الاستحواذ ، وللهيئة وخلال مدة (10) أيام إصدار قرارها بقبول أو رفض العرض . إنّما في التشريع العراقي فقد نظم إجراءات الاستحواذ قانون المصارف حيث حددت المادة (2/22) البيانات أو المعلومات الواجب توافرها في عرض الاستحواذ كالآتي :-

1. أسم كل مالك مقترح لحيازة مؤهلة أو مالكة المستفيد النهائي وجنسيته ومكان أقامته الدائم وعملة أو مهنته وشخصين على الأقل يشهدان بسلامة مركزه المالي.
2. تقديم نسخ من أحدث ثلاث ميزانيات عمومية سنوية وحساب الأرباح والخسائر عند انطباق ذلك في حالة كون المقترح للحيازة المؤهلة أو مالكة المستفيد النهائي هيأه اعتبارية.
3. مصدر الأموال التي يستخدمها في عملية الاستحواذ .
4. كافة المعلومات التي تتعلق بالشركة المستهدفة والمساهمين فيها .
5. أحكام وشروط الاستحواذ أو الاكتساب المزمع والطريقة التي سيحدث بها الاستحواذ أو الاكتساب .
6. أي معلومات أخرى يطلبها البنك المركزي العراقي⁽¹⁸⁾ .

أمّا عن موقف القانون المؤقت لسوق الأوراق المالية فإنه لم يتضمّن أي إشارة خاصة بإجراءات الاستحواذ ، على الرغم من إنّ المشرع العراقي سمح بالاستحواذ على الشركات العراقية، وبما إنّ المشرع العراقي لم يضع تنظيمًا خاصًا بإجراءات الاستحواذ في القانون المؤقت لسوق الأوراق المالية ، فإن الإجراءات المتبعة بالاستحواذ على الشركات المساهمة المدرجة في السوق يكون بالرجوع إلى التعليمات الصادرة عن هيئة سوق العراق للأوراق المالية وإلى الإجراءات المتبعة في الشراء بقصد الاستثمار نفسها في الحالات التي لا يوجد فيها تعليمات خاصة بالشراء بقصد الاستحواذ . لذا فمن يسعى إلى الاستحواذ على الشركات المساهمة المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية بإمكانه تحقيق ذلك من خلال الاستحواذ على عدد من الأسهم للشركة المستهدفة التي تمكنه من فرض سيطرته على إدارتها وذلك عن طريق أوامر الشراء⁽¹⁹⁾ ، التي يتقدم بها من خلال وسيط مالي مرخص له بالعمل في سوق العراق للأوراق المالية ليقوم بشراء الأسهم المراد الاستحواذ عليها ، ويجب أن يتضمّن هذا الأمر بالشراء جميع البيانات التي تتعلق بالمشتري والشركة المستهدفة ، وسعر الشراء ، وعدد الأوراق المالية المراد شرائها ، وتاريخ أو مدة الشراء⁽²⁰⁾ ، ويجب أن يكون هذا الأمر باللغتين العربية والإنكليزية إنّ كان مقدم من قبل عميل أجنبي⁽²¹⁾ . ويجب على مقدم عرض الاستحواذ قبل الإعلان عن العرض إلى المساهمين في الشركة المستهدفة الحصول على موافقة الجهة المختصة التي تتولى الرقابة على عروض الاستحواذ ، حيث إنّ أغلب التشريعات من أجل حماية المصلحة العامة للدولة ومصلحة الشركة والمساهمين فيها أخضعت هذه العمليات لرقابة سلطة مختصة تعمل على التحقق من مدى قانونيتها وخلوها من الممارسات الغير مشروعة التي تصاحب عروض الاستحواذ⁽²²⁾ . فبالنسبة للتشريع المصري فقد ألزم مقدم عرض الاستحواذ بإيداع طلب للموافقة على هذا العرض ومذكرة المعلومات لدى الهيئة العامة لسوق المال⁽²³⁾ ، التي تتولى الإشراف على عروض الاستحواذ للحصول على موافقتها بتقديم العرض للمساهمين في الشركة المستهدفة⁽²⁴⁾ ، وعلى الهيئة العامة في سوق المال فحص مشروع العرض في ضوء المعلومات المقدمة في الطلب ومذكرة المعلومات وأن تصدر قرارها بالموافقة أو الرفض خلال يومين من تاريخ إيداع مشروع العرض ومذكرة المعلومات لديها ، ولها أن تطلب ما تراه ضرورياً من الاستيضاحات والضمانات والمعلومات الإضافية لمراجعة مشروع العرض ومذكرة المعلومات⁽²⁵⁾ . أمّا عن التشريع الفرنسي فقد ألزم مقدم العرض بإيداع مشروع عرض الاستحواذ مع مذكرة المعلومات لدى هيئة سوق المال (لجنة AMF)⁽²⁶⁾ ، حيث تقوم لجنة (AMF) بفحص مشروع العرض ومذكرة المعلومات خلال عشرة أيام تداول والإعلان عن قبول العرض من عدمه، فإذا تحققت من مطابقة عرض الاستحواذ إلى القواعد المنظمة له فيما يتعلق بتحديد السعر ومدى احترام قواعد المساواة فيما بين المساهمين ، وتحقيق قواعد الشفافية والمنافسة فيما بين المتعاملين في السوق عندئذ تُعلن قبولها للعرض ، كما يجوز لها أن تطلب ما تراه ضرورياً من الاستيضاحات أو التعديلات لبعض الإجراءات في العرض إذا رأت فيها ما لا يتفق مع القواعد الحاكمة لعروض الاستحواذ وفي هذه الحالة تقف سريان مدة عشرة أيام لحين ورود هذه

الاستيضاحات أو التعديلات⁽²⁷⁾. أمّا بالنسبة للقانون الكويتي ، فقد حددت المادة (72) من القانون رقم (7) لسنة (2010) الجهة المختصة في فحص عرض الاستحواذ وهي هيأة أسواق المال الكويتي ، وللهيئة كما بينا إن تصدر القرار بالقبول أو الرفض خلال (10) أيام من تسلّم الطلب.

وفيّ التشريع العراقي نجد إنّ المشرع في قانون المصارف عند تنظيمه لإجراءات الاستحواذ على المصارف العراقية اشترط على مقدم عرض الاستحواذ الحصول على موافقة البنك المركزي العراقي على العرض ، وذلك بعد إيداع عرضه لدى البنك المركزي العراقي قبل تسعين يوماً على الأقل على صدور الموافقة أو الرفض في ضوء هذه الدراسة⁽²⁸⁾. كما اشترط عندما يكون مقدم عرض الاستحواذ مصرف أجنبي على مصرف محلي عراقي أن يكون مصرفاً أجنبياً خاضعاً لرقابة شاملة وموحدة من قبل السلطة الرقابية في البلد الذي يقع فيه المركز الرئيس للمصرف الأجنبي أو مصرف للتنمية متعدد الأطراف⁽²⁹⁾.

أمّا عن الجهة التي تتولّى الرقابة على عمليات التداول في سوق العراق للأوراق المالية هو مجلس إدارة السوق⁽³⁰⁾ والهيئة العراقية المؤقتة للسندات⁽³¹⁾ ، حيث يتولى مجلس إدارة السوق مراقبة عملية التداول لضمان سلامتها. ولكي ينتج عرض الاستحواذ أثره لا بد من علم مالكي الأوراق المالية المراد شرائها بجميع تفاصيل العرض حتى يستطيعوا تحديد موقفهم بشكل واضح من قبول العرض أو رفضه ، فبالنسبة للتشريع المصري ، فمتى ما قبلت هيأة سوق المال مشروع العرض ومذكرة المعلومات عليها أخطار السوق ليقوم بنشر هذه المعلومات على شاشات العرض ، لغرض الاطلاع عليها من قبل جميع مالكي الأوراق المالية في الشركة المستهدفة⁽³²⁾. وكما يقوم مقدم العرض بنشر عرض الاستحواذ خلال يومين

من تاريخ اعتماده من قبل الهيئة العامة في سوق رأس المال في جريدين يوميتين واسعتي الانتشار وعلى الأقل أحدهما تصدر بالغه العربية⁽³³⁾. أمّا بالنسبة إلى التشريع المصري فقد أوجبّ على مالك الأوراق المالية محل عرض الشراء الراغب في بيعها إلى مقدم العرض إصدار أمر البيع إلى أحد شركات السمسرة خلال مدة العرض وعلى هذه الشركة أدرج هذا الأمر بنظام التداول في سوق الأوراق المالية وفقاً للقواعد المنظمة لذلك⁽³⁴⁾ ، كما أنّ التشريع الفرنسي أوجبّ على مالك الأوراق المالية الراغب في البيع إلى مقدم عرض الاستحواذ توجيه أمر البيع إلى شركة خدمات الاستثمار لتقوم بمباشرة إجراءات البيع وفق الأنظمة المتبعة في سوق الأوراق المالية⁽³⁵⁾. أمّا عن التشريع الفرنسي فيتم إعلام المساهمين بعد أنّ تضع لجنة (AMF) تأشيرها بالموافقة على مشروع العرض ومذكرة المعلومات وتعيدها إلى مقدم العرض ، ومن ثم يقوم مقدم العرض بتسليم نسخة منه إلى الشركة المستهدفة لإعلان المساهمين به⁽³⁶⁾ ، كما يمكن للمساهمين ووسطائهم الاطلاع على عرض الاستحواذ الذي يتم نشره في الموقع الإلكتروني للجنة (AMF)⁽³⁷⁾. إمّا بالنسبة للقانون الكويتي ، فقد ألزمت المادة (3-2-1) من الفصل الثالث

من الكتاب التاسع من اللائحة التنفيذية الكويتية ، مقدم العرض والشركة محل العرض الإعلان إذا توصل الطرفان إلى اتفاق أولي بخصوص عرض الاستحواذ ، أو إذا التزم شخص بتقديم عرض استحواذ إلزامي وفقاً لأحكام القانون وهذه اللائحة ، أو عند إخطار الشركة محل العرض بوجود رغبة جديدة لتقديم عرض غير مشروط ، أو عند موافقة الهيئة على نشر مستند العرض أو إصدار توصية مجلس إدارة الشركة محل العرض بشأن العرض المقدم ، أو عند الانتهاء من فترة التجميع وبيان نسبة الأسهم التي تم تجميعها ، أو عند الانتهاء من تنفيذ كافة إجراءات عملية الاستحواذ أو أي حالات أخرى تقررها الهيئة. إمّا بالنسبة إلى التشريع العراقي ، فإنّه يتم الإعلان عن عروض الاستحواذ إلى المساهمين في الشركة المستهدفة من خلال العرض على شاشات العرض في سوق العراق للأوراق المالية ، حيث يقوم الوسيط بإدخال طلبات الشراء (عروض الاستحواذ) في نظام التداول فور تلقيه التفويض الخاص بها من الشخص الراغب بالاستحواذ ، وان إدخال هذه الطلبات يتم وفق أسبقية تلقي التفويضات الخاصة بالشراء وحسب ما هو موجود في سجل أوامر الوسطاء⁽³⁸⁾. وعند الإعلان عن عروض الاستحواذ هذه على شاشات العرض في سوق العراق للأوراق المالية يستطيع مالكو الأوراق المالية في الشركة المستهدفة الاطلاع على هذه العروض أو يطلع عليها ووسطائهم ، وثم يقوم هذا الوسيط بتبليغ مالكي الأوراق المالية في الشركة

المستهدفة (العميل) بالعرض ، لأنّ من التزامات الوسيط اتجاه مالكي الأوراق المالية المراد الاستحواذ عليها (العميل) هو إبلاغه بكافة المعلومات أو العروض ذات الصلة بالأوراق المالية التي يمتلكها ويجري عليها تعاملاته⁽³⁹⁾ . وعند وصول عرض الاستحواذ إلى علم المساهمين المالكي الأوراق المالية المراد الاستحواذ عليها في الشركة المستهدفة فإنّ لهم كامل الحرية في قبول هذا العرض أو رفضه خلال مدته ، وإذا وافق مالكو الأوراق المالية في الشركة المستهدفة على عرض الاستحواذ فلإتمام هذه العملية فإنّ الأمر يتطلب منهم توجيه أوامر البيع إلى الوسيط الذي يختاره لتنفيذ هذا الأمر ، ومن ثمّ تسوية العمليات الحسابية بين الطرفين مقدم عرض الاستحواذ والمساهمين في الشركة المستهدفة الذين وافقوا على العرض لحصول أطراف العملية على حقوقهم . وهذا ما ذهب إليه تعليمات تداول الأوراق المالية في سوق العراق للأوراق المالية فعلى الراغب في البيع أن يوجه أمرًا كتابيًا إلى الوسيط وفق النموذج المعد لذلك والذي يتضمن أسم البائع وعدد الأوراق المالية والسعر وتاريخ التفويض ووقت ومدة سريانه⁽⁴⁰⁾ ، وعلى الوسيط التأكد من هوية العميل والتثبت من أهليته للتعاقد ، كما يجب على الوسيط التأكد من كفاية رصيد البائع من الأوراق المالية قبل إدخال أوامر البيع بنظام التداول في سوق العراق للأوراق المالية⁽⁴¹⁾ ، ثم يقوم بعد ذلك بإدخال أمر البيع إلى نظام التداول الإلكتروني ، على أن يتم الإدخال وفق أسبقية تلقي الأوامر وفقًا لما هو موجود في سجل أوامر الوسطاء عند تعدد أوامر البيع⁽⁴²⁾ .

المطلب الثاني / المصالح المتعارضة الناشئ من الاستحواذ على الشركات المدرجة في السوق.

بعد قبول الشركة المستهدفة لعرض الاستحواذ والانتهاج من عملية المقاصة والتسوية فيما بين الأطراف ، فإنّ هذا الاتفاق بين الطرفين هو بمثابة اتفاق بين مصالح متعارضة للمتدخلين في عملية الاستحواذ ، فضلاً عن ذلك فإنّ مجلس إدارة الشركة المستهدفة بالعرض يلتزم بأن يأخذ رأي مستشار مالي مستقل حول العرض⁽⁴³⁾ ، وخاصة ما يتعلق بالسعر أو معادلة المبادلة في أحوال محددة أشارت لها المواد (338، 341، 340) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري، والمادة (6-1-3) من الفصل الثالث في الكتاب التاسع من اللائحة التنفيذية الكويتية التي ألزمت الشركة مُقدمة العرض إن كانت مُدرجة في البورصة والشركة محل العرض الحصول على استشارة مُستقلة بشأن هذا العرض من مستشار استثمار وإطلاع المساهمين أو الشركاء في الشركتين على تفاصيل هذه الاستشارة . والعلة من تدخل المستشار المالي المستقل في الحالات المحددة بالمواد أعلاه ، وعدم الاكتفاء برأي مجلس الإدارة ، هو أنّ هذا الأخير لن يكون محايداً ، إذ أنّ مقدم العرض في الشركة التي يديرها المجلس يمتلك (20%) من أجمالي الأسهم ، أو أنّ مقدم العرض هو عضو بمجلس إدارة الشركة المستهدفة بالعرض ، يضاف إلى ذلك أنّ المستشار المالي هو أكثر قدرة أو كفاءة من مجلس الإدارة في حالة ما إذا كان العرض بالمبادلة أو كان العرض مختلطاً أو إذا كانت الأسهم المستهدفة بالعرض أسهمًا نشطة⁽⁴⁴⁾ . من خلال ما تقدم يمكن القول بأنّ حالات تعارض المصالح الناشئ في مجال الاستحواذ على الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية تقع بصورة عامة في حالتين ، الحالة الأولى ، إنّ الاستحواذ عن طريق عروض الشراء هو اتفاق بين مصالح متعارضة ، الحالة الثانية ، تعارض المصالح الناشئ من تدخل المستشار المالي المستقل ، لذا سنتناول ذلك بالتفصيل ، من خلال فرعين مستقلّين.

الفرع الأول / الاستحواذ عن طريق عروض الشراء هو اتفاق بين مصالح متعارضة :

إنّ عروض الشراء سواء أكانت غير عدائية (ودية) أو عدائية (غير ودية)⁽⁴⁵⁾ ، فإنّ تقديم عروض الشراء للاستحواذ على الشركة المساهمة المدرجة في سوق الأوراق المالية ، يعدّ في حد ذاته سبباً لتعارض المصالح ، ويرجع ذلك إلى كثرة المصالح الحاضرة ، وتعدد المصالح الاقتصادية والاستراتيجية والاجتماعية والمالية التي تميز عمليات الاستحواذ عن طريق عروض الشراء التي تسبب تصارعاً بين المصالح طوال فترة أتمام العرض ، إذ تتميز هذه الطريقة بكثرة المتدخلين في العملية ، وبقدر كثرة المتدخلين تكثر المصالح وتتنوع ، ومن ثمّ تتولد المواقف التي تتعارض فيها المصالح ، فمثلاً حرية مقدم العرض في تقديم عرض شراء للاستحواذ على شركة ما تتعارض مع رغبة هذه الشركة في الهروب من المخاطر المرتبطة بعروض الشراء ، أو أنّ مصلحة السوق تقتضي تحقيق المساواة بين المساهمين ، في

حين أن مصلحة مقدم العرض تتجسد في الشراء بأقل سعر من المساهم الذي يرغب في بيع أسهمه عن السعر الذي أشتري به من مساهم آخر . ومن خلال ما تقدّم فإنّ هذه الحالة تشمل المصالح التي يرمي إلى تحقيقها أعضاء مجلس الإدارة من وراء عملية الاستحواذ ، كما تشمل مصالح المساهمين في الشركة المستهدفة ، إذ أنّ تحقيقها يخلق نوعاً من تعارض المصالح فيما بين مصالح المساهمين من ناحية ، ومصلحة الشركة من ناحية أخرى ، لذا سنتناول هاتين الحالتين في فقرتين مستقلتين.

الحالة الأولى : مصالح أعضاء مجلس إدارة الشركة المستهدفة بالاستحواذ:

تتعدّد المصالح التي يرمي إلى تحقيقها أعضاء مجلس إدارة الشركة المستهدفة عند تقديم عرض شراء للاستحواذ على الشركة ، ويأتي على رأس هذه المصالح رغبة أعضاء مجلس الإدارة في الاحتفاظ بمناصبهم على الرغم من تغيير شخص مالك الشركة مع ما يرتبط بذلك من مزايا مادية كرواتب أو مكافآت أو اعتبارات الواجهة الاجتماعية ، وانطلاقاً من هذه المصالح التي يحرص أعضاء مجلس الإدارة في الشركة المستهدفة للحفاظ عليها تنشأ إمكانية التعارض في المصالح فيما بين مصالح أعضاء مجلس الإدارة من ناحية ومصالح المساهمين في الشركة من ناحية أخرى⁽⁴⁶⁾ . ويأتي هذا التعارض في المصالح نتيجة اختلاف الأهداف التي يسعى إلى تحقيقها كل طرف، إذ من المتصور أنّ يكون سعر العرض مجزياً ويرتفع بصورة ملحوظة عن سعر السهم في السوق ، وعندئذ يقبل المساهمون على بيع ما يملكونه من أسهم في إطار عرض الشراء المقدم، ولكن على الرغم من أهمية العرض خصوصاً من الناحية الاقتصادية بالنسبة للمستثمرين ، نجد أعضاء مجلس الإدارة يقاومون هذا العرض لأنه قد اتصل بعلمهم نية المستحوذ الجديد تغيير أعضاء مجلس الإدارة ، وعندئذ يفضل أعضاء المجلس مصالحتهم ويرجعونها على حساب مصلحة الشركة والمساهمين فيها ، وليس العكس فالمفروض على أعضاء مجلس الإدارة ترك مصالحتهم جانباً لحساب تحقيق مصلحة الشركة التي يعتبرون وكلاء عنها⁽⁴⁷⁾ . ومن خلال ما تقدم فإنّ مجلس الإدارة قد يتخذ موقفاً سلبياً من الاستحواذ ، أي موقف دفاعياً ضد عروض الشراء ، وذلك من أجل الاحتفاظ بمناصبهم والمزايا المادية التي يحصلون عليها وبغض النظر عن تحقيق مصلحة الشركة وبالتالي مصالح المساهمين ، لذا فإنّ تعارض المصالح قد نشأ من أساءة أعضاء مجلس الإدارة الشركة المستهدفة في استغلال دورهم الدفاعي عن الشركة وخاصة عروض الشراء العدائية ، فبدلاً من الدفاع عن مصالح المساهمين ومصالح الشركة والضغط على مقدم العرض في تحسين شروط العرض سواء من ناحية السعر أو من ناحية الكمية المشتراة من الأسهم المستهدفة بالعرض ، أو مقاومة العرض والعمل على عدم إتمامه في حالة إذا لم يكن مجزياً أو يحمل خطورة على النشاط الذي قامت الشركة المستهدفة لممارسته ، يستغلون هذا الدور من أجل تحقيق مصالحهم والعمل على أفشال العرض لا لشيء إلا من أجل الاحتفاظ بمناصبهم وما يتمتعون به من مزايا وسلطات ، فيجب أنّ يكون موقف أعضاء مجلس الإدارة موقفاً إيجابياً تجاه عروض الاستحواذ إذا كان يهدف إلى تحقيق مصلحة المساهمين والشركة وليس تحقيق مصلحة أعضاء مجلس الإدارة بل يجب على أعضاء مجلس الإدارة في الشركة المستحوذ عليها بتقديم المساعدة الممكنة لتحقيق مصلحة الشركة والمساهمين⁽⁴⁸⁾ . وللتخفيف من حدة هذا التعارض ، تسعى معظم التشريعات إلى وضع قيود على سلطات مجلس الإدارة خلال فترة العرض خوفاً من استغلال مثل هذه السلطات لعرقلة إتمام العرض ، فقد حظر المشرع المصري في المادة (343) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال⁽⁴⁹⁾ ، على مجلس الإدارة اتخاذ أية قرارات في أثناء مدة سريان العرض بزيادة رأس مال الشركة المستهدفة إذا كان من شأن هذه الزيادة أن تجعل الاستحواذ مرهقاً أو مستحيلاً أو القيام بأيّة تصرفات يكون من شأنها المساس بشكل جوهري بأصول الشركة أو زيادة التزاماتها المالية. أمّا بالنسبة للمشرع الفرنسي ، فقد استلزم في المادة (233-32) من القانون التجاري الفرنسي حصول مجلس الإدارة على موافقة الجمعية العامة للشركة المستهدفة ، إذا ما أراد أثناء فترة سريان العرض أو قبل سريان المدة ، القيام بأيّة تصرفات أو اتخاذ أيّة قرارات يكون من شأنها العمل على أفشال العرض ، إلا أنّه سمح لمجلس الإدارة البحث عن عروض شراء أكثر تميزاً وفائدة بالنسبة للشركة والمساهمين⁽⁵⁰⁾ .

أمّا بخصوص القانون الكويتي ، فقد أشارت المادة (3-1-8) من اللائحة التنفيذية الكويتية⁽⁵¹⁾، إلى إلزام أعضاء مجلس إدارة الشركة محل العرض تفادي أي تعارض للمصالح عند تقديمهم توصيات لمساهمي الشركة بخصوص أيّ عرض استحواذ ، كما أشارت المادة (3-1-16) إلى القيود التي تفرض على مجلس إدارة الشركة محل العرض خلال فترة العرض أو المفاوضات الأولية بشأن تقديم عرض الاستحواذ ، إصدار أسهم جديدة في حدود رأس المال المصرح به أو إصدار أو منح خيارات تتعلق بهذه الأسهم ، أو إصدار أيّ أوراق مالية قابلة للتحويل إلى أسهم ، أو التصرف في أي أصول ذات قيمة مؤثرة ، أو إبرام عقود خارجة عن إطار النشاط العادي للشركة ، أو اتخاذ أي إجراء من شأنه أن يؤدي إلى عدم قبول العرض أو حرمان المساهمين من سلطة اتخاذ قرار بشأنه ، أو إضافة التزامات مالية مؤثرة على ذمة الشركة ، إلا في نطاق تُمكنها من تمويل وممارسة أنشطتها العادية ، وأن لا تخل الشركة بالقيود المحددة بموجب هذه المادة بحق الشركة محل العرض في اتخاذ أيّ من التصرفات المذكورة في النص القانوني ، بشرط موافقة الجمعية العامة للمساهمين أو في الأحوال التي نشأ فيها التزام الشركة باتخاذ تلك التصرفات قبل تقديم العرض. إماماً بالنسبة لموقف القانون العراقي ، وتحديداً القانون المؤقت لسوق الأوراق المالية فإنه لم يتضمن أيّ أشاره خاصة بذلك ، على الرغم من إنّ المشرع العراقي سمح بالاستحواذ على الشركات العراقية ، إلا أنّ تعليمات تداول الأوراق المالية منحت مجلس إدارة السوق ، والهيئة العراقية المؤقتة للسندات السلطة في إيقاف عمليات الاستحواذ التي تحدث في سوق العراق للأوراق المالية إذا وجدت ذلك ضرورياً لحماية الشركة والمساهمين فيها⁽⁵²⁾، في حين أن تعليمات رقم (8) الخاصة بأفصاح الشركات المدرجة في السوق وتحديداً نص الفقرة (رابعاً) من المادة (5) والتي تنص (على الشركة المدرجة أعلام الهيئة والسوق والجمهور خلال ثلاثة أيام عمل عند توفر أي معلومة جوهرية وخاصة ما يلي : رابعاً: التغييرات في ملكية أسهم الشركة التي تحدث تغييراً في السيطرة عليها) ، أشارت إلى عدم إلزام مقدم عرض الاستحواذ الحصول على موافقة مسبقة من الهيئة أو من مجلس إدارة السوق بل أعلام الجهات المذكورة بالنص عند وجود تغييرات في ملكية اسهم الشركة تفضي إلى الاستحواذ والسيطرة ، إلا أنه لم نجد في القانون المؤقت ما يشير إلى إلزام مقدم العرض الحصول على موافقة الهيئة المؤقتة أو مجلس إدارة السوق على عرض الاستحواذ قبل تقديمه إلى المساهمين في الشركة المستهدفة.

الحالة الثانية : مصالح المساهمين في الشركة المستهدفة بالاستحواذ.

إنّ تحقيق مصالح المساهمين في الشركة المستهدفة يخلق نوعاً من التعارض في المصالح بين مصالح المساهمين ومصالح الشركة ، فمن الثابت أنه لا يجب الخلط بين مصلحة الشركة ومصالح المساهمين فيها⁽⁵³⁾ ، ولترجيح مصلحة على أخرى فإنّ الأمر يتوقف على طبيعة المصالح وحقيقتها ، فلو أنّ الشركة قد أوكل إليها البحث حصراً عن تحقيق مصلحة المساهمين ، فإنّ أية قرار أو تصرف يتعلق بالإدارة أو الاستثمار يجب أن يخضع لمعيار واحد هو تحقيق مصلحة المساهمين ، وبالعكس ، فإذا اسندت للشركة البحث عن ازدهار المشروع القائمة على تحقيقه الشركة، فإنّ أية قرار أو تصرف خاص بإدارة الشركة أو يتعلق باستثماراتها يجب أن يخضع لمعيار واحد هو تحقيق مصلحة المشروع⁽⁵⁴⁾ . وفي إطار عملية الاستحواذ عن طريق تقديم عروض الشراء ، فإنّ تحديد أيّ من المصلحتين يجب أن يأخذ بنظر الاعتبار عند اتخاذ القرار بقبول العرض من عدمه يشكل مصدراً لتعارض المصالح ، فإذا كان السائد علو مصلحة الشركة على مصلحة المساهمين ، فأنه في مجال عمليات الاستحواذ عن طريق تقديم عروض الشراء يختلف الأمر ، إذ لم يعد الأمر مرتبطاً بالإعمال الخاصة بالشركة ، وإنما أصبح الأمر متعلقاً بملكية رأس المال بالنسبة للشركة المستهدفة ، وهنا سيكون الميل لتحقيق مصلحة المساهمين الذين يملكون وحدهم ، وبوصفهم مالكي الأسهم المستهدفة، قرار الموافقة أو رفض عرض الشراء بغض النظر عن موافقة أو عدم موافقة الهيئة العامة للرقابة المالية أو موافقة أو عدم موافقة مجلس الإدارة في الشركة المستهدفة.

الفرع الثاني/ تعارض المصالح الناشئ من تدخل المستشارون المرتبطون.

في مجال عروض الشراء التي تقدم من قبل الراغب في عملية الاستحواذ ، فإنه غالباً ما يتم اللجوء إلى مستشار مالي من أجل مساعدة الشركة المستهدفة بالعرض والمساهمين فيها لمعرفة مدى جدوى عملية

الاستحواذ وفائدته للشركة من عدمه ، وعلى ضوء رأي المستشار يتم قبول العرض أو رفضه من قبل مجلس الإدارة ، وفي هذا المجال تظهر المواقف التي تتعارض فيها المصالح فيما بين الأطراف ، لذا فإنَّ الأمر يتطلب بيان المقصود بالمستشارين المرتبطين ، وبيان الأشكال التي تتعارض فيها المصالح الناشئ من تدخل المستشارين المرتبطين في عملية الاستحواذ، وهذا ما سنتناوله في فقرتين مستقلتين.

أولاً : المقصود بالمستشارين المرتبطين :

اختلفت التشريعات محل المقارنة في تعريفها للمستشارين المرتبطين في سوق الأوراق المالية (55)، فبالنسبة للمشرع المصري فقد عرف المستشارين المرتبطين في المادة (326) من اللائحة التنفيذية بقانون سوق رأس المال المصري بأنه (أي شخص يقدم استشارات مالية أو قانونية أو محاسبية أو فنية تتعلق بعرض الشراء سواء لصالح الأطراف المعنية بالعرض أو أي شخص مرتبط به ، إذا حصل نتيجة لهذا الارتباط على معلومات غير مفصلة عنها تتعلق بعرض الشراء). أمَّا بالنسبة للمشرع الفرنسي فإنه لم يتطرق إلى إيراد تعريف للمستشارين المرتبطين ولكنه أشار إلى المواقف التي تتعارض فيها المصالح بين المستشارين المرتبطين والعملاء وسنتناوله في الفقرة القادمة. كما عرف المشرع الكويتي مستشار الاستثمار في اللائحة التنفيذية الكويتية في المادة الأولى (التعريفات) بأنه (شخص اعتباري ، يقوم بتقديم الاستشارات الاستثمارية المتعلقة بالأوراق المالية مقابل عمولة). أمَّا بالنسبة للمشرع العراقي ، لم يتطرق في القانون المؤقت لأسواق الأوراق المالية رقم (74) لسنة (2004) و لا التعليمات الصادرة عنه إلى تعريف المستشارين المرتبطين ، إلى أنه يمكن القول أن المشرع العراقي قد أشار إليه بصورة غير مباشرة وعند معرض بيان الشكل القانوني الذي يجب على الوسيط أن يتخذه للحصول على رخصة ممارسة الوساطة في سوق العراق للأوراق المالية ، حيث قرر في الفقرة (ب) من المادة (1) من القسم الخامس من القانون (يكون الوسيط المخول للعمل في سوق الأوراق المالية واحداً مما يأتي بـ شركة أنشأت وفقاً لقانون الشركات رقم (21) لسنة (1997).. و تكون متخصصة في النشاطات المتعلقة بتداول السندات... أو عمل استشارات استثمارية) ، و عليه يمكن القول أن المشرع العراقي قد أسس لمبدأ يقضي أن يكون المستشار المرتبط شخص معنوي وليس طبيعي.

ثانياً : حالات تعارض المصالح الناشئ عن تدخل المستشارين المرتبطين في عملية الاستحواذ :

تتمثل المصالح التي يجب أن يسعى إلى تحقيقها المستشار المرتبط في تقديم النصيحة وفقاً لما يقضي مبدأ حسن النية في تنفيذ العقود ، ولكن المستشار المرتبط قد يخل بمبدأ حسن النية ويسعى إلى تحقيق مصلحته الخاصة ودون النظر إلى مصلحة المتعامل معه (56)، فتظهر المواقف التي تتعارض فيها المصالح ، ويمكن أجمال ثلاث حالات مختلفة لتعارض المصالح فيما بين المستشار المرتبط وعميله وتتمثل بالآتي:

1- من أهم حالات تعارض المصالح الناشئ عن تدخل المستشار المرتبط هو وجود علاقة تجارية بينه وبين مقدم العرض أو الشركة المستهدفة ، إذ يقوم المستشار المرتبط باستغلال هذه العلاقات لمعرفة المعلومات عن الطرف الآخر لتحقيق مصلحة الطرف الذي يقدم إليه المشورة الفنية أو القانونية أو المحاسبية ، وهذه العلاقات كلما كانت قديمة وعميقة استطاع المستشار المرتبط الحصول على الكثير من المعلومات لتحقيق هدفه ، وهذا ما يؤدي إلى ازدياد وتعمق التعارض في المصالح .

2- قد يكون المستشار المرتبط أحد المساهمين في الشركة المستهدفة بالعرض أو في الشركة المقدمة للعرض ، فيقوم المستشار المرتبط مثلاً بالتصويت في الجمعية العامة على القرارات التي تكون في اتجاه معاكس لمصلحة عميله الذي أرتبط معه في عقد مشورة (57)، وتبرير ذلك يكمن في التعارض الواضح بين مصلحته كمستشار مرتبط مساهم في الشركة المستهدفة، مع مصلحة عميله الذي يطلب منه المشورة أو النصيحة.

3- أمَّا الحالة الثالثة فتتمثل في قيام المستثمر المرتبط بالتعامل لحسابه (58) ، القيام بعملية بيع وشراء متزامنة للأسهم في أسواق مختلفة لاستغلال فروق الأسعار، سواء على أسهم الشركة مقدّمة العرض أو أسهم الشركة المُستهدفة بالعرض ، إذ يمكن للمستشار المرتبط التأثير في النتيجة النهائية لعرض الشراء سواء ضده أو لمصلحته ليس فقط على حساب الشركة التي يقدم إليها المشورة وإنما أيضاً بالنسبة لعملائه الآخرين الذين يعدون في نفس الوقت مساهمين في الشركة.

الخاتمة.

توصلنا خلال مسيرة هذا البحث إلى جملة من النتائج والمقترحات نبينها بالنقاط الآتية:
أولا/ النتائج :

1- توصلنا من خلال هذه الدراسة ان حالات تعارض المصالح الناشئ في مجال الاستحواذ على الشركات المدرجة في سوق الاوراق المالية تقع بصورة عامة في حالتين ، الحالة الاولى ، ان الاستحواذ عن طريق عروض الشراء هو اتفاق بين مصالح متعارضة ، ويرجع ذلك الى كثرة المصالح الحاضرة ، وتعدد المصالح الاقتصادية والإستراتيجية والاجتماعية والمالية التي تميز عمليات الاستحواذ عن طريق عروض الشراء التي تسبب تصارعا بين المصالح طوال فترة اتمام العرض ، اما الحالة الثانية ، تعارض المصالح الناشئ من تدخل المستشار المالي المستقل وهو الشخص الذي يتم اللجوء اليه من اجل مساعدة الشركة المستهدفة بالعرض والمساهمين فيها لمعرفة مدى جدوى عملية الاستحواذ وفائدته للشركة من عدمه وعلى ضوء رأي المستشار يتم قبول العرض او رفضه من قبل مجلس الادارة ، وفي هذا المجال تظهر المواقف التي تتعارض فيها المصالح فيما بين الاطراف .

2- ان مجلس الادارة في الشركة المستهدفة قد يتخذ موقفا سلبيا من الاستحواذ ، اي موقف دفاعيا ضد عروض الشراء ، وذلك من اجل الاحتفاظ بمناصبهم والمزايا المادية التي يحصلون عليها وبغض النظر عن تحقيق مصلحة الشركة وبالتالي مصالح المساهمين ، لذا فان اساءة اعضاء مجلس الادارة في الشركة المستهدفة في استغلال دورهم الدفاعي عن الشركة وخاصة عروض الشراء العدائية يشكل موقفا لتعارض المصالح .

3- تجرّي عملية الاستحواذ على الشركات المساهمة المستهدفة المدرجة في سوق الأوراق المالية المنظمة بشراء أوراقها المالية من داخل هذه السوق وفق إجراءات محددة لذلك ، و تتمثل بصورة عامة في إجراءين رئيسيين ، الأجراء الأول ، يتمثل في العرض العام للاستحواذ الذي يتقدم به طالب الاستحواذ على الشركة المساهمة المستهدفة إلى المساهمين فيها ، أمّا الأجراء الثاني، فيتمثل بقبول المساهمين في الشركة المستهدفة لعرض الاستحواذ المقدم لهم .

4- توصلنا خلال مسيرة البحث ان الاستحواذ هو عبارة عن اتفاق بين مصالح متعارضة ، وتشمل هذه المصالح التي يرمي إلى تحقيقها أعضاء مجلس الإدارة من وراء عملية الاستحواذ أولا ، كما تشمل مصالح المساهمين في الشركة المستهدفة ثانيا، إذ أنّ تحقيقها يخلق نوعاً من تعارض المصالح فيما بين مصالح المساهمين من ناحية ، ومصالح الشركة من ناحية أخرى وهذه هي بأجمعها تشكل مصالح متعارضة.

5- توصلنا أيضا انه في عملية الاستحواذ غالبا ما يتم اللجوء إلى مستشار مالي من أجل مساعدة الشركة المستهدفة بالعرض والمساهمين فيها لمعرفة مدى جدوى عملية الاستحواذ وفائدته للشركة من عدمه ، وعلى ضوء رأي المستشار يتم قبول العرض أو رفضه من قبل مجلس الإدارة ، وفي هذا الحالة تتعارض المصالح بين الطرفين و تظهر المواقف التي تتعارض فيها المصالح فيما بين الأطراف .

6- توصلنا أيضا ان المصالح التي يجب أن يسعى إلى تحقيقها المستشار المرتبط في تقديم النصيحة تقوم على مبدأ حسن النية في تنفيذ العقود ، وذلك وصولاً إلى الحصول على المقابل المتفق عليه، ولكن المستشار المرتبط قد يخل بمبدأ حسن النية ويسعى إلى تحقيق مصلحته الخاصة ودون النظر إلى مصلحة المتعامل معه ، فتظهر المواقف التي تتعارض فيها المصالح.

ثانيا/المقترحات.

1- نقترح على المشرع العراقي تحديد مفهوم لتعارض المصالح في سوق الاوراق المالية وذلك بالنص عليه من خلال ايراد تعريف له ، ونقترح ان يكون النص بالشكل الاتي (تعارض المصالح هو موقف احترافي تتأثر فيه الاستقلالية والأمانة والنزاهة لشخص طبيعي او معنوي يجد فيه هذا الشخص ملتزم بأداء عمل قد تعارضت مصالحه الشخصية مع مصالح اطراف العمل الملزم به ، او تعارضت مصالح عملاء الشخص الملزم بأداء عمل لصالح هؤلاء العملاء في سوق الاوراق المالية).

2- نقترح على المشرع العراقي اضافة نص الى القانون المؤقت لسوق العراق للأوراق المالية يتضمن إلزام مقدم عرض الاستحواذ بالحصول على موافقة الهيئة المؤقتة أو مجلس إدارة السوق على عرض الاستحواذ قبل تقديمه إلى المساهمين في الشركة المستهدفة تفادياً لأي تعارض مصالح بين مقدم العرض والمساهمين في الشركة المستهدفة ، ونقترح ان يكون النص بالشكل الآتي :

(لمجلس إدارة السوق السلطة في إيقاف عمليات الاستحواذ التي تحدث في سوق العراق للأوراق المالية إذا وجدت ذلك ضرورياً لحماية الشركة والمساهمين فيها) .
الهوامش.

(1) يختلف الاستحواذ عن الاندماج في عدة أمور منها : إن الاستحواذ يُمكن أن ينشأ بموافقة أو بدون موافقة إدارة الشركة المستحوذ عليها ، أما الاندماج فهو لا ينشأ إلا بموافقة إدارة الشركات الداخلة بالاندماج . كما لا يشترط أن يكون طالب الاستحواذ شخصاً معنوياً (شركة) بل يمكن أن يكون طالب الاستحواذ شخصاً طبيعياً ، أمّا الاندماج فيتم بين شركتين أو أكثر من الشركات المتمتعة بالشخصية المعنوية ، ويحصل ذلك أمّا بتكوين شركة جديدة تضم الشركتين القائمتين معاً أو أكثر أو من خلال انضمام شركة أو أكثر إلى شركة قائمة ، فضلاً عن ذلك لا تؤثر عملية الاستحواذ على الشخصية المعنوية للشركة المستحوذ عليها ، حيث تبقى الشركة المساهمة المستحوذ عليها محتفظة بشخصيتها المعنوية المستقلة عن الشخصية القانونية للمستحوذ ، أمّا الاندماج فهو أمّا أن يكون بطريقة الضم بحيث تندمج شركة أو أكثر بشركة أخرى قائمة فتتقضي الشخصية المعنوية للشركة الأولى ونشاط أوسع للشركة الثانية ، وأمّا أن يكون بطريقة الدمج أو المزج بحيث يتم دمج عدة شركات قائمة وتنتهي شخصيتها المعنوية لتنشأ شركة جديدة ناتجة عن دمج هذه الشركات ، لمزيد من التفصيل ينظر : د . فايز إسماعيل بصبوص ، اندماج الشركة المساهمة العامة ، ط1 ، دار الثقافة للنشر والتوزيع ، عمان ، 2010 ، ص30

(2) لمزيد من التفاصيل عن الاستحواذ على الشركات المساهمة ينظر : نوفل رحمان ملغيط الجبوري ، الاستحواذ على الشركة المساهمة (دراسة مقارنة) ، رسالة ماجستير مقدمة إلى مجلس كلية القانون ، جامعة بابل ، 2012 ، ص9.

(3) المادة (355) من قانون الشركات الفرنسي رقم (705) لسنة (1985) متاح على الموقع الإلكتروني www.conseWork.info/i/66355 . تاريخ الزيارة (2020/1/5) الوقت (11 مساءً)

وعلى سبيل الاستئناس لا المقارنة ، فإن المشرع الإنكليزي لم يعرف الاستحواذ ، وإنما عرف عروض الاستحواذ (Take over) في المادة (428/أ) من قانون الشركات (1985) بأنه (إيجاب لاكتساب جميع أسهم شركة أو جميع أسهم فئة أو فئات من أسهمها باستثناء ما يملكه الموجب من أسهم فيها ، وبشروط متساوية لجميع الأسهم المشمولة بالإيجاب ، أو لفئة معينة منها إذا كانت أسهم الشركة من فئات مختلفة) .

(4) استناداً إلى المادة (71) من قانون رقم (7) لسنة (2010) بشأن إنشاء هيئة أسواق المال وتنظيم الأوراق المالية، والمادة (247) من اللائحة التنفيذية لقانون هيئة أسواق المال الكويتية .

(5) المادة (3) من تعليمات الإفصاح للشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية العراقي رقم (8) لسنة (2010).

(6) تطبيق قاعدة (الحيازة في المنقول سند الملكية) حيث يجب أن تكون الحيازة بسبب صحيح وبحسن نية . المادة (1163) 1/ من القانون المدني العراقي ، والمادة (1/976) من القانون المدني المصري ، والمادة (2279) من القانون المدني الفرنسي .

(7) يتحقق الاستحواذ بصورة غير مباشرة عندما يساهم الراغب بالاستحواذ في رأس مال الشركة المستهدفة من خلال الأشخاص التابعين له ، ويكون ذلك بقصد التحايل على أحكام القانون عندما يضع القانون حداً أعلى ===== التي تساهم في رأس مال الشركة المستهدفة من خلال الشركات الأخرى التابعة لها .

(8) عبد المجيد بن صالح ، استحواذ الشركات وموقف الفقه منه ، بحث متاح على شبكة الأنترنت في الموقع hares.com . تاريخ الزيارة (2020/1/2) الوقت (11 صباحاً).

(9) علي ضاري خليل ، التنظيم القانوني للشركة القابضة ، دراسة مقارنة ، أطروحة دكتوراه ، كلية القانون ، جامعة بغداد ، 2006 ، ص196 .

(10) د . سامي محمد الخرايشة ، التنظيم القانوني لإعادة هيكلة الشركات المساهمة العامة ، دراسة مقارنة ، ط1 ، دار الثقافة للنشر والتوزيع ، عمان ، 2008 ، ص165 .

(11) د . احمد عبد الرحمن الملحم ، مدى مخالفة الاندماج والسيطرة لإحكام المناقسة التجارية ، مجلة الحقوق ، جامعة الحقوق ، العدد الثالث ، القاهرة ، 1995 ، ص 14 .

- (12) تنقسم عروض الاستحواذ إلى عروض استحواذ نقدية ومبادلة ومختلطة وتخييرية ، فالمقصود بعروض الاستحواذ النقدية : هو العرض الذي يكون فيه السعر المحدد لشراء الأوراق المالية للشركة المستهدفة نقداً .
- أما عرض الاستحواذ المبادلة : هو العرض الذي يكون فيه السعر المحدد لشراء الأوراق المالية للشركة المستهدفة أسهم أو أوراق مالية أخرى عائدة إلى مقدم العرض ليتم مبادلتها مع أسهم أو الأوراق المالية التي تتمتع بحقوق التصويت للشركة المستهدفة ، أما عرض الاستحواذ المختلطة : هو العرض الذي يكون فيه السعر المحدد لشراء الأوراق المالية للشركة المستهدفة مكون من جزء نقدي وجزء مبادلة بأسهم أو أوراق مالية أخرى ، أما العرض التخييري : هو العرض الذي يكن فيه السعر أما نقود أو أوراق مالية على أن يترك تحديد ذلك إلى المساهم البائع ليمارس هذا الحق خلال مدة العرض . د. فايز إسماعيل بصبوص ، المصدر السابق ، ص30-31 .
- (13) معادلة المبادلة : يتم استخدامها عند مبادلة أسهم بين شركتين أو أكثر وفقاً للتنظيم الخاص بكل شركة ، استناداً إلى المادة (326) من اللائحة التنفيذية لقانون رقم (95) لسنة (1992) المصري .
- (14) استناداً إلى المادة (335) من اللائحة نفسها .
- (15) استناداً إلى المادة (335) من اللائحة نفسها .
- (16) استناداً إلى المادة (17/231) من اللائحة العامة لهيأة (AMF) الفرنسية لسنة (2004) .
- (17) استناداً إلى المادة (20/231) من لائحة (AMF) الفرنسية لسنة (2004) .
- (18) استناداً إلى المادة (2/22) من قانون المصارف العراقي رقم (94) لسنة (2004) .
- (19) أمر الشراء : الطلب الذي يقدمه الشخص للوسيط ويقبل به هذا الأخير طالباً منه ومفوضاً له تنفيذ عملية شراء الأوراق المالية وفقاً لشروط عامة أو خاصة معمول بها في السوق يحددها المشتري . استناداً إلى المادة (12/1) من التعليمات التنظيمية لتداول الأوراق المالية في سوق العراق للأوراق المالية لسنة (2004) ، كما عرفت المادة (12/2) من تعليمات تداول الأوراق المالية في سوق العراق للأوراق المالية (2015) الأمر بأنه (الايجاز الذي يرسله الوسيط إلى نظام التداول لشراء أو بيع ورقة مالية معينة لصالح المستثمر أو لصالح محفظته). وعرفت التفويض (الطلب الذي يقدمه المستثمر للوسيط طالباً منه ومفوضاً إياه تنفيذ صفقة شراء أو بيع ورقة مالية بناءً على شروط محددة من قبل المستثمر وفقاً لإحكام هذه التعليمات) ، وإن تعريف الأمر حسب تعليمات (2015) منتقد لان الوسيط لا يرسل إيعازاً إلى نظام التداول وإنما يرسل عرض بيع أو طلب شراء ..
- (20) استناداً إلى المادة (4/د) من تعليمات تداول الأوراق المالية في سوق العراق للأوراق المالية لسنة (2015) ، والمادة (2) من تعليمات رقم (1) لسنة (2010) الخاصة بتداول غير العراقي في سوق العراق للأوراق المالية .
- (21) استناداً إلى المادة (2) من تعليمات رقم (1) لسنة (2010) الخاصة بتداول غير العراقي في سوق العراق للأوراق المالية.
- (22) من الممارسات الغير مشروعة التي تصاحب عروض الاستحواذ قيام الراغب بالاستحواذ بتجميع أسهم الشركة المستهدفة بشرائها من البورصة المقيدة بها دون إتباع إجراءات الخاصة بعروض الاستحواذ ، وكذلك لجوء بعض الشركات القابضة إلى شراء أسهم الشركة المستهدفة بأسماء شركات تنشئها لهذا الغرض وليس باسمها ، وكذلك يعتبر من الممارسات الغير مشروعة أي تصرف يخالف النصوص القانونية المنظمة لعروض الاستحواذ ، ينظر: د. سامي عبد الباقي ، النظام القانوني لعروض الشراء في سوق الأوراق المالية ، ط1، دار النهضة العربية للنشر والتوزيع ، القاهرة ، 2006 ، ص246 وما بعدها .
- (23) تتبع هذه الهيئة في مصر وزير الاقتصاد والتجارة وتتمتع بشخصية معنوية مستقلة ، لها ذمتها المالية المستقلة التي تصبب بها مواردها من حصيله غراماتها والرسوم التي تحصل عليها مقابل الخدمات التي تقدمها وسائر الإيرادات الأخرى ، ينظر المادة (48) من قانون سوق رأس المال المصري رقم (95) لسنة (1992) .
- (24) استناداً إلى المادة (335) من اللائحة التنفيذية لقانون رقم (95) لسنة (1992) المصري .
- (25) استناداً إلى المادة (337) من اللائحة نفسها .
- (26) استناداً إلى المادة (1/231) من لائحة (AMF) الفرنسية .
- (27) استناداً إلى المادة (13/231) من اللائحة نفسها .
- (28) استناداً إلى المادة (1/22) من قانون المصارف العراقي رقم (94) لسنة (2004) .
- (29) استناداً إلى المادة (7/4) من القانون نفسه .
- (30) لا بد من الملاحظ هنا إن القانون المؤقت لسوق الأوراق المالية أطلق تسمية مجلس الإدارة في مواد ومجلس المحافظين في مواد أخرى أي أن هناك عدم توحيد للمصطلحات المستخدمة في القانون وهذا ما يقع به التشريع العراقي كثيراً لذلك نأمل من المشرع العراقي الانتباه إلى هذه المسائل عند إصدار قانون الأوراق المالية الجديد لتجنب الخلاف في هذا المجال .

- (31) أنَّ تعليمات تداول الأوراق المالية في سوق العراق للأوراق المالية وفي المادة (1) أطلقت عليها تسمية هيئة الأوراق المالية وهو ما معمول به في السوق وهذه التسمية أدق من تسمية الهيئة المؤقتة للسندات كما ذكرها القانون المؤقت.
- (32) استناداً إلى المادة (336) من اللائحة التنفيذية لقانون رقم (95) لسنة (1992) المصري .
- (33) استناداً إلى المادة (340) من اللائحة نفسها .
- (34) استناداً إلى المادة (348) من اللائحة التنفيذية لقانون رقم (95) لسنة (1992) المصري .
- (35) استناداً إلى المادة (14/231) من اللائحة العامة لهيئة (AMF) الفرنسية .
- (36) استناداً إلى المادة (27/231) من لائحة (AMF) الفرنسية .
- (37) استناداً إلى المادة (13/231) من اللائحة نفسها .
- (38) استناداً إلى المادة (4/هـ) من تعليمات تداول الأوراق المالية في سوق العراق للأوراق المالية لسنة (2015) .
- (39) استناداً إلى الفقرة (13/ج) من القسم (5) من القانون المؤقت لسوق الأوراق المالية العراقي رقم (74) لسنة (2004) .
- (40) استناداً إلى المادة (4/ب، د) من تعليمات تداول الأوراق المالية في سوق العراق للأوراق المالية (2015) .
- (41) استناداً إلى المادة (10/أ) من التعليمات نفسها .
- (42) استناداً إلى المادة (4/هـ) من التعليمات نفسها .

شخص⁽⁴³⁾ عرفت المادة (326) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري المستشارون المستقلون بأنهم (أي) العرض بالشركة مقدمة بالعمليات تتعلق محاسبية أو فنية أو قانونية أو مالية استشارات لم يقدم استشاري متخصص وليس عرض الشراء ، تقديم على السابقة أشهر ستة خلال الأحوال ، بحسب المبادلة أسهم أو بالعرض المستهدفة والشركة ، كما عرف المشرع الكويتي مستشار الاستثمار في (بالعرض) المعنية الأطراف مع متعارضة أو مشتركة مصلحة أية له اللائحة التنفيذية الكويتية في المادة الأولى (التعريفات) بأنه (شخص اعتباري ، يقوم بتقديم الاستشارات الاستثمارية ، في حين لم يتطرق التشريع العراقي إلى إيراد تعريف للمستشار المستقل) المتعلقة بالأوراق المالية مقابل عمولة (44) بعض البورصات تقوم بتصنيف الأسهم وفقاً لمعايير عدة ، فإذا توفرت فيها المعايير المحددة يطلق عليها بالأسهم النشطة ، ومن ثم يسمح بمزاولة التداول عليها في ذات الجلسة ، وقبولها كضمان حتى نسبة (100%) من قيمتها السوقية ، ومن معايير الأسهم النشطة ألا يقل رأس المال السوقي للأسهم حرة التداول عن اثنين في العشرة آلاف من مجموع رأس المال السوقي للأسهم حرة التداول خلال الفترة التي يتم احتساب تلك المعايير، كما تضم معايير الأسهم النشطة بالبورصة ألا يقل عدد أيام التداول على السهم عن نسبة (95%) من إجمالي عدد أيام التداول الفعلية في السوق خلال فترة الدراسة ، وكذلك ألا يقل المتوسط اليومي لعدد شركات السمسة المتعاملة على السهم عن نسبة (15%) من المتوسط اليومي لعدد شركات السمسة المتعاملة في السوق خلال فترة الدراسة ، لمزيد من التفصيل ينظر : معايير البورصة المصرية للاسهم النشطة ، متاحة على الموقع الإلكتروني : [2264667www.vetogate.com/Section_35](http://www.vetogate.com/Section_35) تاريخ الزيارة (2019/12/20) الوقت (11 ليلاً).

(45) يقصد بالاستحواذ الودي هو الاستحواذ الذي حاز على موافقة أو تأييد مجلس إدارة الشركة المساهمة المستحوذ عليها ، أمّا العدائي (غير الودي) فيقصد به هو الذي يتحقق عندما يقوم مقدم عرض الاستحواذ بالتوجه مباشرة إلى المساهمين في الشركة المستهدفة لشراء أوراقهم المالية التي تتمتع بحقوق التصويت مع معارضة مجلس الإدارة، أو يتوجه به إلى مجلس الإدارة ولكن لا يوافق المجلس عليه وعلى الرغم من ذلك يتم الاستحواذ الشركة بشراء أسهمها من المساهمين فيها . لمزيد من التفصيل ينظر : د ، سامي عبد الباقي ، النظام القانوني لعروض الشراء في سوق الأوراق المالية ، المصدر السابق ، ص73.

(46) David Bateson، L offre publique، conflits d interets en presence : Au Royaume-22m novembre 1995، p12.

(47) د . سامي عبد الباقي ، النظام القانوني لعروض الشراء في سوق الأوراق المالية ، المصدر السابق ، ص77.

(48) د . طارق محمود عبد السلام السالوس ، العرض العام لشراء الأسهم بقصد الاستحواذ ، دار النهضة العربية ، القاهرة ، 2010 ، ص32.

(49) تنص المادة (343) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري على أنه (يتمتع على مجلس إدارة الشركة المستهدفة بالعرض ومديريها من تاريخ نشر قرار الهيئة باعتماد مشروع عرض الشراء ومذكرة المعلومات بالبورصة وحتى تاريخ إعلان نتيجة عرض الشراء القيام بأي إجراء أو تصرف يعد حدثاً جوهرى ضار . وعلى المجلس ومديري الشركة المستهدفة بالعرض الامتناع على وجه الخصوص عن القيام بأي مما يلي1 - اتخاذ قرار بزيادة رأس المال أو إصدار سندات قابلة للتحويل إلى أسهم إذا كان من شأن هذه الزيادة جعل الاستحواذ مرهقا أو مستحيلا ، وذلك ما لم يكن قرار الزيادة قد تم اتخاذه قبل مضي ثلاثين يوماً على الأقل من تاريخ نشر قرار الهيئة باعتماد مشروع عرض الشراء ومذكرة المعلومات) .

2- إتيان أعمال أو تصرفات يكون من شأنها المساس بشكل جوهري بأصول الشركة أو زيادة التزاماتها المالية أو إعاقة تطوير نشاط الشركة مستقبل ، وذلك كله ما لم تكن هذه الأعمال أو التصرفات قد تمت في إطار الأعمال المعتادة لمباشرة نشاط الشركة وفي تاريخ سابق على قرار الهيئة باعتماد مشروع عرض الشراء ومذكرة المعلومات).⁽⁵⁰⁾ تنص المادة (233-32) من القانون التجارة الفرنسي على :

(pendant la periode d offer publique visant une societe don't des actions sont admises aux negociations sur un marcge reglemente، le conseil d administration، le conseil de surveillance ،a l exception de leur pouvoir de nomination، le directoire، le directeur general ou l un des directeurs generaux de l assemble generale pour prendre toute، mesure don't la mise en oeuvre est susceptible de faire echouer l offer ،hormis la recherché d autres offer).

(51) تنص المادة (3-8-1) من اللائحة التنفيذية الكويتية على أن (لا يجوز لعضو مجلس إدارة لدى أي من أطراف العرض التصويت في مجلس الإدارة أو لجانه الفرعية أو الجمعية العامة للشركة إذا كان له مصلحة في عملية الاستحواذ ، ولا يعد من قبيل المصلحة مجرد مساهمة عضو مجلس الإدارة في الشركة محل العرض أو الشركة مقدمة العرض إذا كانت نسبة هذه المساهمة لا تصل إلى 5 % من الأسهم المتداولة للشركة محل العرض. ويتعين الإفصاح عن أي مصالح غير مباشرة أو بالتحالف مع آخرين وفقاً لأحكام الكتاب العاشر (الإفصاح والشفافية) من هذه اللائحة).

(52) إنَّ تعليمات تداول الأوراق المالية في سوق العراق للأوراق المالية أطلق عليها تسمية هيئة الأوراق المالية وهو ما معمول به في السوق وهذه التسمية أدق من تسمية الهيئة المؤقتة للسندات كما ذكرها القانون المؤقت .

(53) James A.FANTO، OP.cit، P: 22.

(54) Philippe Merle ، Droit commercial: societies commerciales، Dalloz، 12 ed، 2008 ، p:574.

متاح على الموقع الإلكتروني :

www.amazon.fr/Droit-commercial-commerciales-Philippe-Merle/dp/2247080375

تاريخ الزيارة (2020 /4/11) الوقت (2 ظهراً).

(55) وعلى سبيل الاستئناس لا المقارنة ، عرف المشرع الأمريكي في القسم (11) من قانون مستشاري الاستثمار لسنة (1940) بأنه (أي شخص يقوم لقاء مقابل باحتراف تقديم مشورة لأخرين مباشرة أو من خلال منشورات أو كتابات تتعلق بقيمة الأوراق المالية ، أو الحث للاستثمار أو لشراء أو لبيع الأوراق المالية أو هو و لقاء مقابل وكجزء من عمله يصدر تقارير أو تحليلات متعلقة بالأوراق المالية) ، أمّا المشرع الإماراتي ، فأثّنه تعرض إلى تعريف مستشار الاستثمار في المادة (1) من الفصل الأول – التعاريف - من قرار مجلس إدارة الهيئة رقم (48/ر) لسنة (2008) بشأن الاستشارات المالية و التحليل المالي التي نصت على أن (يكون للكلمات و العبارات التالية المعاني المبينة كل منها ما لم يقض سياق النص بغير ذلك.... الشركة المرخصة: الشخص الاعتباري المرخص له بمزاولة نشاط الاستشارات المالية و التحليل المالي وفقاً لأحكام هذا القرار).

(56) د. محمد فتحي البديوي ، أسواق راس المال (بورصات الأوراق المالية وصناديق الاستثمار) ، (دراسة تحليلية) ، المكتبة الأكاديمية ، القاهرة ، 2007 ، ص78.

(57) د محمد الحناوي ، د. نهال فريد مصطفى ، د . السيدة عبد الفتاح إسماعيل ، د . السيد الصبيغي ، الاستثمار في الأوراق المالية وإدارة المخاطر ، المكتب الجامعي الحديث ، الإسكندرية ، 2007 ، ص44.

(58) د . صالح احمد البربري ، الممارسات غير المشروعة في بورصة الأوراق المالية – دراسة قانونية مقارنة – طبعة أولى ، مركز المساندة القانونية ، القاهرة ، 2001 ، ص66.

المصادر.

القران الكريم.

اولا/ الكتب القانونية.

- 1) د. سامي عبد الباقي ، النظام القانوني لعروض الشراء في سوق الأوراق المالية ، ط1 ، دار النهضة العربية للنشر والتوزيع ، القاهرة ، 2006 .
- د. سامي عبد الباقي ابو صالح ، تعارض المصالح في الأنشطة الخاضعة لقانون سوق راس المال المصري الواقع والحلول ، دار النهضة العربية ، القاهرة ، 2016 .
- 2) د. سامي محمد الخرابشة ، التنظيم القانوني لإعادة هيكلية الشركات المساهمة العامة ، دراسة مقارنة ، ط1 ، دار الثقافة للنشر والتوزيع ، عمان ، 2008 .
- 3) د. طارق محمود عبد السلام السالوس ، العرض العام لشراء الأسهم بقصد الاستحواذ ، دار النهضة العربي ، القاهرة ، 2010 .
- 4) د محمد الحناوي ، د. نهال فريد مصطفى ، د . السيدة عبد الفتاح إسماعيل ، د . السيد الصبيغي ، الاستثمار في الأوراق المالية وإدارة المخاطر ، المكتب الجامعي الحديث ، الإسكندرية ، 2007 .
- 5) د.محمد فتحي البديوي ، أسواق راس المال (بورصات الأوراق المالية وصناديق الاستثمار) ، (دراسة تحليلية)، المكتبة الأكاديمية ، القاهرة .
- 6) د . صالح احمد البريري ، الممارسات غير المشروعة في بورصة الأوراق المالية – دراسة قانونية مقارنة – طبعة أولى ، مركز المساندة القانونية ، القاهرة ، 2001 .
- 7) د. فايز إسماعيل بصبوص ، اندماج الشركة المساهمة العامة ، دار الثقافة للنشر والتوزيع ، ط1 ، عمان ، 2010 .
- 8) د. هديل رزق ، تعارض المصالح والمحابة ، دار النهضة العربية ، بدون سنة نشر.

ثانيا / الرسائل و الاطاريح.

اولاً / رسائل الماجستير :

- 1) نوفل رحمان ملغيط الجبوري ، رسالة ماجستير مقدمة الى مجلس كلية القانون ، جامعة بابل ، (2012) .

ثانياً / اطاريح الدكتوراه :

- 1- علي ضاري خليل ، التنظيم القانوني للشركة القابضة ، دراسة مقارنة ، اطروحة دكتوراه ، كلية القانون ، جامعة بغداد ، (2006).

ثالثاً/ البحوث والمقالات والمحاضرات :

- 1- د. احمد عبد الرحمن الملحم ، مدى مخالفة الاندماج والسيطرة لإحكام المنافسة التجارية ، مجلة الحقوق ، جامعة الحقوق ، العدد الثالث ، القاهرة ، (1995).

خامسا / المواقع الالكترونية :

- 1- عبد المجيد بن صالح ، استحواذ الشركات وموقف الفقه منه ، بحث متاح على شبكة الانترنت في الموقع الالكتروني: www.qatars.hares.com

سادسا / القوانين والانظمة والتعليمات:

اولاً / القوانين العراقية :

- 1- القانون المدني العراقي رقم (40) لسنة (1951) المعدل.
- 2- قانون التجارة العراقي رقم (30) لسنة (1984).
- 3- قانون سوق بغداد للأوراق المالية رقم (24) لسنة (1991) الملغي
- 4- قانون الشركات العراقي رقم (21) لسنة (1997) المعدل
- 5- القانون المؤقت لأسواق الاوراق المالية رقم (74) لسنة (2004) المعدل

ثانياً / القوانين العربية :

- 1- القانون المدني المصري رقم (131) لسنة (1948) المعدل
- 2- قانون التجارة المصري رقم (17) لسنة (1999).
- 3- قانون سوق رأس المال المصري رقم (95) لسنة (1992) المعدل.
- القانون رقم (22) لسنة (2015) بتعديل بعض أحكام القانون رقم (7) لسنة (2010) بشأن إنشاء هيئة أسواق المال وتنظيم نشاط الأوراق المالية الكويتي.
- 4- قانون التجارة الكويتي رقم (68) لسنة (1980).

ثالثاً / القوانين الأجنبية :

- 1- القانون المدني الفرنسي (1804) المعدل.
- 2- قانون التجارة الفرنسي رقم (1807) المعدل.
- 3- قانون شركات الاستثمار الفرنسي لعام (1957).
- 4- قانون الشركات الفرنسي رقم (537) الصادر في (24) يوليو (1966) المعدل.
- 5- قانون تحديث الأنشطة المالية الفرنسي رقم (597) لسنة (1996) المعدل.

رابعاً / التعليمات واللوائح والقرارات:

أولاً / التعليمات :

- 1- تعليمات تداول الأوراق المالية في سوق العراق للأوراق المالية.
- 2- التعليمات التنظيمية لتداول الأوراق المالية في سوق العراق لسنة (2004)
- 3- تعليمات تداول الأوراق المالية في سوق العراق لسنة (2007)
- 4- تعليمات الإفصاح الخاصة بشركات الوساطة رقم (9) لسنة (2009)
- 5- تعليمات الإفصاح للشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية رقم (1) لسنة (2010) .

ثانياً/ اللوائح :

- 1- اللائحة الداخلية لقانون سوق الكويت للأوراق المالية رقم (35) لسنة (1983).
- 2- اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري رقم (135) لسنة (1993).
- 3- اللائحة العامة لهيئة أسواق المال الفرنسية لسنة (2004).
- 4- نظام شركات الاستثمار المالي العراقي رقم (5) لسنة (1998).

سابعاً / المصادر الأجنبية :

أولاً / المصادر الفرنسية

- 1- Philippe Merle ،Droit commercial: societees commerciales ،Daloz ،12 ed ،2008.
- 2- David Bateson ،L offre publique ،conflits d interets en presence : Au Royaume-22mouvembre 1995.